

**Universidad Internacional de La Rioja
Máster Universitario en Dirección y Gestión Financiera**

El Corte Inglés, S.A. y sus sociedades dependientes: Análisis económico y financiero

Proyecto fin de máster presentado por: Guillermo Monteverde

Director: Dr. Rafael Hernández Barros

Santa Cruz de la Sierra, Bolivia.
18 de febrero de 2021

Guillermo Monteverde

CATEGORÍA TESAURO: 3.2.5 Administración de Empresas.

Índice

1	RESUMEN EJECUTIVO	4
2	INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS	5
2.1	ELECCIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN	5
2.2	ANTECEDENTES	5
2.3	OBJETIVOS GENERALES Y ESPECÍFICOS.....	6
2.4	METODOLOGÍA O ENFOQUE	6
2.5	AGRADECIMIENTOS	7
3	MARCO TEÓRICO.....	7
4	ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL GRUPO EMPRESARIO	11
5	ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS	13
5.1	REVISIÓN DEL INFORME DE AUDITORÍA DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS	13
5.2	ALGUNAS LIMITACIONES EN EL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS	15
5.3	ANÁLISIS VERTICAL, HORIZONTAL Y COMPARATIVO CON EMPRESAS COMPETIDORAS	16
5.4	ANÁLISIS POR RATIOS Y OTRAS MAGNITUDES	19
5.5	PUNTO DE EQUILIBRIO, GRADO DE APALANCAMIENTO OPERATIVO Y TOTAL	22
5.6	ANÁLISIS DEL CICLO DE EXPLOTACIÓN	23
5.7	NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS, FONDO DE MANIOBRA Y NECESIDADES DE RECURSOS NEGOCIADOS.....	26
5.8	ANÁLISIS DEL ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO CONSOLIDADO	27
5.9	ANÁLISIS DEL ESTADO DE EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO	28
5.10	ALGUNOS ASPECTOS DE LA MEMORIA ANUAL A CONSIDERAR.....	30
5.11	INFORME DE DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA-FINANCIERA.....	31
6	CUADRO DE MANDO INTEGRAL.....	33
6.1	MISION Y VISIÓN.....	33
6.2	IDENTIFICACIÓN DE ÁREAS Y FACTORES CRÍTICOS.....	33
6.3	MAPA ESTRATÉGICO	35
6.4	CMI PARA CADA PERSPECTIVA	36
7	ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES.....	37
7.1	PRONÓSTICOS MACROECONÓMICOS, HIPÓTESIS Y SUPUESTOS PRINCIPALES	37
7.2	ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES CONSOLIDADOS	41
7.3	ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES DEL GRUPO	41
7.4	ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD ECONÓMICO-FINANCIERA.....	45
8	VALORACIÓN DEL GRUPO EMPRESARIO	46
9	EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN	51
10	PRINCIPALES RIESGOS EXISTENTES Y LOS SISTEMAS INTERNOS DE GESTIÓN DE RIESGOS	53
11	RECOMENDACIONES A LA EMPRESA	57
12	CONCLUSIONES	61
13	BIBLIOGRAFÍA.....	63
14	ANEXOS	65
14.1	BREVE RESEÑA HISTÓRICA Y DESCRIPCIÓN DEL GRUPO EMPRESARIO	65
14.2	ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL GRUPO EMPRESARIO	71
14.3	ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS.....	92
14.4	BALANCE FINANCIERO, ANÁLISIS POR LINEA DE NEGOCIO Y COMPARATIVO CON EMPRESAS COMPETIDORAS	102
14.5	ANÁLISIS POR RATIOS Y OTRAS MAGNITUDES	110
14.6	CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS DE EL CORTE INGLÉS, S.A, Y SUS SOCIEDADES DEPENDIENTES	121
14.7	EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES RATIOS UTILIZADOS	123
14.8	ESTADOS FINANCIEROS PREVISIONALES CONSOLIDADOS	125

Índice de tablas

Punto de equilibrio y margen de seguridad.....	22
Apalancamiento operativo, financiero y total	22
Comparación del apalancamiento con las empresas competidoras	23
Período medio de maduración económico y financiero	25
Análisis comparativo del ciclo de explotación	25
Evolución del FM, NOF y NRN	27
El flujo de efectivo.....	28
Dividendos y retribución sobre otros instrumentos del PN.....	30
Identificación de áreas y factores críticos	34
CMI para cada perspectiva	36
Principales ratios proyectados	42
Ciclo de explotación proyectado	42
FM, NOF y NRN proyectados	43
Punto de equilibrio y margen de seguridad proyectados	43
Sistema Dupont sobre las cuentas anuales proyectadas	44
Descomposición de la rentabilidad financiera proyectada	44
Balance financiero proyectado.....	44
Valor económico añadido proyectado.....	45
Calculo del Z score proyectado en función al P/BV promedio del IBEX 35	46
EV/EBITDA de empresas comparables	47
Cálculo de la beta apalancada, Kd, Ke y WACC del grupo El Corte Inglés.....	48
Calculo del flujo libre de caja y del valor empresa	49
Cálculo del valor empresa sobre el flujo libre de caja real de los últimos 6 ejercicios	50
Detalle de ventas por rubro.....	68
Resultados globales 2002 a 2019.....	69
Ventas por área geográfica.....	71
Síntesis del análisis PESTEL.....	72
Las cinco fuerzas de Porter	84
Síntesis del análisis DAFO	86
Análisis vertical del activo	93
Análisis horizontal del activo.....	93
Análisis vertical del pasivo y patrimonio neto.....	95
Análisis horizontal del pasivo y patrimonio neto	96
Análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias	101
Análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias.....	102
Balance financiero	102
Ventas y EBITDA por línea de negocio.....	104
Aportación por línea de negocio	105
Descomposición de la rentabilidad financiera por el método de pares	116
Sistema Dupont	117
Valor económico añadido EVA	118
Evolución del EBITDA.....	119
Estimación del Z score de Altman	119
Recálculo del Z score a un P/BV=2	120
Comparación de los principales ratios con las empresas competidoras.....	120
Balance de situación patrimonial consolidado proyectado	125
Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada proyectada.....	126

Índice de Ilustraciones

El ciclo de explotación	24
NOF, FM y NRN	26
Misión y visión del grupo El Corte Inglés	33
Mapa estratégico	35
Evolución de la cifra de negocios, 2002 a 2019.....	70
Evolución del beneficio neto, 2002 a 2019	70
El entorno y la empresa	72
El ciclo de vida del producto	79
Las cinco fuerzas de Porter	83
Análisis DAFO	86
Análisis CAME	91
Distribución de la cifra de negocios por rubro.....	98
Liquidez general, estricta y disponibilidad.....	111
Endeudamiento, solvencia y autonomía	112
Rotación de los activos	114
ROA, ROE y ROCE	115

El Corte Inglés, S.A. y sus sociedades dependientes: Análisis económico y financiero

1 Resumen ejecutivo

El objetivo principal de este trabajo de fin de máster es realizar un pormenorizado análisis y posterior diagnóstico acerca de la situación económica y financiera del grupo El Corte Inglés mediante la aplicación de una serie de técnicas estudiadas durante el desarrollo del máster y basándose principalmente en el estudio de sus cuentas anuales consolidadas, con el objeto de conocer su situación actual, su evolución en los últimos ejercicios económicos y de realizar un análisis prospectivo para los próximos tres ejercicios.

Se parte de un análisis estratégico de la situación actual del grupo empresarial, para continuar con el análisis de sus cuentas anuales consolidadas por el periodo 2013 a 2019, comparando los resultados con los de empresas similares del sector. Luego se diseña un cuadro de mando integral y se proyectan los estados financieros previsionales, completando el diagnóstico con una evaluación de las políticas de inversión productiva y de financiación, concluyendo con un análisis del riesgo y distintas recomendaciones a la empresa.

Abstract

The main objective of this master's thesis is to carry out a detailed analysis and subsequent diagnosis of the economic and financial situation of the El Corte Ingles group through the application of a series of techniques studied during the development of the master's degree and based mainly on the study of its consolidated annual accounts, in order to know their current situation, their evolution in the last financial years and to carry out a prospective analysis for the next three years.

It starts from a strategic analysis of the current situation of the business group, to continue with the analysis of its consolidated annual accounts for the period 2013 to 2019, comparing the results with similar companies. Then a balanced scorecard is designed, and the provisional financial statements are projected, completing the diagnosis with an evaluation of the productive investment and financing policies, and concluding with a risk analysis and different recommendations to the company.

2 Introducción y objetivos

2.1 Elección y justificación del tema de investigación

Con la elección de este tema se intenta poder aplicar la mayor cantidad de los contenidos vistos en las distintas asignaturas desarrolladas durante el máster. Al tratarse de un análisis desde el punto de vista de un analista externo, algunos contenidos no podrán ser aplicados ya que no se cuenta con la información necesaria, pero en la medida en que sea posible algunos datos serán deducidos o estimados para poder realizar ciertos análisis.

Los conocimientos adquiridos en las asignaturas del máster han permitido la realización del análisis económico y financiero, la comparación con empresas similares, el análisis estratégico del grupo empresarial, la generación de un cuadro de mando integral y la proyección de estados financieros previsionales, el análisis de los distintos tipos de riesgo existente y de los sistemas internos de gestión de riesgos que presenta la empresa, así como el análisis de las políticas de inversión productiva y de financiamiento.

2.2 Antecedentes

Desde el surgimiento de la empresa moderna y con la separación del patrimonio de esta persona jurídica del de sus respectivos propietarios, a través de las técnicas contables fue posible elaborar estados financieros que mostraran en resumen los resultados de los negocios llevados a cabo por la misma, los activos en propiedad del ente, sus obligaciones para con terceros y el beneficio generado.

En la actualidad, los sistemas contables nos brindan información en tiempo real, lo que resulta muy útil para la toma de decisiones vinculadas a la administración de la empresa.

Ibarra Mares (2006) afirma que la aplicación práctica de los ratios (razones y proporciones) se debe a los matemáticos italianos del renacimiento, sin embargo, los primeros estudios referentes a los ratios financieros se hicieron hace sólo a principios del siglo pasado. Fueron los banqueros norteamericanos quienes los utilizaron originalmente como técnica de gestión y luego de la depresión de 1929 para analizar a sus clientes potenciales.

Los ratios fueron también utilizados en modelos financieros con el objeto de predecir quiebras de empresas o explicar el fracaso financiero de las mismas.

Es así como a lo largo del siglo pasado se va perfeccionando la técnica del análisis de estados financieros y generalizando su uso en todo tipo de empresas y con distintos fines.

2.3 Objetivos generales y específicos

El objetivo principal de este trabajo fin de máster es la realización de un análisis detallado de la situación económica y financiera actual del grupo El Corte Inglés, y de su evolución durante el período bajo análisis, basándose principalmente en el estudio de sus cuentas anuales consolidadas y auditadas, por el periodo comprendido entre 2013 y 2019, con el objeto de elaborar un posterior diagnóstico, realizar recomendaciones para mejorar la misma y generar un análisis prospectivo para los siguientes tres ejercicios en base a distintos datos y supuestos, aplicando las recomendaciones dadas, y mediante el uso de la técnica de la modelización.

Un análisis estratégico de la situación actual del grupo empresario, y el análisis de sus cuentas anuales consolidadas, sirven de base para el diseño de un cuadro de mando integral y para la proyección de los estados financieros previsionales, completando el diagnóstico con una evaluación de las políticas de inversión productiva y de financiación, y concluyendo con un análisis del riesgo y los sistemas de gestión de riesgo que aplica la empresa.

La finalidad principal del análisis realizado es determinar la capacidad del grupo de generar beneficios y crear valor para los accionistas, hacer frente a sus obligaciones de pago, verificar la viabilidad futura del negocio en su conjunto y proponer medidas que fortalezcan la creación de valor.

2.4 Metodología o enfoque

Para la realización del análisis económico y financiero se han utilizado técnicas de corte cuantitativo, utilizando como fuente principal de información las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Inglés S.A. y sociedades dependientes, y los respectivos informes de auditoría, por el período comprendido entre los años 2013 y 2019.

Asimismo, se han utilizado otras fuentes de información secundaria, como son diferentes informes corporativos y otros datos del grupo que este publica en su sitio web y notas periodísticas de actualidad de la prensa especializada.

En el análisis de la situación estratégica del grupo, se han utilizado técnicas de corte cualitativo. Para ello se utiliza la técnica de la matriz FODA, desarrollada por Albert S. Humphrey, el análisis PEST desarrollado por Liam Fahey y V. K. Narayanan, y el análisis de las cinco fuerzas de Michael E. Porter, entre otras.

Para poder comparar esta información con la de empresas similares de los sectores en donde opera el grupo, se han utilizado las cuentas anuales 2019 del grupo Mercadona, del grupo Eroski, Inditex, H&M y Amazon, así como también el informe de ratios sectoriales 2018 elaborado por la Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció (en adelante ACCID), información sobre el sector de distribución minorista provistas por la Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (en adelante ANGED), y datos de la evolución de distintas variables económicas provistas por el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI).

Para el análisis de las cuentas anuales del grupo, luego de un análisis vertical y horizontal de los mismos, se han aplicado una serie de ratios y otras magnitudes que son calculadas sobre la base de datos extraídos de las propias cuentas anuales, con el objeto de establecer la situación económica y financiera actual del mismo y su evolución en los últimos años.

2.5 Agradecimientos

Quisiera expresar mi agradecimiento a los profesores de las distintas asignaturas del máster por los conocimientos brindados, a la tutora Mayra Alejandra Leon Rodriguez, a mi familia por el apoyo brindado, y en especial al director de este trabajo final de máster, el profesor Dr. Rafael Hernández Barros por sus aportaciones durante la elaboración de este.

3 Marco teórico

Gitman (2007), define a las finanzas como el arte y la ciencia de administrar el dinero. Para el autor, las finanzas administrativas se ocupan de las tareas del administrador financiero en la empresa de negocios, quien actualmente participa en forma mucho más activa en el desarrollo y la puesta en marcha de estrategias corporativas dirigidas al “crecimiento de la empresa” y el mejoramiento de su posición competitiva.

Para esta tarea, el administrador financiero requiere de información, y para ello recurre a los estados financieros, que presentan los recursos o utilidades generados en la operación de la organización, los principales cambios ocurridos en la estructura financiera de la entidad y su relevo final en el efectivo e inversiones temporales a través de un período determinado (García Padilla, 2015).

Wild (2007) afirma que “el análisis de estados financieros es una parte integral e importante del campo más amplio del análisis de negocios. El análisis de negocios es el proceso de evaluar las perspectivas económicas y los riesgos de una compañía”. Para los autores, esto involucra también la realización de un análisis del ambiente de negocios de la empresa, sus estrategias, su posición y su desempeño financiero.

Es por ello que el administrador financiero no solo utilizará la información que proviene de los estados financieros y su análisis, sino que tendrá en cuenta el ambiente de negocios de la empresa y su entorno.

El análisis de estados financieros es la aplicación de técnicas y herramientas analíticas en los estados financieros de propósito general y datos relacionados para obtener estimados e inferencias útiles en el análisis de negocios. El análisis de los estados financieros reduce la confianza en corazonadas, conjeturas e intuición en las decisiones de negocios. Disminuye la incertidumbre del análisis de negocios. No subestima la necesidad de un criterio experto, sino que, en vez de eso, proporciona una base sistemática y eficaz para el análisis de negocios (Wild, 2007).

Su propósito de obtener medidas y relaciones cuantitativas que señalen el comportamiento, no solo del ente económico sino también de algunas de sus variables más significativas e importantes (García Padilla, 2015). Según Bonsón (2009), el analista obtiene una opinión evaluando la liquidez, solvencia y rentabilidad de la empresa, la posición y el desempeño financieros de una compañía; y proyecta el desempeño financiero futuro. Se compone de tres áreas amplias: análisis de la rentabilidad, análisis de riesgos y análisis de las fuentes y la utilización de fondos (Wild, 2007).

En un mismo sentido, Van Horne (2010) presenta distintos factores a considerar en el análisis financiero. En primer lugar, la tendencia y estacionalidad de las necesidades de fondos, para lo que se aplican razones financieras que sirven como indicadores de la salud de la empresa, y para poder evaluar la condición financiera y la rentabilidad de esta. Este análisis se completando con un estudio del riesgo de negocios de la

compañía, permitirá determinar las necesidades financieras de la empresa, necesidades que se deberán negociar con los posibles proveedores de capital.

Según Wild (2007) el análisis prospectivo es el pronóstico de los futuros resultados –comúnmente utilidades, flujos de efectivo, o ambos. Este análisis hace uso del análisis contable, el análisis financiero, y el análisis de la estrategia y el ambiente de negocios. El resultado del análisis prospectivo es una serie de resultados futuros esperados que se utilizan para estimar el valor de la compañía. Aun cuando las herramientas cuantitativas ayudan a mejorar la exactitud del pronóstico, el análisis prospectivo sigue siendo un proceso relativamente subjetivo.

Las técnicas que se suelen emplear son: (1) análisis estructural mediante porcentajes verticales y horizontales, midiendo la proporción y variación de los elementos de los estados financieros; y (2) análisis mediante ratios financieros: realizando cocientes entre elementos de los estados financieros que guarden entre sí una relación económico-financiera de interés. Estos dos conjuntos de técnicas se pueden utilizar bajo un enfoque sincrónico (analizando varias empresas al tiempo, comparándolas) o diacrónico (analizando la evolución de una empresa a lo largo del tiempo) (Bonsón, 2009).

De este modo, continua Bonsón (2009), se cuenta con el doble enfoque del análisis empresarial comparativo: diacrónico o de serie temporal –la empresa a lo largo del tiempo– y sincrónico o de corte transversal –la empresa respecto a otras empresas en un momento dado–. Una combinación de ambos sería la utilización de datos de panel.

Otro enfoque de análisis puede ser el de la detección de síndromes, es decir, estudiar en detalle empresas que fracasan, ya sea en solvencia, liquidez o rentabilidad, y tratar de encontrar un patrón común a todas ellas. Un ejemplo de ello es el Altman Z score, que tiene por objeto medir las probabilidades de quiebra de una empresa mediante el análisis de una combinación de ratios financieros. El modelo fue creado en 1960 por Edward Altman, profesor de la Universidad de Nueva York.

Bonsón (2009) afirma que el principal problema del análisis comparativo es que, aunque existan similitudes que fundamenten la comparación, las estrategias, mercados, productos, clientes, regulación y otros factores pueden ser diferentes, o cambiar a lo largo del tiempo de manera dispar, y por tanto afectar negativamente a la fiabilidad de dicha comparación.

Si bien la mayoría de los indicadores en los que se basa el análisis son cocientes entre magnitudes financieras, con lo que en principio se eliminaría el efecto del tamaño

empresarial y se lograría una comparación consistente, hay que tener en cuenta que las grandes y pequeñas empresas pueden ofrecer valores típicamente diferentes para un cociente dado (Bonsón, 2009).

La valuación es el principal objetivo de muchos tipos de análisis de negocios, y se refiere al proceso de convertir los pronósticos de los resultados futuros en un estimado del valor de la compañía. Para determinar el valor de una compañía, un analista debe seleccionar un modelo de valuación y también debe estimar el costo del capital de la compañía. Aunque la mayoría de los modelos de valuación requieren pronósticos de los resultados futuros, existen métodos apropiados que utilizan la información financiera actual (Wild, 2007).

Block (2013) afirma que “las razones financieras se usan para ponderar y evaluar el desempeño operativo de una empresa (...) comparando nuestros resultados con los que obtuvieron empresas similares en la misma industria”. Estos índices o ratios financieros son relaciones matemáticas que permiten analizar diferentes aspectos del desempeño histórico de una compañía, pero este análisis de la situación financiera puede extenderse también al futuro, cuando se consideran los índices de los estados proyectados (Dumrauf, 2010).

El análisis vertical consiste en determinar la participación relativa de cada rubro sobre una categoría común que los agrupa, mientras que el análisis horizontal permite establecer tendencias para los distintos rubros del balance y del estado de resultados, haciendo comparaciones contra un año determinado. Para que la comparación resulte procedente, es necesario fijar un “año base”, comparando las cifras de los distintos rubros contra los mismos del año base (Dumrauf, 2010).

En el método histórico de análisis de tendencias, también conocido como método histórico, se analizan tendencias, ya sea de porcentajes, índices o razones financieras (García Padilla, 2015).

El análisis de razones es la forma más usual de análisis financiero. Ofrece las medidas relativas al funcionamiento de la empresa. Se utiliza un buen número de técnicas diferentes para juzgar determinados aspectos del funcionamiento corporativo, pero las razones financieras son las que se citan más a menudo. Utilizando los datos que se encuentran en los estados financieros, pueden calcularse diferentes razones que permiten la evaluación de determinados aspectos del funcionamiento de la empresa (Gonzales Urbina, 2013).

La interpretación utiliza los resultados del análisis, hace inferencias pertinentes a las relaciones bajo estudio y presenta conclusiones sobre dichas relaciones. El analista, quien interpreta los resultados de estas relaciones, trata de encontrar el significado y las implicancias de ellos. En primer lugar, se interpretan las relaciones establecidas dentro de la empresa y sus propios datos, y luego se busca un significado más amplio de los datos obtenidos mediante la comparación con otras empresas y sectores similares y con las demandas y expectativas de la propia empresa (Gonzales Urbina, 2013).

A través de estos análisis, los estados financieros proporcionan abundante información que aprovechan los directivos, inversionistas, prestamistas y clientes; y que su análisis pone de manifiesto los puntos fuertes y débiles de la compañía, información para mejorar su desempeño, predecir futuros resultados y como base para la toma de decisiones estratégicas (Ehrhardt, 2007)

El empresario deberá disponer de información real y contar con la capacidad de análisis para tomar la decisión correcta, a los efectos de poder gestionar los recursos financieros y aplicarlos con eficacia en oportunidades de negocios que maximicen los resultados de rentabilidad y el valor de la empresa (García Padilla, 2015).

Asimismo, dentro del marco conceptual o teórico se encuentran todas las normas que rigen la elaboración y presentación de las cuentas anuales, entre otras: el Plan General Contable de España aprobado por Real Decreto 1514/2007, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010, las normas internacionales de contabilidad vigentes (NIC), las normas internacionales de información financiera vigentes (NIIF) y las normas internacionales de auditoría vigentes en España (NIA-ES).

4 Análisis estratégico del grupo empresario

El grupo inicia su historia en 1935 con la adquisición de una sastrería madrileña fundada en 1890 y que le da el nombre al mismo. Actualmente cuenta con presencia en varios países del mundo a través de sus subsidiarias, pero el 93.8% de sus ingresos provienen de España, principalmente de la venta al detalle (en donde destacan la moda y alimentación), seguidos luego por los servicios de agencia de viajes, y en un lugar mucho menor por los seguros.

Tal como afirma Thompson (2012), la estrategia se encuentra siempre en evolución y es necesario revisarla periódicamente ya que es de carácter temporal y está a prueba. En consecuencia, adaptarse a condiciones novedosas y no dejar de apreciar lo que

funciona bien para conservarlo y lo que necesita mejorarse es una parte normal del proceso de elaboración de una estrategia, y el motivo principal de este análisis.¹

En el anexo nro.2 se incluye un análisis del macroentorno de las zonas de negocio de la empresa a través del análisis PESTEL junto con un análisis de su microentorno y su coyuntura económica y financiera, con énfasis en la situación del mercado, el estado de la demanda, los precios, proveedores y principales competidores, y finalizando con un breve análisis del ciclo de vida de los productos, los puntos estratégicos y la cadena de valor de los sectores en donde opera el grupo, un análisis DAFO y un análisis CAME.²

En base al análisis realizado en dicho anexo, se puede concluir que el factor más importante del macroentorno actual es el efecto de la crisis sanitaria producida por el Covid-19 y las consecuencias de las medidas restrictivas que afectaron el consumo y el crecimiento de la economía. Se espera que una vez producida la campaña de vacunación y que se pueda volver a la normalidad, lo que se estima se producirá para el segundo semestre de 2021, se vaya recuperando el consumo, el empleo y el crecimiento, pero llevará tiempo y recién en 2022 se superará la cifra de negocios del ejercicio 2019.

Esta crisis sanitaria ha acelerado cambios en los hábitos de consumo y el grupo deberá fortalecer su estructura tecnológica para poder competir en esta nueva realidad, intentando transferir la excelente experiencia de compra de sus centros comerciales a las plataformas online; y mejorando asimismo su red de distribución para disminuir los tiempos de entrega en la península, lo que le permitirá una ventaja competitiva con sus grandes competidores como Amazon y Alibaba.

Se deberá fortalecer la comercialización de marcas propias, que generan un mayor margen de ganancia y le permiten competir en precio, manteniendo la calidad; y reducir el costo de gestión de su amplia red de proveedores.

¹ En el anexo nro.1 se presenta una síntesis de la historia del grupo empresario, la composición de sus principales unidades de negocios, su presencia internacional y un resumen de los aspectos más importantes de la evolución del negocio entre 2002 y 2019. Asimismo, se informa sobre los principales cambios acontecidos en la conformación del grupo empresario y sobre la titularidad de su paquete accionario.

² En el anexo nro. 2 se incluye un pormenorizado análisis estratégico del macro y microentorno empresario correspondiente a las industrias y sectores en donde opera el grupo.

El posicionamiento de la marca tanto en Europa como en el resto del mundo, le permitirá internacionalizar la empresa tanto en Europa como en Asia y América, y diversificar el origen de sus ingresos, así como ganar volumen y poder negociar mejores condiciones con sus proveedores.

El mayor desarrollo de su plataforma de venta online le facilitará la internacionalización de la firma, y el grupo tendrá la opción de realizar acuerdos con distribuidores externos que tengan redes de distribución eficientes en los distintos países.

El fortalecer su plataforma de venta online e ir paulatinamente reestructurando sus centros comerciales y vendiendo los inmuebles no estratégicos, le permitirá al grupo mejorar sus márgenes de ganancia, reduciendo costos fijos e incrementando la rotación de activos. Asimismo, los ingresos por las ventas de inmuebles no estratégicos podrán aplicarse a la financiación de la transformación digital y en la cancelación deudas de corto plazo, lo que le permitirá mejorar la solvencia y liquidez.

Este futuro menor apalancamiento operativo y financiero, le permitirá al grupo estar mejor preparado para afrontar futuras crisis y asegurar su crecimiento a largo plazo.

5 Análisis económico y financiero de las cuentas anuales consolidadas ³

5.1 Revisión del informe de auditoría de los estados financieros consolidados

El informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas del grupo, para el ejercicio 2019, fue realizado por la firma Ernst & Young, S.L., considerado uno de los cuatro más prestigiosos estudios de auditoría y consultoría del mundo. La firma ha sido nombrada auditores del Grupo por la Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 28 de agosto de 2016, por un periodo de 3 años, contados a partir del ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2018.

El informe de esta auditoría contiene una opinión favorable sobre los estados contables, indicando que los mismos reflejan, en los aspectos más significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del grupo al 29 de febrero de 2020, así como de

³ En el anexo nro. 5 se presenta un resumen de cuentas anuales consolidadas de El Corte Ingles, S.A. y sus sociedades dependientes por el período 2013 a 2019.

sus resultados y flujos de efectivo, todos ellos consolidados, correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE), y demás disposiciones del marco normativo de información financiera que resultan de aplicación en España; basando su opinión en la suficiente y adecuada evidencia de auditoría que han obtenido durante la elaboración de este.

Dentro de las cuestiones clave de la auditoría, los auditores mencionan la valuación de los activos fijos materiales e inversiones inmobiliarias, debido a que entre ambas conforman el 64% del total del activo. El equipo auditor denota que el proceso de valuación de estos activos es complejo y que al utilizar tasaciones por profesionales independientes y minorando los costes de venta, esto requiere de estimaciones significativas por parte del tasador independiente.

Luego se analiza la recuperación de activos por impuestos diferidos, que representa un 4.8 % del activo total, pero que dependen para su recuperación de las estimaciones que realiza la dirección sobre las fechas en que se obtendrán ganancias futuras.

Continuando con las cuestiones clave de la auditoría, se menciona la valoración del inventario, que representa el 12% del total de los activos consolidados, y se considera también la complejidad de los sistemas informáticos utilizados en el registro de las transacciones de ventas de retail y viajes, que es en donde se sustentan la mayor facturación y generación de beneficios del grupo.

El informe agrega que los administradores de la sociedad dominante han tenido que utilizar algunas estimaciones en base a la mejor información disponible al cierre del ejercicio para la elaboración de las presentes cuentas anuales consolidadas. Algunas ya fueron mencionadas como puntos clave de la auditoría. Entre ellas se encuentran: la evaluación de posibles pérdidas por deterioro de determinados activos, incluido el fondo de comercio, la valoración de los inventarios siguiendo el método de "retail", el valor razonable de determinados instrumentos financieros, la determinación del valor de las provisiones, incluidas aquellas destinadas a cubrir contingencias de naturaleza fiscal, la recuperabilidad de los activos por impuestos diferidos y la consideración de cláusulas de terminación anticipada y opciones de extensión de los contratos de arrendamiento a efectos de la determinación del pasivo por arrendamiento y sus correspondientes derechos de uso.

Asimismo, el informe menciona que la situación posterior al cierre del ejercicio relativa al COVID-19, no afecta la opinión emitida por el equipo auditor.

5.2 Algunas limitaciones en el análisis de estados financieros consolidados

Tal como expone Imdieke (2003), la utilidad que pueden tener los estados financieros consolidados es limitada para los acreedores, el gobierno y los accionistas minoritarios. Esto se debe a que los estados financieros consolidados no incluyen ningún detalle de las subsidiaras individuales. Los acreedores de una empresa específica suelen tener reclamaciones únicamente contra los recursos de esa compañía, a menos que estén garantizados por la matriz, por lo que le será de mayor utilidad el estado financiero de dicha compañía en particular.

El motivo por el que se realiza la consolidación de los estados contables es el de mostrar la realidad económico y financiera del grupo de empresas que integran un grupo empresario, como si se tratara de una sola entidad.

Si bien la información consolidada suministra una mejor información acerca de la realidad económica y financiera de cualquier grupo empresario, y que es cierto que el solo contar con los estados contables individuales de cada sociedad que conforma un grupo sería insuficiente para analizar el mismo, también resulta preciso remarcar que sería útil contar con un extracto de las cuentas anuales de cada sociedad involucrada o mejor aún de los papeles de trabajo en donde este incluida la planilla de consolidación de los mismos, para poder establecer que sociedades son las más rentable dentro del grupo y en cuales hay mejorar la rentabilidad, o en su defecto discontinuar. Sin contar con ese detalle en forma completa, no es posible determinar si existen ineficiencias en alguna de las empresas que conforman el grupo, que, al analizar los datos de manera agrupada, resulte compensada con los resultados de otras empresas de este.

Es por ello que cuando se requiere analizar únicamente la información financiera de una entidad particular incluida dentro de los estados financieros consolidados, se deberá recurrir a solicitar información suplementaria, para poder obtener una mejor apreciación de la realidad económico y financiera de la entidad individual que conforma el grupo y que se encuentra sujeta a análisis, debido esto a que esta información detallada no se encuentra disponible dentro de la información consolidada.

La consolidación de estados financieros, en algunos grupos empresarios, presenta algunas limitaciones en el posterior análisis de su resultado. Esto se debe a que en

algunos grupos económicos que integran empresas distribuidas a lo largo de todo el mundo, aún es posible observar estados financieros que no han sido preparados sobre una base perfectamente comparable que utilicen principios y criterios contables homogéneos. Es por ello por lo que en esos casos pierde algo de validez el uso de razones y el análisis de tendencias, especialmente cuando dicho componente afecta significativamente la valoración de la partida de que se trate. También puede afectar el hecho que las cuentas anuales de las sociedades dependientes pueden tener distintas fechas de cierre.

Además, sucede que algunas sociedades tienen fecha de cierre de sus estados contables distintas a la de la casa matriz, y los mismos se encuentran expresados en otras monedas, lo que hace necesaria su conversión a la moneda de la casa matriz. Luego, al querer analizar estados financieros a valores constantes, se actualizan las cuentas anuales consolidadas de varios años atrás según los índices de inflación correspondientes a la moneda de la casa matriz, que solo reflejan la inflación de dicho país, pero no del resto de los países en donde opera el grupo. En algunas partidas que se vean afectadas significativamente por esta situación, se puede generar alguna distorsión en su análisis, producto de la inflación y del tipo de cambio.

Por otra parte, la estructura de los estados contables a consolidar suele ser distinta a la del Plan General de Contabilidad Español, lo que hace necesario su reclasificación y en algunos casos la exposición de la información de manera más agrupada que en la cuenta anual original.

La situación planteada en los párrafos anteriores no afecta de manera significativa al grupo bajo análisis, ya que el grueso de sus ingresos proviene de sociedades con base en España y Portugal, que manejan la misma normativa contable, y de empresas situadas en América que aplican las NIC, NIIF y NIA en la elaboración de sus cuentas anuales.

5.3 Análisis vertical, horizontal y comparativo con empresas competidoras ⁴

⁴ En el anexo nro. 3 se presenta un pormenorizado análisis vertical y horizontal de las cuentas anuales consolidadas del grupo empresarial por el período 2013 a 2019.

En base al análisis vertical y horizontal del balance de situación patrimonial consolidado al 28/02/2020, correspondiente al ejercicio 2019, el cual se detalla en el anexo nro. 3, se observa que el activo no corriente (en adelante ANC) constituye el 82.4% del total del activo. El ANC ha disminuido un 5.6% a lo largo de todo el periodo bajo análisis, que va del 2013 al 2019, reducción que representa unos 875 millones de euros.

Dentro del ANC destaca el inmovilizado material que representa al cierre de 2019 el 72.6 % del ANC y el 62.3 % del activo.

La baja proporción del activo corriente (en adelante AC) se ve reflejada en la posición de tesorería, que al cierre del ejercicio 2019 representa el 1.2% del total del activo y el 6.6% del AC, por lo que el grupo refuerza su posición de liquidez a través de la contratación de importantes líneas de crédito.

Las tenencia de existencias se ha mantenido relativamente estables en los últimos tres ejercicios, y se valoran al menor valor entre el coste y el valor neto de realización.

Los deudores comerciales representan en 2019 el 12.7 % del AC y un 2.2% del total del activo, pero esta partida ha disminuido desde el ejercicio 2016.

Al realizar un breve análisis de las masas patrimoniales se observa que el 82.4% de las inversiones realizadas por el grupo empresarial corresponden a activos fijos, dentro de los que se destaca el Inmovilizado material, y del 17.6 % invertidos en activos corrientes, se destacan principalmente las existencias. Sumando únicamente el inmovilizado material y las existencias, representan casi el 74% del total del activo.

Por el lado del financiamiento, se observa que los fondos propios financian el 47.5% de dichas inversiones, mientras que la financiación ajena a la empresa representa un 52.5%. Esta proporción del patrimonio neto (en adelante PN) sobre el total del pasivo más el PN se ha mantenido relativamente estable en los últimos cuatro ejercicios. Asimismo, de esta financiación externa el 51.3 % es no corriente mientras que el 48.7% es un pasivo corriente. Los capitales permanentes representan el 74.4% del total del pasivo más el PN.

Dentro del PN, el capital no se ha visto modificado, como tampoco la Reserva Legal que ya se encontraba constituida en su totalidad antes del período bajo análisis. Las otras reservas si se han visto modificadas y han pasado de 8243 millones de euros en 2014 a 7986 millones en 2019, lo que representa una disminución del 3.11%.

El pasivo no corriente fue disminuyendo su proporción desde 2013, en beneficio del pasivo corriente, que paso del 17.9% en 2013 a un 25.6% en 2019.

La partida que más se destaca dentro del pasivo corriente son las Cuentas comerciales y otras cuentas para pagar, que en 2019 representan el 72.1 % del PC y el 18.4 % del total del pasivo más el PN.

Del análisis vertical y horizontal del estado de resultados consolidado correspondiente al ejercicio 2019, se observa que el 78.8 % de la cifra del negocio corresponde a venta de bienes, mientras que el 21.2 % corresponde a prestación de servicios; proporción que se presenta relativamente estable durante el período bajo análisis.

El total de ventas del grupo se vio incrementado entre 2013 y 2017, pero ha descendido durante los dos últimos ejercicios, situándose al cierre del ejercicio 2019 casi a valores del 2015, solo un 0,26% apenas por encima de esos valores.

La cifra de negocios muestra un incremento nominal de 1.039 millones de euros a lo largo del período bajo análisis, que en términos porcentuales representa un incremento del 7.3 % respecto de los valores de 2013, pero que en términos reales ha sido solo la mitad, ya que la inflación en España durante ese período fue del 3.66%.

El costo de la mercadería vendida y de los servicios prestados representa el 70.5 % del total de ingresos por ventas, y se ha visto incrementado en un punto porcentual desde 2013, mientras que el margen bruto representa el 29.5 % sobre la cifra del negocio y se ha visto disminuido a razón del incremento del costo.

Los gastos en personal y otros gastos de explotación han disminuido del 22.9% sobre las ventas en el ejercicio 2018 al 21.5% en el ejercicio 2019.

El EBITDA se ha incrementado en 468 millones de euros durante el período en análisis, y a pesar de que las amortizaciones del inmovilizado han crecido en el último ejercicio, pasando de un 3.2% en 2018 y 2017, a un 4.1 % en 2019, el resultado de explotación, también conocido como EBIT o BAII, es de un 3.3% en 2019 y ha venido creciendo desde el 2013 en el que representaba el 1.3%.

El resultado financiero representa el 0.7% sobre las ventas y ha venido cayendo desde 2013 en donde representaba el 1.2 %, lo que ha colaborado en el crecimiento del beneficio antes de impuesto, que ha crecido desde un 0.1% en 2013, al 2.5% en 2019, lo que en términos nominales representa unos 373 millones de euros, mientras que el

resultado neto en 2019 fue de un 2 % sobre las ventas, habiéndose incrementado desde 2013 en donde representaba el 1.2 %.

Análisis comparativo con empresas competidoras

Comparando con empresas competidoras del sector, se observa que el ANC de El Corte Inglés es muy superior al promedio del sector, y que su cifra de negocios es menor en proporción, generando una baja rotación del activo fijo.⁵

Respecto del activo corriente, la proporción del disponible es mucho menor que el promedio de las empresas competidoras y de otras empresas similares del sector. La inversión en existencias es algo mayor que algunas empresas de la competencia, pero cercana al promedio de la industria, y el saldo de deudores comerciales es más bajo que en los competidores.

La relación de fondos propios esta cercana al promedio, mientras que la posición en PNC es mayor al promedio y la de PC menor al promedio. A pesar de esto, el porcentaje de deuda no corriente con entidades de crédito es menor en ECI que en el promedio de las empresas del sector.

Analizando el coste de las mercaderías y servicios vendidos, se infiere que el sector de la moda tiene un mayor margen bruto de ventas que el de los alimentos.

Respecto al coste del personal y las amortizaciones, las empresas de venta de alimento tienen costes inferiores mientras que las de moda tienen valores similares o superiores.

5.4 Análisis por ratios y otras magnitudes⁶

De acuerdo con el análisis realizado, que el lector podrá consultar en el anexo nro. 6, se exponen a continuación las principales conclusiones a las que se ha arribado.

La liquidez general y la estricta es muy baja, así como la posición de tesorería, todas inferiores al promedio de las empresas competidoras. Esta situación que se cubre con

⁵ En el anexo nro. 4 el lector podrá encontrar un análisis por línea de negocio y comparativo con empresas competidoras del sector, a la vez que un balance financiero.

⁶ En el anexo nro. 6 el lector podrá encontrar un detallado análisis de los ratios y magnitudes más significativas. Mientras que en el anexo nro. 7 se presenta una síntesis de la evolución de una amplia variedad de ratios calculados para el período 2013 a 2019.

amplias líneas de crédito, a los efectos de evitar tensiones al momento de emitir los pagos.

La solvencia ha mejorado durante el período en análisis, en consonancia con una disminución de la participación de la deuda y el incremento en la participación de los fondos propios, que resulta superior al promedio de la competencia. Asimismo, ha mejorado considerablemente el ratio de cobertura de servicios de la deuda.

La calidad de la deuda se ha desmejorado, si comparamos contra los primeros años del período en análisis, habiéndose incrementado la proporción de deuda corriente.

La carga financiera ha disminuido considerablemente y se ubica en porcentajes mejores que el promedio de las empresas competidoras. Esto se explica por una renegociación del tipo de interés y por la baja del endeudamiento, lo que ha disminuido el apalancamiento financiero y mejorado la solvencia.

La rotación de activos ha mejorado desde 2013 pero continúa siendo baja respecto de las empresas competidoras comparables, y esto se explica por la fuerte exposición a activos fijos materiales. Esta situación causa que le cueste mucho al grupo mejorar su ROA, si bien se ha incrementado desde 2013.

El EBITDA calculado sobre las ventas es inferior al promedio de la competencia. Lo mismo sucede con el ROA y ROE.

El ROE se ha mas que duplicado desde 2013, pero continúa siendo bajo. Sin embargo, el crecimiento del mismo muestra que las medidas que el grupo esta tomando van en el sentido correcto. Esta mejora en el ROE se explica por una mayor rotación de activos y una mejora del margen de ventas que brinda una mayor rentabilidad económica, y por el efecto del apalancamiento financiero.

El cálculo del valor económico añadido nos muestra que la empresa, a pesar de estar teniendo un resultado positivo y que ha mejorado su ROE, aun no esta creando valor para sus accionistas. Sin embargo, también muestra que las acciones llevadas por el grupo han mejorado estos indicadores y que se avanza en el camino correcto.

No es posible aplicar el Z score de Altman en forma directa ya que la empresa no cotiza en bolsa y no cuenta con una capitalización bursátil, pero si utilizamos un coeficiente P/BV (precio/valor libro) promedio del IBEX 35 ubicaría a la empresa en una zona segura, según este análisis.

El grupo precisa mejorar su rotación de activos reduciendo el peso del inmovilizado material que no sea estratégico y/o que no le genere beneficios mayores que su actividad principal. El grupo deberá desprenderse de los inmuebles que ya ha clasificado como no estratégicos y en los que no va a establecer una tienda o almacén.

Los ingresos por estas ventas le permitirán mejorar su ratio de disponibilidad, liquidez y solvencia, pudiendo aplicar cualquier excedente de liquidez a la cancelación del pasivo corriente, reduciendo de este modo su nivel de endeudamiento, reduciendo gastos financieros y mejorando la calidad de la deuda. Asimismo, la menor cantidad de inmuebles representa menores gastos de mantenimiento e impuestos y menores amortizaciones, lo que colaborara en la mejora del ROA, ROE y ROCE.

Por otra parte, deberá determinar que tiendas crean valor y cuales lo destruyen, tratando de tornar rentables estas últimas, y de no ser posible y no mediar razón estratégica para conservarla, proceder a su cierre y atención de su clientela a través de la ventas online.

El grupo debe preparar su plataforma de venta online y su sistema de distribución para hacer frente al crecimiento de las ventas online. Las ventas online tienen un menor coste asociado que las ventas en las tiendas, si bien la experiencia de compra que el grupo ofrece en sus tiendas no es lo mismo que en su plataforma online. El valor agregado percibido por el cliente es otro, por lo que la competencia se centrara un poco más en el precio, en los plazos de entrega, en la variedad y ofertas.

Por supuesto, que también podrá mejorar la rotación de activos a través de un incremento en las ventas, especialmente las online que no se vieron tan afectadas por la crisis sanitaria del Covid-19. Cabe analizar más en detalle que posibilidades existen de mejorar el margen de ventas, ya sea por una disminución del coste de los productos, como por un posible incremento en los precios de ventas de algunos artículos.

Si se logra reducir el activo fijo correspondiente a los inmuebles no estratégicos o los no rentables, tal vez se logre un fondo de maniobra positivo que permita atender los pagos a los proveedores en plazos más cortos y con posibles descuentos por pronto pago. Por otra parte, si se reducen algunas tiendas físicas y se reemplazan por centros de distribución para la venta online, los stocks podrán ser administrados de manera más eficiente, reducir las existencias y la inversión requerida en las NOF.

5.5 Punto de equilibrio, grado de apalancamiento operativo y total

El punto de equilibrio o break even point medido como importe de ventas en euros, se alcanza cuando los ingresos por ventas, luego de hacer frente a los costos variables asociadas a las mismas, cubre los costes fijos de operación. En este nivel de ventas, los ingresos son similares a los egresos y no hay pérdida ni ganancia a nivel operativo.

En la tabla nro. 1 se presenta al evolución del punto de equilibrio, expresado en monto de ventas, para el período en análisis. En 2019, el punto de equilibrio se alcanza con una cifra de negocios de 13.579,8 millones de euros, existiendo un margen de seguridad del 11%.

1 Punto de equilibrio y margen de seguridad

Punto de equilibrio en monto de ventas	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Costos Fijos	4.008.230	4.275.325	4.273.581	4.247.109	4.314.310	4.233.368	4.307.906
Margen de contribución	0,295	0,298	0,294	0,283	0,293	0,299	0,305
Punto de equilibrio en euros	13.579.738	14.368.079	14.534.656	14.984.998	14.723.240	14.148.682	14.101.520
Cifra de negocios	15.260.778	15.783.037	15.934.813	15.504.573	15.219.842	14.592.029	14.221.163
Margen de seguridad	11,0%	9,0%	8,8%	3,4%	3,3%	3,0%	0,8%

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales del grupo El Corte Ingles S.A. Importes en miles de euros.

En el cuadro anterior se observa que los costos fijos han ido descendiendo durante el período en análisis, y que se ha mantenido estable el margen de contribución. El punto de equilibrio expresado en euros ha ido disminuyendo desde 2016, y ha aumentado el margen de seguridad desde entonces.

A mayor apalancamiento operativo, el punto de equilibrio se incrementa, y de igual manera ocurre si se ve reducido el margen de contribución.

En la tabla nro. 2 se presenta la evolución del apalancamiento operativo, financiero y total durante el período en análisis.

2 Apalancamiento operativo, financiero y total

Grupo El Corte Ingles	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Fórmula empleada
Apalancamiento Operativo (AO)	9,08	11,15	11,38	17,50	15,42	15,32	24,14	Margen de Contribucion / BAIL
Apalancamiento Financiero (AF)	1,32	1,29	1,06	1,03	1,13	0,94	2,17	ROE/ROA
Apalancamiento Total (AT)	11,94	14,39	12,05	17,96	17,40	14,39	52,49	AT= AO x AF

Fuente: Elaboración propia en base a cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Ingles S.A.

El grado de apalancamiento operativo (en adelante GAO) ha venido disminuyendo a lo largo del período en análisis. Esto es una buena noticia para el grupo debido a que ante una baja de las ventas los costos fijos que conforman la mayor parte de los gastos de operación permanecen relativamente estables en el corto plazo. De todos modos, sigue siendo alto y se deberá seguir reduciendo la carga de costos fijos soportada. Los costos fijos más importantes son el gasto en personal, incluida las obligaciones por

prestaciones al mismo, los otros gastos de explotación, y las amortizaciones por el inmovilizado.

Respecto a las amortizaciones ya se ha mencionado que existe un listado de inmuebles no estratégicos que se han puesto a la venta, y que se recomienda evaluar la rentabilidad de las tiendas, buscando la forma en que generen valor para el accionista, o en su defecto cerrando las mismas y atendiendo a ese mercado mediante la plataforma online.

El GAO nos indica, por ejemplo, que ante un incremento de un 3% en las ventas, el BAI se incrementaría en un 27% respecto de su valor actual, ya que la variación en el BAI sería resultado de multiplicar el GAO por el incremento en las ventas. Esta situación también se aplica a la inversa: una baja del 3% en las ventas representaría una baja del BAI del 27%.

El apalancamiento financiero es el mayor desde 2014, pero a pesar de ello, la disminución muy significativa en el GAO ha permitido disminuir el grado de apalancamiento total, siendo el de 2019 el más bajo del período en análisis.

En la tabla nro. 3 se presenta un análisis comparativo del apalancamiento respecto de las principales empresas competidoras.

3 Comparación del apalancamiento con las empresas competidoras

Ejercicio 2019	GECI	Promedio empresas	Empresas competidoras					Fórmula empleada
			Mercadona	Eroski	Inditex	H&M	Amazon	
Apalancamiento Operativo (AO)	9,08	7,37	8,58	10,00	3,31	7,06	7,91	Margen de Contribucion / BAI
Apalancamiento Financiero (AF)	1,32	1,52	1,42	0,17	1,45	1,64	2,89	ROE/ROA
Apalancamiento Total (AT)	11,94	10,64	12,20	1,75	4,81	11,55	22,87	AT= AO x AF

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas anuales del grupo El Corte Ingles S.A.

Se observa en el cuadro anterior que el apalancamiento operativo es superior al promedio de las empresas competidoras y solo inferior al de Eroski, que es un competidor de menor tamaño.

Respecto del apalancamiento financiero, el grupo tiene un grado menor al promedio y un apalancamiento total superior al promedio, apenas superior al grado que presenta H&M y menor a los grados que presentan Amazon y Mercadona.

5.6 Análisis del ciclo de explotación

El análisis del ciclo de explotación se descompone en el análisis del período medio de abastecimiento (en adelante PMA), del período medio de pago (en adelante PMP) y del

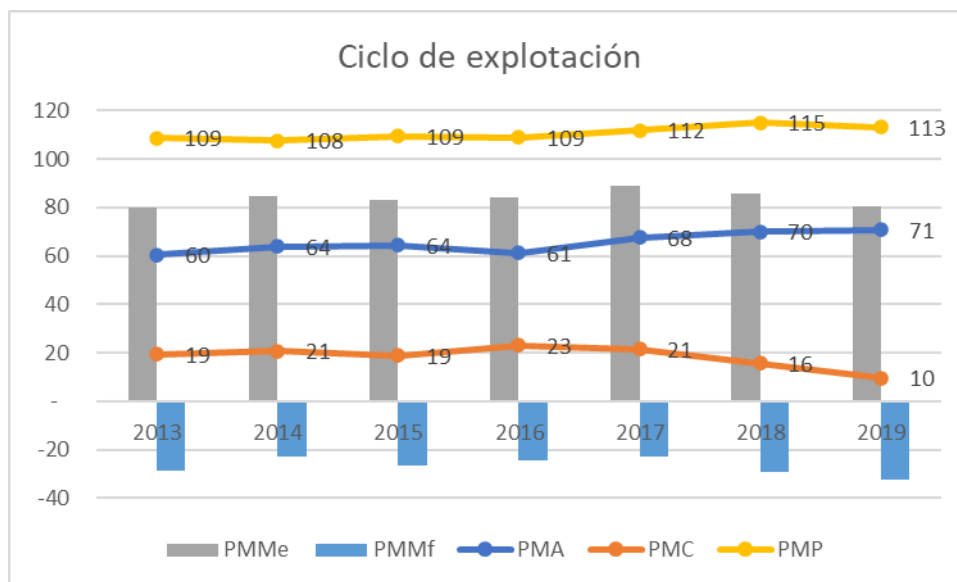
período medio de cobro (en adelante PMC). Al sumar el PMA y el PMC, y minorar el PMP, se obtiene el período medio de maduración financiera (en adelante PMMf).

En otras palabras, lo que se analiza del ciclo de explotación es la rotación de las existencias (que en empresas industriales incluye las materias primas y materiales, y los productos terminados y en proceso), la rotación de las cuentas comerciales a cobrar (clientes) y la rotación de las cuentas comerciales a pagar (proveedores).

Son esos períodos medios los que van a justificar los saldos contables de las cuentas existencias, clientes y proveedores, y ayudaran a proyectar estos saldos en los estados financieros previsionales. Esos saldos contables son los que constituirán las NOF.

Las NOF podrán variar por una variación en alguno de los períodos medios, pero también variarán en función de las variaciones en las ventas, ya sean las perfeccionadas o las proyectadas.

En la ilustración nro. 1 se puede observar la evolución del ciclo de explotación durante el período en análisis. En la misma se observa hacia 2019 una disminución del PMC, un leve incremento del PMA y que el PMP se ha mantenido relativamente estable durante todo el período.



1 El ciclo de explotación

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla nro. 4 se observa el detalle de la evolución del ciclo de explotación, expresado en días, y las fórmulas empleadas para su cálculo, así como el período medio de maduración económica y período medio de maduración financiera resultantes.

Tabla 4 - Período medio de maduración económico y financiero

RATIO A UTILIZAR	CICLO DE EXPLOTACION							FORMULA PARA CÁLCULO
	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
Período Medio de Abastecimiento PMA	71	70	68	61	64	64	60	$365 / (\text{Costo de ventas} / \text{existencias})$
Período Medio de Clientes/Cartera PMC	10	16	21	23	19	21	19	$((365) / ((\text{Vtas} / (\text{CLIENTES})))$
Período Medio de Maduración económico	81	86	89	84	83	85	80	PMA +PMC
Período Medio de Proveedores PMP	113	115	112	109	109	108	109	$((365) / ((\text{compras} / (\text{PROVEEDORES})))$
Período Medio de Maduración financiero	-32	-29	-23	-25	-26	-23	-29	$\text{PMM} = \text{PMA} + \text{PMF} + \text{PMV} + \text{PMC} - \text{PMP}$

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Ingles S.A. Valores en días.

En el cuadro anterior podemos observar que el PMA se ha incrementado en 11 días desde 2013. Por el contrario, el PMC se ha visto reducido en 13 días desde 2016, mientras que el PMP ha permanecido relativamente estable entre 2013 y 2016, luego subiendo en 4 días promedio para los siguientes 3 años.

5.6.1 Período medio de maduración económico y financiero

El período medio de maduración económico (en adelante PMMe) es la suma del PMA y el PMC. Por ejemplo, en 2019 es de 81 días. Es el tiempo que toma todo el proceso, desde el almacenamiento de las existencias, su venta y el cobro al cliente. En tanto que el período medio de maduración financiero se calcula al restar al PMMe el PMP.

5.6.2 Análisis comparativo

El análisis comparativo permite determinar si existe alguna posible ineficiencia en los procesos de compras y almacenamiento, ventas, cobranzas y pagos. En la tabla nro. 5, se compara el ciclo de explotación del grupo con el de sus principales competidores y con el promedio de todos ellos.

5 Análisis comparativo del ciclo de explotación

Períodos Medios	2019	Promedio empresas competidoras	Empresas competidoras				
			Mercadona	Eroski	Inditex	H&M	Amazon
PMA	71	59	14	44	66	125	45
PMC	10	13	2	14	10	14	27
PMP	113	91	53	110	165	26	102
PMMe	81	72	16	58	76	140	72
PMMf	- 32	- 19	- 37	- 52	- 89	114	- 30

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales de cada empresa. Valores en días.

De esta manera se puede determinar que el PMA es algo más elevado que el promedio de los competidores y se podrá analizar medidas para disminuirlo.

En función a la gran cantidad de proveedores de que dispone el grupo, y a su distribución por todo el mundo, el PMA se verá posiblemente afectado por las

restricciones de pedidos mínimos que sean económicamente viables. La mayoría de las mercaderías adquiridas se transportan en barco desde Asia y el resto del mundo, y sumado al tiempo de demora de los trámites de aduana, el punto de re-pedido, asociado al stock de seguridad, ha de ser relativamente alto, lo que engrosa las existencias.

En tanto al PMC, al haber disminuido en 2019 a 10 días, el valor es menor al promedio de competidores, igual al de Inditex y solo superior al de Mercadona, que tiene la mayor parte de sus ventas al contado. En este punto, y en base a estos datos, no se observan correcciones a llevar a cabo, solo continuar el seguimiento de las cobranzas en los plazos establecidos con los clientes que operan en cuenta corriente.

Analizando el PMP se observa que el mismo es superior al promedio. Como se observó en un apartado anterior, se deberá analizar la conveniencia de efectuar algunos pagos en plazos menores y salvar los costos implícitos de la financiación espontánea.

5.7 Necesidades operativas de fondos, fondo de maniobra y necesidades de recursos negociados.

En la ilustración nro. 2 se presenta la evolución durante el período 2013 a 2019, del fondo de maniobra, de las necesidades operativas de fondos y de los recursos negociados.

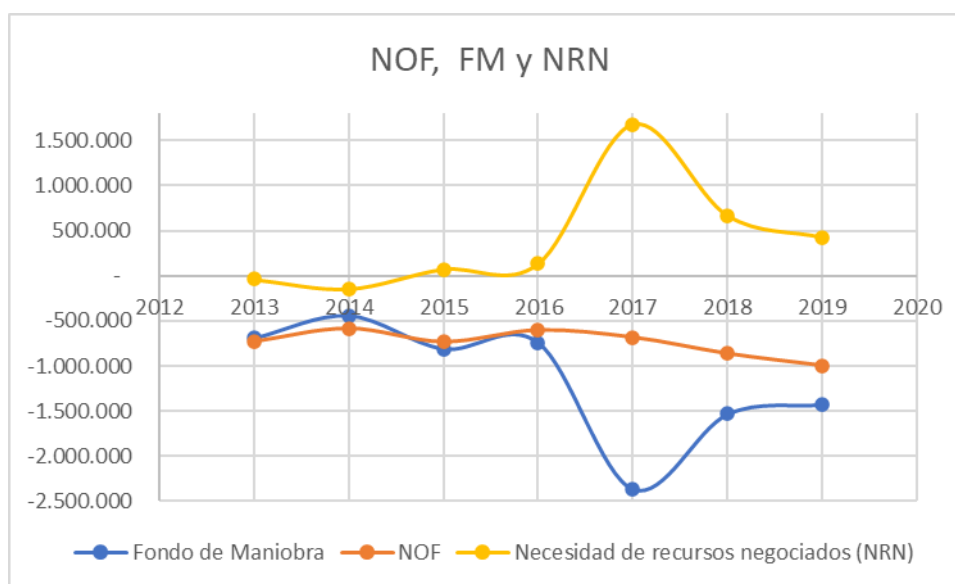


Ilustración 2 - NOF, FM y NRN

Fuente: Elaboración propia.

Dado que gran parte de la mercadería exhibida en sus tiendas no es propiedad del grupo, sino que el mismo alquila el espacio para su venta a terceras empresas, y que buena parte de las ventas de retail son cobradas al contado o con tarjeta de débito o crédito en un pago, sumado a la extensión del período medio de pago a proveedores,

genera que las necesidades operativas de fondos sean negativos, por lo que en vez de ser una inversión se transforman en una fuente de financiamiento.

Tal como lo informa el grupo auditor, es habitual en el sector en el que opera el Grupo, a consecuencia del desfase existente entre las fechas de cobro y pago de las transacciones comerciales, y la aplicación de los flujos de efectivo de las actividades de explotación a la adquisición de activos de carácter no circulante, el pasivo circulante en los balances de situación al 29 de febrero de 2020 y 28 de febrero de 2019 adjuntos es superior al activo circulante. Esta situación determina que el fondo de maniobra sea negativo.

En la tabla nro. 6 se presenta la evolución entre 2013 y 2019, del FM, de las NOF y de las NRN, todas expresadas en miles de euros, así como la formula empleada para su cálculo.

6 Evolución del FM, NOF y NRN

INDICADORES DE RECURSO DE EFECTIVO								
RATIO A UTILIZAR	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	FORMULA PARA CÁLCULO
Fondo de Maniobra	(1.426.259)	(1.531.785)	(2.364.095)	(737.750)	(807.614)	(440.550)	(693.060)	FM= Activo Corriente – Pasivo Corriente
NOF	(997.263)	(864.165)	(683.481)	(602.722)	(732.847)	(584.170)	(731.137)	NOF= Existencias +clientes - Proveedores- acreedores
Recursos negociados a corto plazo (RNC)	608.652	836.061	1.745.620	206.816	204.164	36.989	44.271	Creditos a corto plazo
Necesidad de recursos negociados (NRN)	428.996	667.620	1.680.614	135.028	74.767	(143.620)	(38.077)	Necesidad de recursos negociados (NRN)= NOF - FM
Recursos Forzados (RF)	(179.656)	(168.441)	(65.006)	(71.788)	(129.397)	(180.609)	(82.348)	Necesidad de recursos negociados - Recursos negociados corto plazo

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales del grupo El Corte Ingles. Importes en miles de euros.

Siendo el fondo de maniobra menor a las necesidades operativas de fondos desde 2015 en adelante, se genera la necesidad de financiar la diferencia con recursos negociados.

Estas necesidades de recursos negociados (en adelante NRN) se comparan los recursos negociados de corto plazo (en adelante RNC) y la diferencia determinara los recursos forzados (en adelante RF). En el grupo ha sucedido que los RNC han sido superiores a las NRN, por lo que no fue necesario tener que negociar un mayor financiamiento de corto plazo. Es por ello, que los RF son negativos durante todo el período en análisis.

5.8 Análisis del estado de flujo de efectivo consolidado

Si bien el flujo de efectivo proveniente de las actividades de explotación ha sido siempre positivo durante el período en análisis y ha crecido en los últimos ejercicios, también lo ha hecho y en mayor medida el flujo de efectivo negativo correspondiente a las actividades de financiamiento, lo que guarda relación con la disminución de la deuda negociada. Comparando el 2019 contra el 2018, el flujo de efectivo proveniente de actividades de explotación creció un 47%, mientras que el flujo aplicado a actividades de

financiamiento se incrementó en un 51%. Respecto del 2016, el flujo de efectivo de explotación creció un 348%, mientras que el de financiamiento un 374%.

En la tabla nro. 7 se presenta una síntesis de la evolución del flujo de efectivo por tipo de actividad y el consecuente aumento o disminución del efectivo o equivalente, durante el período 2013 a 2019.

7 El flujo de efectivo

Flujo de efectivo	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Actividades de explotación	1.048.879	713.770	705.793	234.363	497.627	45.948
Actividades de inversión	- 146.508	- 79.750	- 370.388	- 56.929	- 286.369	- 347.478
Actividades de financiamiento	- 926.870	- 613.368	- 271.191	- 195.540	- 182.674	337.247
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	455	342	- 5.795	839	17.045	3.182
Aumento o disminución neta de efectivo o equivalentes	- 24.044	20.994	58.419	- 17.267	45.629	38.899
Efectivo o equivalente al inicio	233.552	212.558	154.139	171.406	125.777	86.879
Efectivo o equivalente al cierre	209.508	233.552	212.558	154.139	171.406	125.777

Fuente: Elaboración propia en base a los estados de flujo de efectivo consolidado del grupo El Corte Inglés S.A.
Importes en miles de euros.

El flujo de efectivo correspondiente a actividades de financiamiento fue positivo en 2014 y a partir de allí es negativo. El flujo de efectivo correspondiente a las actividades de inversión ha sido negativo durante todo el período en análisis y oscila entre los 56 y los 370 millones de euros. Creció un 84 % respecto del 2018, pero respecto del 2017 ha disminuido en un 60%. El efectivo o equivalentes al cierre del 2019 ha crecido en 122.6 millones de euros desde el inicio del 2014.

Si se puede llevar a cabo la venta de los inmuebles ya clasificados por el grupo como no estratégicos, y evaluar la venta de las tiendas que no sean redituables, el flujo de efectivo correspondiente a las actividades de inversión disminuiría o incluso se tornaría positivo, y podría aplicarse el excedente a reducir la deuda de corto plazo o incrementar la posición de caja al cierre.

5.9 Análisis del estado de evolución del patrimonio neto

El capital social de El Corte Inglés, S.A. está representado por 81.144.000 acciones de 6 euros de valor nominal a 29 de febrero de 2020 y 28 de febrero de 2019, todas ellas nominativas y totalmente suscritas y desembolsadas. Las acciones de la Sociedad no cotizan en bolsa. Las únicas entidades jurídicas con una participación superior al 10% en el capital social de la Sociedad Dominante son Fundación Ramón Areces (37,39%), Cartera de Valores IASA, S.A. (22,18%) y PrimeFin (10,33%).

Al analizar el estado de evolución del patrimonio neto es posible conocer la política de dividendos y utilidades retenidas de la compañía.

Si se consideran los últimos 5 ejercicios, y teniendo en cuenta que el dividendo que se paga durante un ejercicio corresponde al resultado del ejercicio anterior, la Sociedad ha repartido dividendos por importe superior a la cuarta parte del resultado neto consolidado de cada uno de los ejercicios. Ha alcanzado en promedio un 29.09%. Esto sin considerar la retribución sobre otros instrumentos del PN.

Sin embargo, la propuesta de distribución de beneficios formulada por los Administradores de la Sociedad Dominante, El Corte Inglés, S.A., correspondiente a las cuentas anuales de 2019 y que se someterá a la aprobación de la Junta General de Accionistas es la de distribuir dividendos por un importe de 37.5 millones de euros y pasar a reserva voluntaria unos 251.04 millones de euros.

Se debe tener en cuenta que esta propuesta se ha elaborado ya en plena crisis sanitaria del COVID-19, y resulta razonable reservar resultados y no distribuir dividendos, o distribuir lo menos posible, reservando recursos para hacerle frente a la crisis. El importe por distribuir corresponde al 50% de lo distribuido el año anterior.

Analizando los ejercicios anteriores, el resultado obtenido y los dividendos distribuidos, se observa que los accionistas han percibido en 2019 un dividendo del 0.88% sobre los fondos propios por los beneficios del ejercicio 2018, 0.87% el año anterior y disminuyendo hasta el 0.32% que percibieron en 2014 correspondiente al beneficio del ejercicio 2013.

La beneficio que percibe el accionista viene dado por dos fuentes: los dividendos que percibe en efectivo, y por el incremento en la valuación de su participación en la empresa.

El beneficio recibido a través del cobro de dividendos ha sido muy bajo y a pesar de que ha aumentado lo continúa siendo ya que lo percibido por el ejercicio 2018 no le ha ganado a la inflación sufrida en España en dicho año que fue del 1.2%, en tanto que la inflación de 2019 ha sido de 0.8%. Mas adelante se calculará la valuación de la empresa y como esta ha ido evolucionando en el tiempo, pero si se considera el valor libros, que se calcula partiendo el total del PN por la cantidad de acciones en circulación, al tomar los últimos 4 años la variación ha sido levemente negativa, y considerando todo el período en análisis presenta un crecimiento del 8.6% para un período de 6 años, lo que representa una tasa del 1.43% anual.

En la tabla nro. 8 se presenta un detalle de los dividendos y las retribuciones efectuadas sobre otros instrumentos del PN entre 2014 y 2019.

8 Dividendos y retribución sobre otros instrumentos del PN

En miles de euros	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Resultado del ejercicio	310.034	258.211	202.195	122.724	158.133	118.078
Total del PN	8.517.459	8.531.658	8.498.059	8.520.234	8.727.739	7.875.300
Otros instrumentos del PN (B)	-	-	1.000.000	1.000.000	1.000.000	-
Pago de dividendos efectuados durante el ejercicio	75.000	65.000	50.000	35.000	25.000	25.046
Pago retribución sobre otros instrumentos del PN	-	74.007	75.000	75.000	975.288	-
Retribucion sobre PN	0,88%	0,76%	0,59%	0,40%	0,32%	
Retribución sobre B		7,40%	7,50%	7,50%	2,47%	

Fuente: Elaboración propia en base a cuentas anuales del Corte Ingles S.A. Importes en miles de euros.

Al analizar el último ejercicio cerrado que ya ha distribuido dividendos, o sea el ejercicio 2018, considerando el 0.88% del dividendo en efectivo y un crecimiento del valor libros de un 0.4% se podría establecer que un inversor que mantuvo las acciones del grupo durante el 2018 ha percibido un beneficio del 1.28 % que neto de inflación sería un beneficio del 0.08%, o sea menos de una décima de un punto porcentual, o al menos eso es lo que refleja la contabilidad del grupo.

Se observa, asimismo, que existen otros instrumentos del patrimonio neto, por 1000 millones de euros, que tienen una retribución del 7.5% anual.

5.10 Algunos aspectos de la memoria anual a considerar

Entre las principales afirmaciones a tener en cuenta al considerar la lectura de la memoria anual, se encuentra la nota 2.3 que trata sobre las “Estimaciones y juicios contables”, en la que se detallan las principales estimaciones realizadas por el grupo en la valuación de algunos activos, pasivos, gastos y compromisos. Entre ellas destaca la valoración del inventario, de ciertos instrumentos financieros, las provisiones y la recuperabilidad de los activos por impuesto diferido.

Mas adelante, la nota 2.7.9 informa que las variaciones en el perímetro de consolidación no han tenido impacto significativo sobre las cuentas anuales 2019.

En la nota 4.1.1 se informa que a partir de este ejercicio se aplica la norma contable NIIF 16 que trata sobre los arrendamientos, y en reemplazo de la norma NIC 17. Según esta norma, se contabiliza en el pasivo la suma de los pagos a realizar por el arrendamiento,

y en el activo el valor del derecho a utilizar el activo subyacente durante el plazo del mismo.

En la cuenta de resultados, se sustituye el gasto del arrendamiento operativo por un gasto derivado de la amortización del activo reconocido y un gasto por intereses asociado al pasivo.

5.11 Informe de diagnóstico de la situación económica-financiera

A pesar de que el EBITDA y el beneficio neto muestran una tendencia ascendente en los últimos ejercicios, no han alcanzado a recuperar los valores previos a la crisis económica iniciada en 2008. A valores corrientes, el EBITDA de 2019 representa el 82.7 % del EBITDA alcanzado en 2007, y a valores constantes el 70.5%, en tanto que el beneficio neto en 2019 representa a valores corrientes el 41.44% del alcanzado en 2007, y 35.4% a valores constantes. La inflación sufrida en España entre 2007 y 2019 fue aproximadamente del 17.2 %.

La cifra de negocios, en cambio, muestra una tendencia descendente en los últimos dos ejercicios. En 2019 representa el 85.26% de la correspondiente a 2007 en valores corrientes, y 72.75% a valores constantes. Comparando 2019 contra el 2007, año en que el grupo alcanzó la mayor cifra de negocios, se observa un descenso en la cifra de negocios de casi un 15% y de un 17.3% en el EBITDA, mientras que el beneficio neto sufrió un mayor impacto, descendiendo en un 58.5%.

Habiéndose alcanzado en España durante 2015 las cifras del PBI de 2007, previas a la crisis, y si bien aún la tasa de paro es en 2019 del 14.7%, muy superior al 8.23% del 2007; al no haberse recuperado las ventas ni el beneficio neto del grupo, se infiere que la razón de ello ya no se encuentra en las repercusiones de la crisis, sino que el negocio ha cambiado y el grupo no ha acompañado el cambio.

El modelo de negocios actualmente en crecimiento es el que opera a través de las redes en forma virtual. Esa experiencia de compra para el cliente es menos costosa para la empresa que la venta presencial, y por lo tanto es posible disminuir los precios de venta de los productos y ser más competitivo en precios. Según datos del sitio web es.statista.com, el comercio electrónico B2C en España era en 2007 de 5911 millones de euros, siendo en 2018 de 41.509 millones de euros, multiplicándose por 7 en 11 años, y ha continuado su crecimiento en 2018 y 2019, experimentando un pico de crecimiento en 2020 a causa del confinamiento.

El grupo presenta un alto apalancamiento operativo que está relacionado con la estrategia de crecimiento anterior, ligada a la apertura de nuevas tiendas por toda España. Su activo no corriente representa el 82.4 % del activo, principalmente invertido en inmovilizado material. Respecto del activo corriente un 66.2% corresponde a las existencias, y presenta un período medio de almacenamiento superior al promedio.

Por otra parte, presenta una baja rotación de activos, mucho más baja que sus principales empresas competidoras y que demuestra una muy baja eficiencia en el uso de sus activos para generar valor para sus accionistas y para sus clientes.

Los seguros representan solo el 1.4 % de la cifra del negocio, pero participan del EBITDA en un 8.17%, mientras que Viajes el Corte Inglés representa el 20.8% de la cifra de negocios y solo participa del EBITDA en solo un 5.93%. Los seguros tienen un EBITDA sobre ventas del 41.6% mientras que en Viajes ECI alcanza solo el 2.4%. Esta situación pone de manifiesto que el grupo debe enfocarse en los negocios que crean valor y reestructurar aquellos que no lo están generando.

El grupo no está generando valor para sus accionistas. Genera rendimientos mucho menores al promedio de las empresas competidoras analizadas.

Presenta ratios de solvencia, liquidez estricta y disponibilidad muy bajos, a la vez que una endeudamiento general significativo. Sobre el total de su deuda negociada, el 21.4% es de corto plazo y deberá satisfacerse durante este ejercicio, en el que la crisis sanitaria provocará una baja en la cifra de negocios y tensiones de tesorería para realizar los pagos.

Adicionalmente, es posible que haya que cancelar parcialmente el pasivo en cuenta corriente que se renueva constantemente, debido a una baja en las ventas y a menores compras proyectadas. El saldo en las cuentas comerciales, que al cierre del ejercicio 2019 es de 3.305 millones de euros es un financiamiento espontáneo que genera que las NOF sean negativas y se conviertan en una fuente de financiamiento más que en una inversión.

Al reducirse las compras debido a la crisis provocada por el COVID-19, las ventas se reducirán en consecuencia y no se renovará el total en cuenta corriente, por lo que parte del mismo se cancelará definitivamente, o hasta tanto se vuelvan a incrementar las compras. Esto será posible verlo también desde el estado de flujo de efectivo, en donde se observará la aplicación de fondos para disminuir el saldo de la cuenta cuentas

comerciales, y provocará tensiones de tesorería adicionales, en un grupo con una posición de solvencia y liquidez poco sólida.

Paralelamente puede darse el caso que se incremente el periodo medio de cobro en los clientes que operan en cuenta corriente y a los que la crisis sanitaria los haya afectado particularmente, pero representando este último saldo solo el 11.7% respecto al total del pasivo con proveedores.

Por muchos años la estrategia fue expandir el negocio a través de la apertura de nuevas tiendas de las distintas líneas de negocios, especialmente por toda España. Esa estrategia si bien funcionó hasta 2007, aumentó el apalancamiento operativo a través del incremento en los costes fijos asociados con las amortizaciones, tasas impositivas, servicios y mantenimiento edilicio, además del gasto en personal que fue creciendo en paralelo con las nuevas aperturas.

6 Cuadro de mando integral

6.1 Mision y visión

En la ilustración nro. 3 se identifican la misión y visión del grupo empresario.

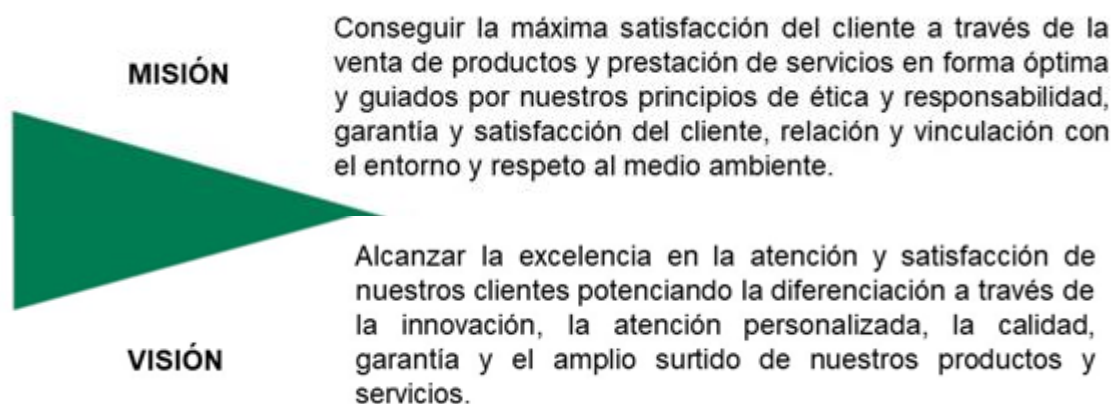


Ilustración 3 - Misión y visión del grupo El Corte Inglés

Fuente: Elaboración propia en base a datos provistos por el grupo empresario.

6.2 Identificación de áreas y factores críticos

Dada la complejidad del entorno en que compiten las empresas en la actualidad, el cuadro de mando integral (en adelante CMI) es el instrumento que le proporciona a los directivos los medios para navegar hacia un éxito competitivo futuro, facilitando la comprensión de los medios que se utilizarán para alcanzar los objetivos propuestos. Es así que el CMI traduce la estrategia y la misión de una organización, en una serie de

medidas de la actuación desde cuatro perspectivas equilibradas: las finanzas, los clientes, los procesos internos y la formación y crecimiento (Kaplan, 2002).

Para que un meta estratégica se pueda alcanzar, hay que primero establecer cuáles son los factores críticos que determinan el éxito en la consecución de esa meta y determinar el área responsable dentro de la empresa, que llevará a cabo dicha meta.

Para que un factor crítico pueda ser gestionado, primero se lo tiene que poder medir, y para ello se establecen indicadores para cada factor crítico y las métricas que nos indicaran si ese factor se ha podido alcanzar.

Se observa en la misión y visión, que la satisfacción del cliente, la RSE, la excelencia en la atención al cliente, la innovación, el mantenimiento de una amplia gama de productos y servicios de calidad y con la garantía de la marca, son objetivos que deben ser considerados en la elaboración de las metas estratégicas.

En la tabla 9 se observan las metas estratégicas para cada perspectiva del CMI, el área crítica que la llevará adelante y los factores críticos asociados a la misma.

Tabla 9 - Identificación de áreas y factores críticos

Grupo El Corte Ingles S.A. y sociedades dependientes - Identificación de áreas y factores críticos			
Perspectiva	Meta estratégica	Área Crítica	Factores críticos
Financiera	Aumentar la rentabilidad económica y financiera Aumentar la eficiencia de las inversiones Disminuir el endeudamiento y los gastos financieros	Finanzas	Resultados actividad Rotación de activos Endeudamiento / Gastos financieros
Clientes	Incrementar la cuota de mercado Clientes satisfechos y fidelizados	Marketing / Comercial	Clientes satisfechos Imagen de marca
Procesos	Fortalecer red de distribución y mejorar tiempos de entrega Mantener una amplia gama de productos y servicios Innovar en los medios online y renovar las tiendas Manejo mas eficiente de los proveedores y stocks	Logística Comercial Marketing/ Sistemas Compras	Canales de distribución / Tiempos Nuevos productos / variedad Canales de venta Gestión de adquisiciones y almacenes
Aprendizaje y crecimiento	Incrementar la productividad de los empleados Capacitar para generar competencias innovadoras Plan de capacitación para la cobertura interna de puestos	Recursos humanos	Productividad / Clima laboral Motivación / Ambiente favorable Formación / Expectativas de crecimiento

Fuente: Elaboración propia.

Se observa que una meta estratégica puede estar relacionada con distintos factores críticos y a su vez corresponder a una o varias áreas críticas. Estos factores críticos se relacionan y potencian entre sí, con lo que muchas veces al conseguir avances en uno de ellos se facilitan avances en los demás factores críticos relacionados con el mismo.

Las relaciones identificadas durante la elaboración del CMI se muestran en el mapa estratégico.

6.3 Mapa estratégico

En la ilustración nro. 4 se puede observar el diseño del mapa estratégico elaborado para el grupo, en base a la identificación de las áreas y factores críticos identificados para cada meta estratégica perteneciente a las distintas perspectivas del CMI.

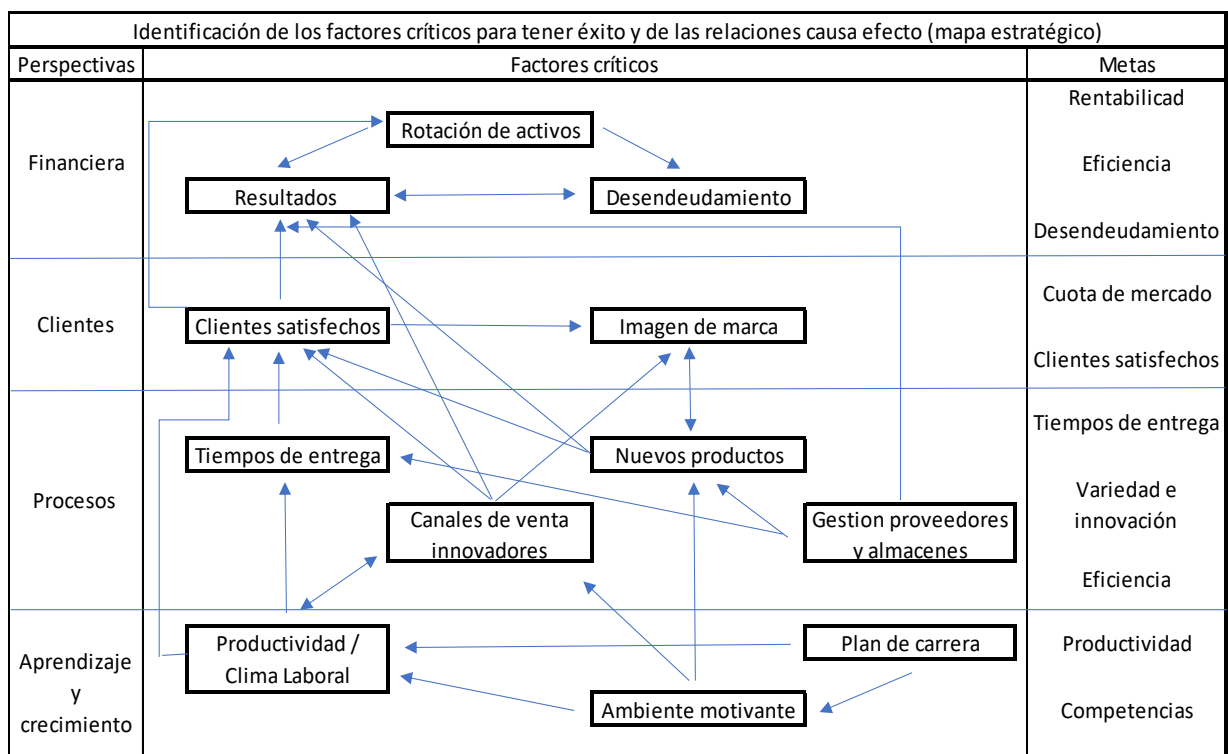


Ilustración 4 - Mapa estratégico

Fuente: Elaboración propia

El mapa estratégico nos permite observar cómo se relacionan entre sí los factores críticos de las metas estratégicas correspondientes a cada perspectiva del CMI. En general, suele suceder que el logro de un factor crítico afecta positivamente al logro de otros factores críticos relacionados, y que distintas metas puedan estar relacionadas con un mismo factor crítico.

Analizando el mapa estratégico se observa en el mismo que se ha identificado que la existencia de un plan de carrera atractivo para los empleados colabora en la generación

de un ambiente de trabajo motivante, y que este último incrementa la productividad y el buen clima laboral, a la vez que favorece la creación de nuevos productos y la innovación.

Asimismo, una mejor gestión de los proveedores y almacenes favorece el logro de menores plazos de entrega, el desarrollo de nuevos productos y la mejora de los resultados.

Un mejor clima laboral, menores tiempos de entrega, el desarrollo de nuevos productos y la innovación en los canales de venta favorecen la satisfacción de nuestros clientes, lo que repercute en una mejora de la imagen de la marca y una mejora de los resultados.

Por último, se observa que un incremento en la rotación de los activos, producto de una mayor eficiencia en el uso de los activos generada en la baja de activos fijos no estratégicos, favorece el desendeudamiento y colabora en la mejora de los resultados.

Afirma Kaplan (2002) que las cuatro perspectivas del CMI permiten un equilibrio entre los objetivos de corto y largo plazo, entre los resultados deseados y los inductores de actuación de estos, y entre las medidas objetivas y subjetivas.

6.4 CMI para cada perspectiva

El CMI para cada perspectiva nos muestra los indicadores y las métricas correspondiente a cada factor crítico relacionado con alguna meta estratégica de las distintas perspectivas del CMI. Su medición y seguimiento nos permitirá gestionar la consecución de las metas estratégicas del grupo empresario.

En la tabla 10 se muestran los CMI para cada una de las cuatro perspectivas que lo conforman.

Tabla 10 - CMI para cada perspectiva

CMI para cada perspectiva

Perspectiva financiera		
Factores críticos	Indicadores	Métricas
Resultados	EBITDA / ROA/ ROE	15 % de crecimiento del ebitda sobre ejercicio 2019. Alcanzar un ROA de al menos 4,5% y ROE de 5,5%.
Rotación de activos	Rotación de activos / Rotación de activos fijos	Ratio de rotación de activos superior a 1 y de los activos fijos superior a 1,20
Desendeudamiento	Ratio de endeudamiento negociado	Disminuir el ratio de endeudamiento negociado a menos de un 10% sobre el PN
Perspectiva de clientes		
Factores críticos	Indicadores	Métricas
Satisfacción del cliente	Reclamos por retrasos o calidad	Reducir 10 % la cantidad de reclamos por retrasos o defectos de calidad sobre número de operaciones
	Encuestas de satisfacción	95% de encuestas de satisfacción con calificación superior al 85/100
Imagen de la marca	Evaluación de la imagen corporativa	Encuesta semestral de imagen corporativa con mayor % de imagen positiva que el promedio del mercado

Perspectiva de procesos internos		
Factores críticos	Indicadores	Métricas
Tiempos de entrega	Entregas a tiempo sobre entregas totales / Tiempo de entrega	Incrementar el % de cumplimiento a tiempo de entregas y disminuir el tiempo de entrega promedio
Canales de venta innovadores	Locales renovados en el año/ mejoras en canal online y app	Cantidad de locales renovados en últimos 12 meses sobre total de locales y cantidad de días desde la última mejora en canal online y app.
Nuevos productos	Venta de productos nuevos sobre total de ventas	Superar el 15% de ventas de productos nuevos de los últimos 18 meses, sobre el total de ventas
Gestión de proveedores y almacenes	Periodo medio almacenamiento / costo de gestión proveedores	PMA menor a 60 días. % reducción del costo de gestión de proveedores respecto ejercicio 2019

Perspectiva de aprendizaje y crecimiento		
Factores críticos	Indicadores	Métricas
Productividad / Clima laboral	Ventas promedio por empleado: ventas sobre cantidad de empleados	Mejorar un 5% la ventas promedio por empleado en un plazo de 3 años
Ambiente motivante	Nuevas ideas y proyectos innovadores generadas por empleados	Cantidad anual de ideas o proyectos innovadores sobre cantidad de empleados
Plan de carrera	Porcentaje de empleados participando en planes de capacitación	Incremento del % de empleados capacitados sobre total de empleados. Cantidad de empleados promovidos internamente sobre puestos abiertos en los últimos 12 meses

Fuente: Elaboración propia.

El CMI no es algo estático, las métricas podrán ir variando año a año en la medida que se pueda mejorar la performance de la empresa en relación a un factor crítico. Por otra parte, los indicadores también pueden ir variando al detectarse que alguno no sea el más acertado para la medición del avance en un determinado factor crítico.

Por último, dado que las metas estratégicas van mudando conforme cambia el entorno de la empresa, también cambiarán algunos de los factores críticos asociados a las mismas.

7 Estados financieros previsionales

A continuación, se elaboran los estados financieros consolidados previsionales del grupo empresario para los tres próximos ejercicios económicos, asumiendo las hipótesis, supuestos y pronósticos macroeconómicos que se detallan en el siguiente apartado.

Sostiene Salazar (2018) que la proyección de estados financieros es una importante labor que requiere de la consideración de diferentes elementos conocidos y desconocidos, pues en condiciones de incertidumbre, la gestión del riesgo es un factor clave en el éxito de las organizaciones.

7.1 Pronósticos macroeconómicos, hipótesis y supuestos principales

Se detallan los principales criterios, parámetros claves e información real del entorno, que se ha utilizado como pronósticos macroeconómicos y supuestos principales, y que sirvieron de base para la elaboración de las cuentas anuales consolidadas previsionales del grupo para los próximos tres ejercicios económicos, para los años 2020 a 2022.

Las perspectivas futuras que informa la memoria de las cuentas anuales 2020 son las siguientes: los principales Organismos e Instituciones Económicas están revisando sus previsiones de la economía española teniendo en cuenta el efecto en la economía de la crisis sanitaria. En concreto, el PIB retrocederá un 9,2% según el Gobierno de España y un 9,1% si se tiene en cuenta el promedio de las estimaciones de los Organismos e Instituciones analizados. No obstante, hay que destacar que, debido a la excepcionalidad de la situación y el alto grado de incertidumbre, las estimaciones deben ser observadas con cautela. Para el año 2021 todos los Organismos e Instituciones analizadas prevén un rebote en el PIB, aunque en principio, insuficiente para recuperar la caída del 2020.

En cuanto a las previsiones para el consumo de los hogares, se espera, al igual que para el conjunto de la economía, una fuerte caída de una magnitud no observada con anterioridad. En concreto, el Gobierno estima un descenso del 8,8% en el consumo privado, dato ligeramente menos negativo que el previsto por el promedio de los Organismos, que estiman una caída del 10,5%. Al igual que para el conjunto de la economía, se espera una recuperación en 2021, aunque en principio, insuficiente para recuperar la caída del 2020.

Se estima que el impacto de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 generará una baja en las ventas de retail para 2020 de un 8% y se espera un impacto mayor en los servicios de viajes y eventos, que afectará negativamente la cifra de negocios proveniente de la prestación de servicios en un 30%.

Para 2021, y ante la esperanza de que la vacunación pueda detener el virus, se espera la recuperación de las ventas en las tiendas y un incremento de las ventas online que aporte un crecimiento de las ventas totales de un 1.5%. Respecto a los servicios, el grupo continuará expandiendo su negocio de seguros y se espera una recuperación de los servicios de viajes y eventos pero que no llegará a alcanzar los valores previos a la crisis sanitaria.

Se prevén dos comportamientos de los consumidores al respecto. Por un lado, los más jóvenes se estima realizarán un mayor consumo en turismo como un consumo venganza o desquite por lo que no se pudo realizar durante 2020. Por el otro, los consumidores de mayor edad, aun se encontrarán atemorizados por lo sucedido en 2020 y serán más reticentes a realizar viajes al exterior. Por otra parte, es posible que aun persistan brotes del virus en muchos países en vías de desarrollo en los que la

vacuna no haya llegado al total de su población, o en donde se hayan aplicado solo una dosis o se hayan aplicado vacunas con menor grado de protección contra el virus.

Para 2022 se espera un crecimiento en las ventas especialmente proveniente de los canales de venta online en base a las mejoras en la red de distribución y logística del grupo en España, que le permitirá al grupo comenzar a ser algo más competitivo en ese canal de ventas. Se esperan un crecimiento en las prestaciones de servicios relacionados con el turismo, ya superada la crisis sanitaria, por parte de los clientes de mayor edad que en el 2020 y 2021 vieron frustrados sus planes de turismo en el exterior.

Durante 2022 se estima lograr un crecimiento del volumen de ventas del 3.53% respecto de los valores de 2019, pero debido a que la cifra de ventas de mercaderías se estima inferior a las ventas de 2018 y 2017, aun no se pueden proyectar mejoras en el margen de contribución por incrementos en el volumen y poder de negociación con los proveedores, lo que si se espera conseguir en los siguientes años.

Se espera poder mejorar el plazo de pago a los proveedores que otorguen descuentos por pronto pago y evitar los costos implícitos de la financiación a un plazo mayor, en la medida en que el grupo cuente con algún excedente de dinero que no pueda invertir a una mejor tasa de rentabilidad. Esto generará ingresos financieros que sumados a la baja proyectada del uso de endeudamiento bancario y su consecuente baja en los gastos financieros, ayuden a mejorar el BAI.

Actualmente el Euribor se encuentra con valores negativos, pero a los efectos de esta proyección se estima que la misma puede verse incrementada levemente ante la mayor demanda por parte de las empresas de financiamiento bancario para hacer frente a la consecuencias de la crisis sanitaria y sus efectos sobre la economía española. La tasa promedio se proyecta que pasará de un 3.9% actual a un 4.5%.

Es por ello por lo que estimamos que el menor gasto financiero por la baja progresiva del endeudamiento bancario se verá parcialmente anulado por la posible leve suba de las tasas de interés.

Los costos asociados al personal han venido decreciendo a lo largo de los últimos ejercicios y se espera continuar en ese camino disminuyendo los mismos en un 1 % anual producto de las bajas producto de la jubilación del personal o renuncias por motivos personales, evitando la contratación de nuevo personal que pueda ser cubierto

por el existente mediante la adecuada capacitación, y otorgando planes de retiro voluntario o retiro anticipado en los casos que el grupo lo considere oportuno.

Los otros gastos de explotación se los considera en su mayor parte fijos, pero ante una menor actividad en las tiendas durante el ejercicio 2020 y mayor operación por el canal online, se espera que los mismos desciendan durante el próximo ejercicio y suban nuevamente durante el ejercicio 2021 y 2022. Si bien se prevé la baja de varios edificios no afectados al curso de los negocios y de algunas tiendas que están situadas en áreas cercanas a otras y causaban cierta redundancia o de otras que no sea posible reconvertir para que comiencen a generar valor al accionista, ese proceso tomará algo más de 3 años por la situación esperada en el mercado inmobiliario y no se verán mejoras significativas y estables en esta partida durante el período proyectado, aunque si se estima un menor incremento del mismo ante el incremento en las ventas.

Dado que el inmovilizado material se valúa a cada cierre de ejercicio por un tasador independiente y se le minoran los costes de venta, a los efectos de esta proyección se estima que no se producirán resultados positivos o negativos por operaciones extraordinarias ante la progresiva venta de estos. Se estima poder venderlos al menos a su valor de tasación, pero debido a una menor demanda de inmuebles comerciales producto de los efectos de la crisis sanitaria en la economía española tampoco se estima poder generar mayores ganancias por lo inmuebles que se den de baja durante los próximos tres años. Se estima una baja del inmovilizado material de un 2% anual sobre saldos. Asimismo, se estima dar de baja las inversiones inmobiliarias durante los próximos 3 años.

Se prevé ir dando de baja las inversiones financieras no corrientes y destinar esos fondos al financiamiento de las operaciones propias. Se proyecta reducir el período medio de almacenamiento, mantener el período medio de cobro y reducir el período medio de pago, este último para aprovechar descuentos por pronto pago.

Durante 2020 se abonarán los dividendos propuestos a la asamblea, no esperando repartir dividendos durante 2021 ya que el ejercicio 2020 generará pérdidas y para 2022 se estima abonar dividendos por 125 millones de euros.

Respecto del resultado de sociedades integradas por el método de la participación se estima una baja significativa del resultado para el ejercicio 2020, su recuperación para el ejercicio 2021 y un crecimiento para el ejercicio 2022. La carga impositiva se mantiene igual a la soportada durante 2019.

7.2 Estados financieros previsionales consolidados

En el anexo nro. 8 se encuentra un detalle de los estados financieros previsionales consolidados del grupo El Corte Ingles S.A. y sus sociedades dependientes, para los ejercicios 2020, 2021 y 2022, los que fueron proyectados en base a los criterios del acápite precedente, y los que se someten a un análisis económico y financiero en el próximo apartado.

7.3 Análisis de los Estados financieros previsionales del grupo

Si bien se proyectan pérdidas para el ejercicio 2020 debido a las consecuencias de la pandemia de COVID-19, se estima que los resultados se recuperarán durante el 2021 y crecerán durante el ejercicio 2022.

Se proyecta un crecimiento del margen neto de utilidad y de la rotación de activos que elevaran la rentabilidad financiera a pesar de un menor apalancamiento financiero. Se proyecta estable el efecto fiscal.

En 2022 el EBITDA superará el valor alcanzado en 2019 y mejorará su proporción sobre las ventas. Se proyecta mejorar el rendimiento económico y financiero, y la eficiencia en el uso de los activos, con una mayor rotación de activos y un menor apalancamiento operativo. Sin embargo, según el análisis EVA, el grupo aun no produce valor para el accionista, aunque muestra una tendencia a comenzar a crearlo en los próximos ejercicios.

En la tabla 11 se presenta la evolución proyectada de los principales ratios y magnitudes que nos permiten analizar la situación económica y financiera proyectada para el grupo en función de los supuestos, pronósticos e hipótesis determinados.

Los ratios de liquidez, test ácido y disponibilidad mejoran, pero aún se encuentran en valores muy bajos e inferiores al promedio de las empresas competidoras. La solvencia ha mejorado notablemente y también lo ha hecho el Z score, que se ha posicionado en un valor de zona segura, superando el 4.

Disminuye el endeudamiento y por lo tanto se incrementa la participación de fondos propios y la autonomía financiera. Disminuye en consecuencia el apalancamiento financiero y la carga financiera de los intereses. La calidad del endeudamiento total empeora, pero esto se debe al peso de los pasivos espontáneos ante una baja del

endeudamiento negociado. La calidad de la deuda negociada es del 17%, lo que significa que tiene vencimiento corriente poco más de un sexto del total de la misma.

11 Principales ratios proyectados

Ratio o magnitud	2022	2021	2020	2019	Promedio empresas competidoras
	Estados proyectados del grupo ECI				
Ratio de Liquidez	0,788	0,683	0,659	0,689	1,019
Test ácido	0,282	0,227	0,197	0,233	0,683
Ratio de disponibilidad	0,141	0,101	0,077	0,046	0,523
Participación de fondos propios	0,599	0,556	0,506	0,475	0,395
Endeudamiento general	0,671	0,798	0,975	1,105	3,510
Calidad de la deuda	0,557	0,547	0,459	0,487	0,736
Carga financiera/ventas	0,002	0,004	0,008	0,007	0,008
Apalancamiento financiero	1,241	1,250	- 2,847	1,315	1,515
Rotación de activos	0,991	0,940	0,795	0,851	1,601
ROA	0,044	0,036	0,003	0,028	0,097
ROE	0,054	0,045	- 0,009	0,036	0,155
ROCE	0,056	0,047	0,004	0,037	0,173
EBITDA/ventas	0,082	0,078	0,050	0,074	0,108

Fuente: Elaboración propia

Se incrementa la capacidad de pago del préstamo, el ratio de cobertura de los servicios de la deuda y la cobertura de gastos financieros.

Ante un menor apalancamiento operativo y un menor apalancamiento financiero, ha disminuido el apalancamiento total. Se proyecta un incremento del margen de seguridad respecto del punto de equilibrio elevándolo al 15%, siendo en 2019 del 11%.

En la tabla 12 se presenta el ciclo de explotación proyectado para el grupo, y los períodos medios de almacenamiento, cobro y pagos proyectados, expresados en días; y el cálculo del PMM económico y financiero.

12 Ciclo de explotación proyectado

Períodos Medios	2022	2021	2020	2019	Promedio empresas competidoras
	Estados proyectados del grupo ECI				
PMA	59	61	68	71	59
PMC	10	10	10	10	13
PMP	105	113	123	113	91
PMMe	69	71	78	81	72
PMMf	- 37	- 42	- 45	- 32	- 19

Fuente: Elaboración propia.

Se ha logrado disminuir el período medio de almacenamiento y se ha disminuido el período medio de pago para favorecerse con los descuentos por pronto pago. El PMA está en valores promedio de las empresas competidoras. El periodo medio de pago está por encima del promedio en unos 14 días.

En la tabla 13 se presentan el fondo de maniobra, las necesidades operativas de fondos y las necesidades de recursos negociados que se proyectan para los próximos tres períodos.

Tabla 13 - FM, NOF y NRN proyectados

INDICADORES DE RECURSO DE EFECTIVO					
RATIO A UTILIZAR	2022	2021	2020	2019	2018
Fondo de Maniobra	(754.590)	(1.251.124)	(1.294.851)	(1.426.259)	(1.531.785)
NOF	(1.070.184)	(1.241.833)	(1.052.448)	(997.263)	(864.165)
Recursos negociados a corto plazo (RNC)	127.943	327.943	427.943	608.652	836.061
Necesidad de recursos negociados (NRN)	(315.593)	9.290	242.403	428.996	667.620
Recursos Forzados (RF)	(443.536)	(318.653)	(185.540)	(179.656)	(168.441)

Fuente: Elaboración propia.

El fondo de maniobra se torna mayor a las necesidades operativas de fondos, por lo que se reducen las necesidades de recursos negociados hasta hacerse negativas.

En la tabla 14 se proyecta el punto de equilibrio y el margen de seguridad para los próximos tres ejercicios.

14 Punto de equilibrio y margen de seguridad proyectados

Punto de equilibrio en monto de ventas	2022	2021	2020	2019	2018
Costos Fijos	3.961.392	3.926.931	3.882.953	4.008.230	4.275.325
Margen de contribución	0,295	0,295	0,295	0,295	0,298
Punto de equilibrio en euros	13.419.351	13.302.612	13.153.636	13.579.738	14.368.079
Cifra de negocios	15.782.304	15.278.998	13.326.806	15.260.778	15.783.037
Margen de seguridad	15,0%	12,9%	1,3%	11,0%	9,0%

Fuente: Elaboración propia.

Los costos fijos en principio se reducen para 2020 ante la menor actividad, pero luego crecen en los dos siguientes ejercicios, aunque en menor proporción que en los ejercicios 2019 y 2018. El margen de contribución se ha mantenido fijo durante este período proyectado, pero se espera se pueda mejorar en períodos futuros ante mayores volúmenes de operación y mejoras en la gestión de los proveedores.

El punto de equilibrio expresado en miles de euros se mantiene estable lo que ante el incremento proyectado de la cifra de negocios genera un incremento del margen de seguridad.

En la tabla 15 se proyecta el resultado de la aplicación del sistema Dupont sobre las cuentas anuales proyectadas. El sistema Dupont descompone la generación de la rentabilidad financiera en tres factores que son: el margen neto de utilidad, la rotación de los activos y el apalancamiento financiero.

15 Sistema Dupont sobre las cuentas anuales proyectadas

Sistema DUPONT	2022	2021	2020	2019	2018
Margen neto de utilidad	3,28%	2,65%	-0,55%	1,96%	1,18%
Rotación de los activos	0,991	0,940	0,795	0,851	0,880
Apalancamiento financiero	1,671	1,798	1,975	2,105	2,103
Sistema Dupont	5,44%	4,49%	-0,87%	3,51%	2,18%

Fuente: Elaboración propia.

Se observa en la tabla 15, que la rentabilidad financiera o ROE se proyecta en crecimiento para los ejercicios 2021 y 2022. Este incremento en 2021 se explica por una mayor rotación de activos y un incremento significativo en el margen neto de utilidad, que compensan la baja en el apalancamiento financiero. En tanto que para el 2022, el crecimiento se explica por los incrementos de la rotación de activos y del margen neto de utilidad, que compensan la baja del apalancamiento financiero.

En un sentido similar, en la tabla 16 se muestra la descomposición de la rentabilidad financiera proyectada elaborada a través del método de pares.

16 Descomposición de la rentabilidad financiera proyectada

Descomposición Rentabilidad Financiera	2022	2021	2020	2019	2018
Rotación del activo	0,991	0,940	0,795	0,851	0,880
Margen sobre ventas	4,42%	3,82%	0,38%	3,25%	2,67%
Rentabilidad Económica	4,38%	3,59%	0,31%	2,77%	2,35%
Apalancamiento financiero	1,616	1,627	-3,707	1,650	1,264
Efecto fiscal	0,768	0,768	0,768	0,768	0,735
Rentabilidad financiera	5,44%	4,49%	-0,87%	3,51%	2,18%

Fuente: Elaboración propia.

El método de la tabla 16 discrimina el efecto fiscal para poder establecer en que modo las modificaciones en las leyes tributarias afectan a la rentabilidad. En este caso no existen cambios en ese efecto ya que se proyecta una tasa constante y equivalente a la soportada durante el ejercicio 2019.

Por último, en la tabla 17 se proyecta el balance financiero sobre los estados financieros previsionales, y en donde destaca la reducción en las inversiones en activos fijos, una mayor eficiencia en la inversión en circulante producto de una mejor gestión de las existencias, y la reducción de la deuda neta de corto plazo.

17 Balance financiero proyectado

Balance Financiero					
	2022	2021	2020	2019	2018
Inversiones	12.050.460	12.319.203	13.203.707	13.777.867	13.955.504
Inversion en Activo Fijo	13.120.643	13.561.036	14.256.155	14.775.130	14.819.669
Inversion neta en circulante= NOF	(1.070.184)	(1.241.833)	(1.052.448)	(997.263)	(864.165)
Capitales Empleados	12.050.460	12.319.203	13.203.707	13.777.867	13.955.504
Capitales Permanentes	12.366.053	12.309.912	12.961.303	13.348.871	13.287.884
Deuda neta a corto plazo	(315.593)	9.290	242.403	428.996	667.620
Fondo de Maniobra	(754.590)	(1.251.124)	(1.294.851)	(1.426.259)	(1.531.785)

Fuente: Elaboración propia.

7.4 Análisis de la viabilidad económico-financiera

Los supuestos empleados en las proyecciones presentan coherencia interna, son razonables y prudentes en función de los acontecimientos acaecidos durante 2020. Si la empresa logra llevar adelante los objetivos planteados, ira en camino de generar valor para el accionista en ejercicios futuros.

En la tabla 18 se presenta la evolución proyectada del valor económico añadido calculado para un WACC de 6.7% que coincide con el cálculo informado para los ejercicios 2019 y 2018 por el grupo empresario en su memoria del ejercicio 2019.

Tabla 18 - Valor económico añadido proyectado

Calculo del EVA	2022	2021	2020	2019	2018
UAIDI	541.031	460.930	73.381	405.955	354.086
Capital invertido CI	10.510.110	10.678.853	11.455.128	12.048.288	12.323.900
WACC	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
CI x Costo promedio ponderado del Capital	704.177	715.483	767.494	807.235	825.701
EVA	-163.146	-254.553	-694.112	-401.280	-471.615

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla anterior se observa, que si bien el grupo aun no esta generando valor para el accionista, viene reduciendo la destrucción de valor y proyecta continuar reduciendo la misma para los períodos previsionales. Por lo tanto, se comprueba que las medidas ya implementadas por el grupo en los ejercicios pasados, y que se proyecta continuar ejecutando y profundizando en los ejercicios proyectados, están dando buenos resultados.

A pesar de la caída del consumo y de la actividad económica durante 2020, el grupo presenta un alto potencial y considerando que se implementen las recomendaciones dadas su negocio es viable económica y financieramente. Se proyecta que mejorará la solvencia, así como la capacidad del grupo de generar beneficios y hacer frente a sus obligaciones de pago.

Si bien sus ratios de liquidez, test acido y disponibilidad aún son bajos y menores al promedio de los competidores, el grupo tiene cubiertas sus necesidades de liquidez con líneas de crédito por montos más que suficientes hasta el ejercicio 2025 y extensible por dos años más.

El grupo cuenta con activos inmovilizados muy valiosos y estratégicamente ubicados que no está destinando a sus tiendas ni a su red de distribución y que al liquidarlos podrá desendeudarse, ganar liquidez y sumar flujo de fondos que pueda reinvertir en negocio principal del grupo convirtiéndolo en rentable al ganar mayor competitividad.

Por último, en la tabla 19 se presenta la proyección del Z score de Altman para las cuentas anuales previsionales.

19 Cálculo del Z score proyectado en función al P/BV promedio del IBEX 35

Cálculo del Altman Z Score	2022	2021	2020	2019	2018
T1	- 0,05	- 0,08	- 0,08	- 0,08	- 0,09
T1 Score	- 0,06	- 0,09	- 0,09	- 0,10	- 0,10
T2	0,56	0,52	0,48	0,46	0,45
T2 Score	0,78	0,73	0,68	0,65	0,63
T3	0,08	0,07	0,04	0,06	0,05
T3 Score	0,27	0,24	0,13	0,21	0,17
T4	3,79	3,19	2,61	2,30	1,81
T4 Score	2,28	1,91	1,57	1,38	1,09
T5	0,99	0,94	0,80	0,85	0,88
T5 Score	0,99	0,94	0,80	0,85	0,88
Z Score	4,261	3,735	3,077	2,992	2,670

Fuente: Elaboración propia.

Bajo el supuesto que el grupo presentara un ratio P/BV similar al promedio del IBEX 35, lo que permite estimar su capitalización bursátil, el Z Score proyectado ha mejorado notablemente respecto del 2019 y se encuentra en una zona segura y con un margen de seguridad en crecimiento.

8 Valoración del grupo empresarial

Valoración por múltiplos equivalentes

Para poder valorar por múltiplos equivalente es preciso poseer datos actualizados de empresas similares que operen en el mismo mercado y coticen en bolsa. De las empresas competidoras, Mercadona no cotiza en bolsa ni tampoco Eroski, mientras que H&M y Amazon cotizan en otros mercados bursátiles.

Analizando los datos del PER de las empresas similares que cotizan en bolsa, vemos que presentan valores muy dispersos: Inditex presenta un PER de 26.04, H&M tiene un PER de 95.32, Amazon tiene un PER de 72.98, mientras que Carrefour tiene un PER de 10.43 y DIA tiene un PER de 4.89.

Por lo tanto, se opta por el ratio EV/EBITDA para realizar una rápida valoración del grupo empresarial y que sirva de referencia para comparar con la valoración por descuento del flujo libre de caja.

En la tabla 20, se presentan los ratios EV/EBITDA de las empresas comparables seleccionadas y el valor promedio resultante.

Ratio	Valor promedio	INDITEX	H&M
EV/ EBITDA	13,085	10,6	15,57

Fuente: Elaboración propia.

Siendo el EV/EBITDA de un valor promedio de 13.085 y el EBITDA 2019 del grupo El Corte Inglés de 1.126.393.000 euros, el EV (valor empresa o enterprise value) estimado es de 14.738.852 miles de euros.

Tal como indica Fernandez (1999), “la selección de las compañías comparables es, sin duda, uno de los aspectos clave de esta metodología. Todo estudio posterior puede verse distorsionado o carecer de sentido si no se seleccionan las empresas mas adecuadas.”

La valuación rápida de un valor algo inferior al del descuento de flujo de fondos que se propone en el siguiente apartado. Esto se debe en gran parte a que se toman los precios al cierre año 2020, y los precios de las acciones de empresas competidoras han bajado significativamente debido a la crisis sanitaria, lo mismo que su EBITDA, y el EBITDA del grupo El Corte Inglés, con motivo de la crisis sanitaria.

Si bien el ratio EV/EBITDA incluiría las expectativas del mercado, al tomarlo en un momento de crisis, reduce el valor de la empresa.

Valoración por descuento del flujo libre de caja

Costo medio ponderado del capital (WACC)

Para el descuento de los flujos de caja se utilizará el coste medio ponderado del capital. El grupo ha calculado el mismo para su actividad principal y lo informa en la memoria. Esta informa que el mismo se determina antes de impuestos y es ajustado por el riesgo país, el riesgo negocio correspondiente y otras variables condicionadas a la situación actual de mercado. Siendo la tasa media de descuento aplicada depende del negocio y país donde se desarrolle la actividad, situándose para los principales activos del Grupo en el 6,7% para el ejercicio 2019 y 6,7% para el ejercicio 2018.

Si se toma la beta de Inditex, que es una empresa comparable y que es de 0.94 y se la desapalanca, queda una beta desapalancada de 0.69. Luego al apalancarla con los

datos del equity y deuda de ECI, se obtiene una beta estimada para El Corte Inglés de 0.864. Se toma como el activo libre de riesgo los bonos de España a 10 años que presentan al cierre de abril 2020 un rendimiento de 0.733% y siendo la prima de riesgo del mercado español de 8.93% según datos de Damodaran Online al cierre de abril 2020, los datos más cercanos encontrados al cierre del balance de ECI.

En la tabla 21 se presenta el cálculo de la beta y el WACC resultante, así como las fórmulas empleadas para dichos cálculos.

21 Cálculo de la beta apalancada, Kd, Ke y WACC del grupo El Corte Inglés

	CALCULO COSTO DE LA DEUDA (Kd)	BETA APALANCADO (Bi)	CALCULO COSTO DEL CAPITAL (Ke)	WACC
ECI	$Kd = rating + Rf$	$\beta_i = \beta_u * \left(1 + (1 - t) * \frac{D}{E}\right)$	$E[R_i] = r_f + \beta_i * (E[R_M] - r_f)$	$WACC = \left(\frac{E}{D + E}\right) * K_e + \left(\frac{D}{D + E}\right) * K_d(1 - t)$
	3,84%	0,864	8,45%	7,02%

Fuente: Elaboración propia.

El WACC nos da algo más elevado que el calculado por el grupo, seguramente por la diferencia de fechas de los datos tomados, que han estado muy volátiles con motivo de la crisis sanitaria, por el costo de la deuda, que se ha estimado en función de los gastos financieros respecto de las deudas negociada, o porque han tomado las betas de otras empresas distintas a la considerada aquí. De todos el valor que arrojan los cálculos aquí realizados tienen un resultado bastante aproximado al efectuado por el grupo.

Cálculo del valor residual

El valor terminal o residual se calcula con la fórmula:

$$\text{Valor Terminal} = (\text{Flujo de caja del año 2022} \times (1+g)) / (\text{WACC} - g)$$

Y siendo g la tasa de crecimiento esperada. Tomando una tasa de crecimiento esperado del 1.5% y un WACC del 6.97%, ante un flujo de caja correspondiente al ejercicio 2022 de 1.084.830 miles de euros, el valor terminal se estima en 21.175.037 miles de euros.

Descuentos de los flujos libres de caja

Se calcula el flujo de caja de las operaciones partiendo del EBIT, descontando el impuesto marginal y sumando las amortizaciones. Luego se incluyen las variaciones operativas netas y las variaciones en el activo fijo para llegar al flujo libre de caja.

En la tabla 22 se presenta el cálculo de los flujos libres de caja y su valor actual neto, considerando los próximos tres ejercicios proyectados y lo ejecutado en los últimos tres ejercicios pasados. Esta valoración tiene en cuenta la aplicación de las

recomendaciones efectuadas y en base a las hipótesis, pronósticos y supuestos ya explicados, lo que producen una mejora en la performance del grupo empresario.

22 Cálculo del flujo libre de caja y del valor empresa

Cálculo del flujo libre de caja	2022*	2021*	2020*	2019	2018	2017
Resultado de explotación- EBIT - BAII	697.544	583.429	51.120	496.180	421.031	411.684
(-) Impuesto marginal (tasa del 23,2%)	161.830	135.356	11.860	115.114	97.679	95.511
(+) Amortizaciones	593.151	605.257	617.609	630.213	504.275	510.408
Flujo de caja de operaciones	1.128.865	1.053.330	656.869	1.011.279	827.627	826.581
(+/-) Inversiones operativas netas (variación en el FM)	496.534	43.728	131.408	105.526	832.310	- 1.626.345
(+/-) Variaciones en inversiones del activo fijo	- 452.498	- 707.471	- 531.579	81.399	- 203.957	- 245.962
Flujo libre de caja	1.084.830	1.717.073	1.057.041	824.354	199.274	2.698.888
Valor terminal	19.947.499					
Total de flujos	21.032.328	1.717.073	1.057.041	824.354	199.274	2.698.888
Flujos descontados	13.999.021	1.223.106	805.809	672.541	173.988	2.521.854
VAN						19.396.320

Fuente: Elaboración propia. Importes en miles de euros.

Sumando el valor terminal según en el año 2022 según se calculó en el apartado anterior, se llega al total de flujos que al ser descontados al WACC dan como resultado un VAN de 19.396,3 millones de euros. Luego, para obtener una valuación proyectada del grupo empresario a través del método del descuento de flujos libres de caja habrá que descontarle la deuda financiera proyectada para 2022, que es de 748,7 millones de euros, lo que nos da como resultado un valor empresa proyectado de 18.647,6 millones de euros.

Si su capitalización bursátil fuese similar a este valor calculado, y considerando un patrimonio neto al cierre del ejercicio 2019 de 8.517.459 miles de euros, su ratio P/BV sería de 2.189. Este importe sería inferior al promedio del ratio P/BV correspondiente al IBEX 35 que es de 2.5443, por lo que en un primer análisis resultaría razonable y habría que confirmarlo contra ratios de empresas similares al grupo que coticen en la bolsa.

Es importante destacar que la valoración de la empresa está calculada teniendo en cuenta que se puedan llevar a cabo las medidas recomendadas, las que generarían mejoras en los rendimientos y en los flujos libres de caja. Caso contrario la valoración sería menor.

De hecho, si se consideran el flujo libre de caja del 2019, en vez del proyectado para 2022, con una expectativa de crecimiento igual a cero, el valor terminal de la empresa sería de 11.827 millones y tomando un crecimiento esperado del 1% sería de 13.946.

Por lo que vemos que este valor terminal o residual es muy sensible a la tasa de crecimiento esperado y al flujo de fondos estimado para el último año proyectado.

En la tabla 23 se presenta el cálculo del valor empresa realizado sobre los flujos libres de caja producidos en los últimos 6 ejercicios.

23 Cálculo del valor empresa sobre el flujo libre de caja real de los últimos 6 ejercicios

Calculo del flujo libre de caja	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Resultado de explotación- EBIT - BAI	496.180	421.031	411.684	257.453	299.131	295.708
(-) Impuesto marginal (tasa del 23,2%)	115.114	97.679	95.511	59.729	69.398	68.604
(+) Amortizaciones	630.213	504.275	510.408	519.153	522.389	516.612
Flujo de caja de operaciones	1.011.279	827.627	826.581	716.877	752.122	743.716
(+/-) Inversiones operativas netas (variación en el FM)	105.526	832.310	- 1.626.345	69.864	- 367.064	252.510
(+/-) Variaciones en inversiones del activo fijo	81.399	- 203.957	- 245.962	- 438.703	70.201	- 50.756
Flujo libre de caja	824.354	199.274	2.698.888	1.085.716	1.048.985	541.962
Valor terminal	15.296.518					
Total de flujos	16.120.873	199.274	2.698.888	1.085.716	1.048.985	541.962
Flujos descontados	10.760.107	142.279	2.061.280	887.013	916.738	506.648
VAN						15.274.065

Fuente: Elaboración propia. Importes en miles de euros.

Si se valúa la empresa por este medio, considerando solo los flujos reales de los últimos 6 años con el WACC calculado de 6.97% y la tasa de crecimiento esperada del 1.5%, el valor actual de los flujos de fondos calculados sería de 15.274 millones de euros. Si descontamos el valor de la deuda financiera acumulada el cierre del ejercicio 2019, que es de 2.943 millones de euros, el valor del equity nos da en 12.331 millones de euros.

Para concluir, se observa que el valor calculado a través del método de los múltiplos equivalentes (y teniendo en cuenta la dificultad de encontrar empresas equivalentes) arroja un valor de 14.738,8 millones de euros, que es un valor intermedio entre lo proyectado a futuro en la tabla 22, que da una valuación de 18.647,6 millones de euros, y lo calculado en función de los últimos 6 ejercicios, que arroja un resultado de 12.331 millones de euros, y bastante cercano a un promedio entre ambos valores que sería de 15.489.3 y que representaría el promedio entre lo ejecutado y lo proyectado por la empresa para los próximos años.

9 Evaluación de las políticas de inversión y financiación

Las inversiones principales que ha realizado el grupo por muchos años estuvo referida a proyectos de aperturas de nuevas tiendas de las distintas líneas de negocios. Esta política de inversión tuvo su auge durante el boom económico en España, pero continuó incluso cuando el consumo empezó a sentir los efectos de la crisis, en 2008 y 2009.

Este gran montaje estructural, que le resta agilidad al grupo, junto con la estrategia de comercializar en mayor medida marcas de terceros a través de la gestión de alquileres de espacios también conocidos como córners, que presentan márgenes de utilidad mucho más reducidos que la venta de marcas propias, parecen haber transformado el núcleo del negocio del grupo en un negocio inmobiliario. Las tiendas comercializan distintas marcas de terceros, sobre las que el grupo percibe un porcentaje sobre la facturación. Dada la propiedad de los centros y al no tener que pagar alquiler por los mismos, los centros deficitarios no son cerrados.

Se ha destinado más metros a las grandes tiendas en detrimento del espacio destinado a supermercados.

Esa política de inversión se verá afectada por la necesidad de reestructurar su red de tiendas, evitando redundancias y mejorando su red de distribución en toda España. También incluye la necesaria actualización y mejora de sus tiendas que aporte a una mejor experiencia de compra para el cliente y otorguen un mayor valor agregado.

Esta próxima etapa en la historia del grupo estará más relacionada con la desinversión de aquellos activos que no están generando valor para el accionista, y la aplicación de esos fondos en la mejora de la posición de liquidez para hacer frente a las consecuencias de la crisis sanitaria y el confinamiento, bajar el nivel de endeudamiento y mejorar la calidad de su deuda financiera, y aplicar recursos en el refuerzo de sus canales de venta online y en la logística y distribución que existen detrás de ellos.

El grupo presenta una serie de inmuebles que no ha afectado al establecimiento de nuevas tiendas y que no resultan estratégicos, los que serán puestos a la venta a partir del próximo ejercicio.

Al analizar la estructura económica se observó que el inmovilizado material muestra una tendencia decreciente durante todo el período en análisis, que acompaña a una suave desaceleración del crecimiento del PBI en España. En el último ejercicio se han incrementado las inversiones inmobiliarias y los derechos de uso.

Ya se ha mencionado que el grupo también invierte los fondos provenientes de sus reservas o provisiones técnicas correspondiente al negocio de seguros principalmente en inversiones calificadas por las principales agencias crediticias como BBB y A, que ya presenta como grado de inversión y cuentan con una capacidad de pago de adecuada a buena.

Respecto a sus políticas de financiación, el grupo cuenta con una participación significativa de recursos negociados, y cuenta con amplias líneas de crédito para administrar sus necesidades de liquidez, las cuales ha reforzado para hacer frente a la incertidumbre producida por la crisis sanitaria.

El grupo ha logrado mejorar las condiciones de financiación bancaria tras un acuerdo sindicado firmado en febrero 2020 con un total de veinticuatro entidades de primera línea, y le ha permitido refinanciar su deuda bancaria por hasta 2000 millones de euros, mejorando las condiciones actuales, asegurando una financiación estable con menor costo, ampliando el plazo hasta febrero 2025 y sin garantías adicionales.

El acuerdo cuenta con dos tramos: el A1 por 900 millones de euros a 5 años de vencimiento y extensible por otros dos años, y un tramo B por 1100 millones de euros que consiste en una línea de crédito renovable (revolving) con una duración de 5 años y extensible por otros dos años a voluntad de la empresa. En caso de no obtener el grado de inversión, la empresa no deberá superar un cierto nivel en el ratio deuda financiera / EBITDA, y deberá cumplir ciertas condiciones para poder distribuir dividendos.

El grupo también cuenta con financiamiento del Banco Europeo de Inversiones y el Instituto de Crédito Oficial, y tiene concedidas líneas de descuento con un límite de 8.7 millones de euros y pólizas de crédito con un límite de hasta 1100 millones de euro que devengan tipos de interés de mercado. La póliza de crédito es parte del préstamo sindicado antes detallado.

Hipercor se ha financiado a través de la emisión en 2015 de bonos en la bolsa de valores de Irlanda por 600 millones de euros con un interés del 3.875

También se ha financiado hasta 2018 con un préstamo convertible en acciones, y que fue devuelto mediante una cantidad fija de acciones propias de la sociedad y cuyos intereses fueron pagaderos en acciones.

Al contar con necesidades operativas de fondos negativas, producto del financiamiento espontáneo principalmente proveniente de sus proveedores, estas se convierten en una

fuente de financiamiento cuyo excedente se aplica sobre el activo no corriente. Pero dado que el fondo de maniobra es menor que las necesidades operativas de fondos, esta diferencia se cubre con recursos negociados de corto plazo.

10 Principales riesgos existentes y los sistemas internos de gestión de riesgos

La actividad económica y financiera del grupo en el desarrollo de sus negocios lo exponen a diversos riesgos financieros. Los principales tipos de riesgo existentes son: riesgo de mercado (incluyendo el riesgo del tipo de cambio, riesgo de tipo de interés y de precio), riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

El Sistema de Control y Gestión de Riesgos del Grupo El Corte Inglés está alineado con los estándares de referencia para este tipo de sistemas; en particular, con el Modelo COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission). Los riesgos que pueden afectar a la consecución de los objetivos del Grupo se definen en detalle, se analizan y priorizan considerando su importancia (valorada en términos de impacto económico y/o reputacional) y la probabilidad de que sucedan.

El sistema cuenta para cada tipo de riesgo, con una definición, una identificación de responsabilidades, criterios que determinan la tolerancia al riesgo de la organización, políticas y procedimientos aplicables, controles destinados a mitigar o reducir el riesgo a los niveles establecidos y procedimientos de monitorización y mejora continua.

Respecto de los riesgos del tipo financiero, el sistema tiene en cuenta la incertidumbre de los mercados financieros, tratando de minimizar los efectos potenciales adversos sobre la rentabilidad, para lo que emplea determinados instrumentos financieros.

El sistema de gestión de riesgos cuenta con objetivos, políticas y procesos definidos por el grupo para administrar la exposición al riesgo, describe los métodos utilizados para medir dichos riesgos y detalla los cambios que se han implementado en el sistema en cada ejercicio económico.

El Sistema de Control y Gestión de Riesgos se basa en una adecuada definición y asignación de funciones y responsabilidades que incluye las estrategias, políticas, procesos y procedimientos de actuación e información necesarios para garantizar un nivel adecuado de control interno. El sistema se integra en la estructura organizativa y en el proceso de toma de decisiones de las personas que ejercen funciones fundamentales en el modelo de gobernanza del Grupo. El Consejo de Administración es responsable de este sistema de riesgos cuya implantación, formalización y supervisión se realiza con el apoyo de la Comisión de Auditoría y Control.

Riesgo de crédito

El riesgo de crédito consiste en la probabilidad que existe de que la contrapartida de un contrato incumpla sus obligaciones de pago, ocasionando una pérdida económica para el Grupo.

El saldo de clientes al cierre solo representa un 2.2% del activo. Por lo tanto, no tiene concentraciones significativas de riesgo de crédito con terceros, al constituir la venta al por menor la inmensa mayoría de la cifra de negocios, realizándose el cobro, fundamentalmente, en efectivo o por medio de tarjetas de crédito.

El grupo presenta inversiones significativas en su actividad de seguros. En ese caso, se aplica un criterio de prudencia al seleccionar las inversiones con el objeto de mitigar el riesgo de crédito de los productos de inversión, seleccionando solo aquellos que presentan ciertos niveles de calidad crediticia informados por las principales agencias de calificación.

El nivel mínimo de calificación de sus inversiones es BB, pero al cierre del ejercicio 2019 solo presenta una exposición poco significativa en ese nivel, siendo mayor la exposición a inversiones con niveles de riesgo crediticio del tipo BBB y A. Estas inversiones totalizan al cierre 2019 unos 701.7 millones de euros.

Mantiene su tesorería y activos líquidos equivalentes en entidades financieras de elevado nivel crediticio.

En relación con el riesgo de crédito de otras operaciones comerciales (principalmente derivados de las operaciones de retail corporativa, y los servicios de la agencia de viajes a red corporativa), se establece una provisión para pérdidas esperadas donde se establece una matriz de provisiones que se basa en la experiencia pasada de pérdida de crédito y condiciones actuales macroeconómicas.

El importe de la provisión es la diferencia entre el importe en libros del activo y el valor presente de los flujos de efectivo estimados. El importe de la provisión se reconoce en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. La provisión de insolvencia asciende en el ejercicio 2019 a 37,4 millones de euros (46,1 millones en el 2018), sobre unas cuentas a cobrar de 399,6 millones de euros (644,3 millones en el 2018).

A 29 de febrero de 2020 el valor razonable de las cuentas a cobrar no difiere significativamente con su valor en libros.

Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez consiste en la probabilidad de no contar con la tesorería suficiente para hacer frente a las obligaciones de pago vencidas.

Como se ha expresado al realizar el análisis por ratios y su comparación con las empresas competidoras, la posición de liquidez del grupo El Corte Inglés es muy baja e inferior al promedio, no presentando un nivel adecuado y prudente de efectivo y valores negociables.

El grupo gestiona la liquidez a través de la contratación de facilidades crediticias previamente comprometidas por importe suficiente para soportar las necesidades previstas por la Dirección en el corto y mediano plazo; monitoreando en forma continua las previsiones y las cantidades actuales de flujos de fondos y emparejando éstas con perfiles de vencimiento de activos y pasivos financieros.

La liquidez del grupo ha sido recientemente reforzada con mayores créditos ante la incertidumbre generada por el COVID- 19.

Riesgo de tipo de interés

El riesgo de tipo de interés consiste en la probabilidad de que existan variaciones de los tipos de interés modifican los flujos futuros de los activos y pasivos referenciados a un tipo de interés variable. Los instrumentos financieros que están expuestos a riesgo de tipo de interés son básicamente las financiaciones a tipo variable y los instrumentos financieros derivados.

El grupo revisa periódicamente sus estimaciones respecto de la evolución de los tipos de interés y de los objetivos de la estructura de la deuda a largo plazo, contratando derivados con el objeto de mitigar estos riesgos.

Riesgo de precio

La exposición del Grupo al riesgo de precio se refleja a través de sus inversiones en instrumentos de patrimonio que cotizan en mercados, los cuales se encuentran clasificados como activos a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias por importe de 133.776 miles de euros (82.421 miles de euros en 2018) y los activos a valor razonable con cambios en el patrimonio por importe de 35.226 miles de euros (37.153 miles de euros en 2018).

Para gestionar el riesgo del precio que surge de dichas inversiones, el Grupo, en relación con la actividad de Seguros El Corte Inglés, desarrolla una política de inversión basada en una estrategia de diversificación con el objetivo de minimizar los impactos de

las variaciones de precio. La mayoría de estas inversiones cotizan en la bolsa o se tratan de inversiones en instituciones de inversión colectiva (IIC's).

La estrategia de diversificación permite mitigar las variaciones de precio de los activos financieros citados anteriormente, evitando impactos significativos en la cuenta de resultados o en patrimonio neto de las cuentas consolidadas.

Riesgo de tipo de cambio

El Grupo opera en el ámbito internacional y está expuesto al riesgo de tipo de cambio por operaciones con divisa denominadas en dólares estadounidenses.

El riesgo de tipo de cambio se gestiona de acuerdo con las directrices de la Dirección del Grupo, que prevén, fundamentalmente, el establecimiento de coberturas financieras o naturales, la monitorización constante de las fluctuaciones de los tipos de cambio y otras medidas destinadas a mitigar dicho riesgo. El Grupo sigue la política de contratar instrumentos financieros (seguros de cambio) que reduzcan las diferencias de cambio por transacciones en moneda extranjera.

Al cierre del ejercicio 2019, el grupo presenta compras y cuentas a pagar en dólares estadounidenses que equivalen a un total de 848.7 millones de euros. Asimismo, presenta exposición en pesos mexicanos y otras divisas, principalmente latinoamericanas, equivalentes a 668.4 millones de euros, de los cuales 430.4 corresponden a pesos mexicanos.

Los impactos derivados de las fluctuaciones de tipos de cambio se afectan al epígrafe de "Diferencias de Conversión" dentro del Patrimonio Neto, de acuerdo con la norma de valoración.

Instrumentos financieros derivados

El Grupo utiliza instrumentos financieros derivados para cubrir los riesgos a los que se encuentran expuestas sus actividades, operaciones y flujos de efectivo futuros.

Los instrumentos financieros derivados mantenidos por el Grupo a 29 de febrero de 2020 son los siguientes: cobertura de tipo de interés, de variable a fijo, contratado por 500 millones de euros con vencimiento en 2023, y seguros de cambio para cobertura de tipo de cambio en la compra de moneda por 533.7 millones de dólares estadounidenses con vencimiento en 2020.

Al cierre de los ejercicios 2019 el Grupo tenía contratados diversos instrumentos financieros derivados de carácter contable especulativo por los siguientes importes:

seguro de cambio 71.1 millones de dólares estadounidenses, y derivados de tipo de interés por 1374.8 millones de euros.

La contratación de los seguros de cambio de las filiales los realiza la Sociedad Dominante con las entidades financieras. A su vez, la Sociedad Dominante realiza contratos con las filiales para cubrir el riesgo de cambio que soportan.

En el impacto registrado en la cuenta de pérdidas y ganancias se incluye la liquidación de los intereses pagados por los derivados de tipo de interés designados de no cobertura han supuesto un importe de 33.813 miles de euros en el ejercicio 2019 y 36.903 miles de euros en el ejercicio 2018.

11 Recomendaciones a la empresa

Al analizar los resultados obtenidos en el informe de diagnóstico, y con el fin de poder aportar medidas de mejora que permitan incrementar el valor del grupo empresarial se elaboran algunas recomendaciones generales y específicas a la empresa, fundamentalmente de carácter financiero.

El grupo necesita tomar medidas para retomar el crecimiento de su cifra de negocios que en los últimos dos ejercicios ha presentado una tendencia descendiente, y que durante 2020 y 2021 se verá afectada por la crisis sanitaria y el confinamiento.

Debe continuar las acciones en curso que han permitido mejorar el EBITDA y el beneficio neto, e implementar otras nuevas que le permitan al grupo volver a generar valor para sus accionistas.

La administración del grupo deberá reevaluar la estrategia de negocios para los próximos años y readecuarla al crecimiento de los canales de venta online y a las nuevas expectativas de sus clientes, mejorando y aprovechando su amplia red de distribución en casi toda España, que presenta depósitos situados estratégicamente y le permitirá mantener plazos competitivos de distribución.

Las cuentas anuales consolidadas presentan un alto apalancamiento operativo que está relacionado con la estrategia de crecimiento anterior, ligada a la apertura de nuevas tiendas por toda España. Su activo no corriente representa el 82.4 % del activo, principalmente invertido en inmovilizado material. Respecto del activo corriente un 66.2% corresponde a las existencias, y presenta un período medio de almacenamiento superior al promedio.

El grupo deberá deshacerse de los inmuebles que el mismo ya ha catalogado como no estratégicos y en donde actualmente no posee tiendas instaladas. Asimismo, deberá analizar la rentabilidad de cada tienda para cada línea de negocios, tomando las medidas que considere oportunas para lograr la generación de valor en las mismas y manteniéndolas renovadas, o en su defecto procediendo al cierre de estas y a la atención de la clientela a través de los canales online.

De los 100 centros comerciales principales del grupo, 25 apenas cubren sus gastos, pero no contribuyen a mejorar el EBITDA. El grupo debe encarar su reestructuración para ajustar la oferta a la demanda actual de su clientela o la que se prevea en el mediano plazo. Una estrategia que ha emprendido el grupo es de transformar algunos centros al formato outlet de marcas de precio medio, ofreciendo al cliente un espacio donde disfrutar, entretenerse y experimentar nuevas vivencias y sensaciones.

El grupo debe comenzar a medir la rentabilidad media de sus superficies de venta y hacer un seguimiento de este indicador para reevaluar su reestructuración.

Los ingresos por la venta de los activos no corrientes le permitirán al grupo mejorar su posición de liquidez, solvencia y disponibilidad, y aplicar cualquier saldo en la cancelación de pasivos corrientes que le permitan mejorar la calidad de su deuda, su nivel de endeudamiento y disminuir el gasto financiero. Asimismo, esos ingresos le permitirán iniciar las mejoras necesarias en su red de distribución para poder competir con Amazon y Alibaba.

La empresa deberá aprovechar su infraestructura actual y readecuarla para generar una red de distribución eficiente en toda España; y mediante el refuerzo de los canales de venta online, poder ganar volumen y cuota de mercado. El grupo ya ha aprovechado sus oficinas en Barcelona, mudando las mismas a otro inmueble menos estratégicamente ubicado, y aprovechando ese para utilizarlo como hub de un centro de distribución.

Un menor apalancamiento operativo a través de la desinversión en activos fijos no estratégico o no rentables, y un incremento de las ventas a través de la concentración de los esfuerzos de venta por medio de los canales online, le permitirán al grupo mejorar la rotación de activos, mejorando su eficiencia. La disminución en los costes fijos, relacionados con las amortizaciones de inmuebles y sus gastos de mantenimiento, y una readecuación del personal, le permitirán mejorar su EBIT y el beneficio neto. Los menores costes de venta asociados con los canales online y un mayor volumen, le

permitirá disminuir sus precios de venta para que sean más competitivos y mejorar su margen de venta.

Los administradores del grupo empresario deberán considerar medios para disminuir el costo de administración de su amplia red de proveedores, a la vez que reducir el período medio de almacenamiento, lo que incrementará la rotación de las existencias y disminuirá los costos de almacenamiento.

Los seguros representan solo el 1.4 % de la cifra del negocio, pero participan del EBITDA en un 8.17%, mientras que Viajes el Corte Inglés representa el 20.8% de la cifra de negocios y solo participa del EBITDA en solo un 5.93%. Los seguros tienen un EBITDA sobre ventas del 41.6% mientras que en Viajes ECI alcanza solo el 2.4%. Esta situación pone de manifiesto que el grupo debe enfocarse en los negocios que crean valor y reestructurar aquellos que no lo están generando.

Se deberá reestructurar su Viajes el Corte Inglés para que logren mejorar sus ratios de rentabilidad, que al cierre del 2019 es el más bajo del grupo. El grupo ha lanzado una app para para intermediar con sus clientes, sería importante poder realizar reservas y consultar precios de pasajes y hoteles a través de la misma.

El grupo deberá continuar capacitando al personal para que del mismo surjan mayores desarrollos tecnológicos, por ejemplo, una app de realidad aumentada que cuando uno se encuentre en una tienda muestre ofertas, productos que no están expuestos, te permita probarte virtualmente una prenda, etc.

El grupo no está generando valor para sus accionistas. Genera rendimientos mucho menores al promedio de las empresas competidoras analizadas. Presenta una baja rotación de activos, mucho más baja que sus principales empresas competidoras y que demuestra una muy baja eficiencia en el uso de sus activos para generar valor para sus accionistas y para sus clientes. Por lo tanto, deberá optimizar su política de inversión y gasto, y adecuar el ciclo de compras a la situación actual, en la que se espera una menor demanda.

Presenta ratios de solvencia, liquidez estricta y disponibilidad muy bajos, a la vez que una endeudamiento general significativo. Deberá reforzar la liquidez para hacer frente a las consecuencias del COVID-19. Sobre el total de su deuda negociada, el 21.4% es de corto plazo y deberá satisfacerse durante este ejercicio, en el que la crisis sanitaria provocará una baja en la cifra de negocios y tensiones de tesorería para realizar los

pagos. Su liquidez debería alcanzar valores superiores a 1 en el futuro, tal como el promedio de las empresas competidoras.

Adicionalmente, es posible que haya que cancelar parcialmente el pasivo en cuenta corriente que se renueva constantemente, debido a una baja en las ventas y a menores compras proyectadas. El saldo en las cuentas comerciales, que al cierre del ejercicio 2019 es de 3.305 millones de euros es un financiamiento espontaneo que genera que las NOF sean negativas y se conviertan en una fuente de financiamiento más que en una inversión.

La rotación de sus inventarios ha disminuido en los últimos años, teniendo un valor actual de 5.15 o 59 días, mientras que Mercadona tiene una rotación de 13.7 días, Inditex 66 días y Amazon 45 días. El grupo debe hacer un esfuerzo para lograr incrementar la rotación del inventario y disminuirla tenencia promedio en días de existencias, ya que incrementa las NOF y presenta mayores costes.

Al reducirse las compras debido a la crisis provocada por el COVID-19, las ventas se reducirán en consecuencia y no se renovará el total en cuenta corriente, por lo que parte del mismo se cancelará definitivamente, o hasta tanto se vuelvan a incrementar las compras. Esto será posible verlo también desde el estado de flujo de efectivo, en donde se observará la aplicación de fondos para disminuir el saldo de la cuenta cuentas comerciales, y provocará tensiones de tesorería adicionales, en un grupo con una posición de solvencia y liquidez poco sólida.

Paralelamente puede darse el caso que se incremente el periodo medio de cobro en los clientes que operan en cuenta corriente y a los que la crisis sanitaria los haya afectado particularmente, pero representando este último saldo solo el 11.7% respecto al total del pasivo con proveedores.

Por muchos años la estrategia fue expandir el negocio a través de la apertura de nuevas tiendas de las distintas líneas de negocios, especialmente por toda España. Esa estrategia si bien funcionó hasta 2007, aumentó el apalancamiento operativo a través del incremento en los costes fijos asociados con las amortizaciones, tasas impositivas, servicios y mantenimiento edilicio, además del gasto en personal que fue creciendo en paralelo con las nuevas aperturas.

A pesar de la crisis de 2008, la cifra de empleados siguió en ascenso, alcanzando su nivel máximo en 2010, para luego emprender un camino descendente. En 2012 se volvió a valores inferiores a los de 2007, y actualmente representa el 90 % de entonces.

Ante un posible cierre de establecimientos no rentables, se deberá intentar por todos los medios capacitar al personal y afectarlo a otras unidades de negocio más rentables o al refuerzo de la red de distribución o atención de las ventas online. Se intentará readecuar los niveles de personal a las nuevas necesidades en el mediano plazo, evitando los despidos masivos que afecten la imagen de la empresa en la sociedad. Se deberá intentar ocupar las nuevas posiciones con personal interno que sea posible capacitar al efecto, promover planes de retiro anticipado o tercerizar algunos servicios afectando al mismo al personal que haya sido desvinculado, intentando mantener el buen ambiente de trabajo y el sentido de pertenencia para con la empresa.

Mas allá del daño que esto provocaría en su reputación, el grupo no podría afrontar el costo de tener que desvincular al personal de los centros que no son rentables, por lo que debe buscar otros medios para resolver el sobredimensionamiento de los recursos humanos (por ejemplo la conversión a formato outlet de algunos centros), eliminando la contratación de nuevo personal y reasignando al personal de los centros que se vayan cerrando, y aplicando los mismos al fortalecimiento de la atención al cliente en los canales online o en su red de distribución. Debe mejorar la productividad del personal, medida sobre las ventas.

El grupo tiene una marca reconocida en todo el mundo, pero una diversificación mínima. Fuera de España, solo tiene 2 tiendas principales de su marca El Corte Ingles en Portugal. Debe analizar la posibilidad de internacionalizarse en los países con mayor expectativa de crecimiento de Europa, especialmente comenzando por los que presentan una cercanía geográfica, para luego extenderse a Asia y América, y debe priorizar la venta de marcas propias por sobre el alquiler de espacios multimarca que presentan un muy inferior margen de beneficios.

12 Conclusiones

El análisis de la situación estratégica del grupo empresario y de sus cuentas anuales consolidadas, a través de distintas herramientas que formaron parte de los contenidos del máster, permitieron realizar un diagnóstico de su actual situación económica y financiera y de la evolución de esta en los últimos 7 años, analizándola en forma comparativa con las principales empresas competidoras y con la situación del grupo previa a la crisis económica de 2008.

El análisis vertical y horizontal de las cuentas anuales consolidadas expuso la estructura económica y financiera del grupo empresario, su evolución durante el período en análisis y la participación de las distintas masas patrimoniales.

El análisis de los principales ratios permitió establecer la situación de solvencia, endeudamiento y rentabilidad del grupo, compáralo con las principales empresas competidoras y evaluar la capacidad del grupo de generar beneficios y hacer frente a sus obligaciones de pago.

El sistema Dupont y el método de pares permitieron analizar las causas de las variaciones en la rentabilidad del grupo y su evolución. Mientras que el análisis del valor económico añadido permitió establecer que el grupo no está generando valor para sus accionistas.

El Z score de Altman permite determinar que, si bien el grupo no se encuentra en riesgo de quiebra, tampoco está en una zona segura y debe realizar medidas de mejora para asegurar su continuidad.

Se analizaron los distintos riesgos a los que se encuentra expuesto el grupo, y sobre los sistemas internos de gestión del riesgo. También se analizaron las políticas de inversión productiva y de financiación.

Las recomendaciones realizadas a la empresa para fortalecer la creación de valor fueron la base para redefinir la estrategia y elaborar un cuadro de mando integral que permita el seguimiento de esta y de los objetivos planteados durante los próximos años, con la meta de reforzar la viabilidad futura del grupo empresario.

Tomando como base los objetivos del cuadro de mando integral y otros supuestos, se proyectaron los siguientes tres ejercicios económicos y se analizó el impacto de las medidas previstas en los mismos.

Las cuentas anuales proyectadas muestran mejoras considerables en todos los ratios analizados, en la eficiencia del uso de los activos y logran redirigir al grupo hacia la generación de valor para el accionista, pero no es suficiente el período de tres años de cuentas anuales consolidadas proyectadas para poder apreciar el resultado final de las medidas presupuestadas.

Debido a la crisis sanitaria y el confinamiento, algunas de las medidas previstas van a tomar algo más de tres años para poder ser implementadas y comenzar a mostrar resultados. Por otra parte, es la misma crisis la que afecta de manera significativa los resultados del ejercicio 2020, y si bien se ha estimado la recuperación parcial de la cifra de negocios durante el ejercicio 2021, solo en 2022 se prevé su recuperación total y su crecimiento.

En el mismo sentido, la dimensión del grupo y el peso de su estructura económica, no lo hacen tan flexible y ágil ante los cambios, por lo que los mismos requieren un horizonte algo más extendido. Esto se aplica principalmente a la desinversión en inmovilizado material, que ante la crisis puede que no sea el momento más oportuno para ofertar dichos inmuebles en el mercado. Y esto también se aplica a la readequación de sus tiendas y de su planta de personal, la que deberá ser llevada a cabo en un horizonte temporal adecuado para evitar que se dañe la imagen de la empresa ante la sociedad española, teniendo en cuenta que España es el principal mercado del grupo y que la firma es uno de los principales empleadores del país.

A pesar de lo antes expuesto, se puede concluir que la aplicación de las medidas recomendadas a la empresa permitirá mejorar considerablemente la viabilidad futura del negocio en su conjunto, mejorarán la capacidad del grupo de generar beneficios, hacer frente a sus obligaciones de pago y crear valor para el accionista, a la vez que tornará más competitiva a la empresa y le permitirá retener y ampliar la cuota de participación en su principal mercado.

13 Bibliografía

- Amat, O. (2016). Nota técnica: El Valor Económico Añadido (EVA): una nueva herramienta para la evaluación y el control de la gestión empresarial. ACCID. Barcelona: Universidad Pompeu Fabra. Recuperado el 11 de octubre de 2019, de <http://www.oriolamat.cat/wordpress/wp-content/uploads/2017/03/EI-Valor-Econ%C3%B3mico-A%C3%B1adido-EVA-para-la-evaluaci%C3%B3n-y-el-control-de-la-gesti%C3%B3n-empresarial-Nota-T%C3%A9cnica-ACCID-2016.pdf>
- Block, S.B., Hirt, G.A. y Bartley R. (2013). Fundamentos de administración financiera (14ª ed.). McGraw-Hill.
- Bonsón, E., Cortijo, V. y Flores, F. (2009) Análisis de estados financieros. Pearson Education.
- Dumrauf, G. (2010) Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano (2ª ed.). Alfaomega.
- Ehrhardt, M. C. y Brigham, E. F. (2007) Finanzas Corporativas (2ª ed.). Cengage Learning Editores.

- Fernández, P. (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comprables. IESE Universidad de Navarra. Recuperado de <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>

- Fuentes Núñez, Z., Maynegra Díaz, E. R., Sánchez Reyes, S., & Mas Basnuevo, A. (2016). Los servicios de inteligencia empresarial para el apoyo a las decisiones sobre la orientación estratégica de las organizaciones. *Perspectivas Em Gestão & Conhecimento*, 6(1), 136-142.

- García Padilla, V. M. (2015). Introducción a las finanzas (2a. ed.). Grupo Editorial Patria.

- Gitman, L. (2007). Principios de administración financiera (11ª ed.). Pearson Educación.

- Gonzales Urbina, P. (2013) Análisis e interpretación de estados financieros. CEPMA-PROESAD.

- Ibarra Mares, A. (2006). Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios. *Pensamiento & Gestión*, 21, 234-271.

- Imdieke, L.F., Haried, A.A. y Smith, R.E. (2003) Contabilidad Financiera (3ª. Ed.) Editorial Océano.

- Kaplan, R.S, & Norton, D.P. (2002) El cuadro de mando integral (2ª edición revisada). España: Gestión 2000.

- Palacios Acero, L. C. (2010). Dirección estratégica. Ecoe Ediciones.

- Porter, M. E. (2014). Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia (2a. ed.). Grupo Editorial Patria.

- Porter, M. (1987). Ventaja competitiva. México: CECSA.

- Salazar, E. J. y Alzate, W. A. (diciembre, 2018). Aplicación de la simulación Monte Carlo en la proyección del estado de resultados. Un estudio de caso. Espacios,

51(39). Recuperado de:

<http://www.revistaespacios.com/a18v39n51/a18v39n51p11.pdf>

- Thompson, A.A., *et al.* (2012) *Administración Estratégica. Teoría y casos* (18ª ed.). Mc Graw Hill.
- Van Horne, J.C. y Wachowicz J. M. (2010). *Fundamentos de administración financiera* (13ª ed.). Pearson Educación.
- Wild, J., Subramanyam, K. R. y Halsey, R. F. (2007). *Análisis de estados financieros* (9ª ed.). McGraw Hill.

14 Anexos

14.1 Breve reseña histórica y descripción del grupo empresario

El grupo informa en su sitio web que la historia del grupo empresario comienza en 1935 cuando Ramón Areces Rodríguez compra una sastrería que había sido fundada en 1890 y que lleva por nombre El Corte Inglés. Unos años después se adquiere la finca de la calle de Preciados 3, en Madrid, y se destinan gran parte de sus plantas a la venta.

En 1940, Ramon Areces junto con su tío Cesar Rodriguez constituyen la sociedad y es nombrado presidente de la empresa este último. En esos años se realiza una reforma integral al edificio de la calle Preciados y se pone en marcha una estructura de venta por departamentos, propia de una gran tienda de almacén.

En los años 60 el grupo comienza su expansión con la inauguración de su segundo centro, Plaza Cataluña en Barcelona, y luego centros en Sevilla y Bilbao. Tras la muerte de César Rodríguez, es nombrado presidente el Sr. Ramón Areces. Nace la tarjeta de compra El Corte Ingles como nuevo medio de pago y se constituye la sociedad Viajes El Corte Inglés, que ofrece una amplia gama de servicios que incluían entre otros la organización de eventos, congresos y convenciones.

En los años 70 se inaugura Óptica 2000, dedicado a la comercialización de productos y servicios profesionales relacionados con la visión y la audición; y se crea Hipercor, un hipermercado con secciones de textil, bazar, ultramarinos, perecederos y hostelería.

En los 80 se constituye la Correduría de Seguros del Grupo El Corte Inglés, y la empresa Informática El Corte Inglés, especializada en las tecnologías de la información

y las comunicaciones. Se convierte en presidente del Consejo de Administración Isidoro Álvarez tras el fallecimiento de Ramón Areces. Álvarez le dio un gran impulso al desarrollo y expansión de la compañía.

En 1995 El Corte Inglés adquiere activos de la sociedad Galerías Preciados, empresa que durante décadas fue su gran competidor en establecimientos comerciales.

En el año 2000 se lanza una nueva cadena de supermercados, Supercor y al año siguiente se inicia la expansión internacional, al inaugurarse en Lisboa, Portugal, el primer establecimiento comercial de El Corte Inglés en el extranjero. Ese mismo año se adquieren los nueve centros de Marks & Spencer en España y cinco hipermercados a Carrefour.

En 2002 se pone en marcha Sfera, una cadena de tiendas especializadas en moda y complementos que ofrece una gran oferta para mujer, hombre y niños, y en 2006 se inaugura la primera tienda de Bricor, cadena especializada en bricolaje y decoración del Grupo.

En 2014 fallece Isidoro Álvarez tras 25 años como presidente de El Corte Inglés. Al año siguiente se lanza el servicio Click&Express que permite realizar la compra online y recibir el pedido en el domicilio en menos de dos horas o en la franja horaria que elija el destinatario.

En 2017 se fusionan El Corte Inglés e Hipercor, y en 2019 asume la presidencia la Sra. Marta Álvarez, hija de Isidoro Álvarez.

En el ejercicio 2018 con fecha 19 de febrero de 2019 la Sociedad Dominante, propietaria 100% del negocio de la óptica (Óptica 2000, S.L. y Gallery Da Visao – Servicios de Óptica Unipessoal, L.D.A.) y el Grupo Grand Vision firmaron el acuerdo de compraventa de las sociedades que integran en el negocio de la óptica. El importe de la compraventa ascendió a 89,1 millones de euros.

En 2019 se formalizó la fusión por absorción de El Corte Inglés y Bricor (sociedad absorbida), y se creó una nueva unidad de negocio de Real Estate para la promoción y gestión de activos inmobiliarios. Asimismo, se firmó un acuerdo con el Grupo Gfi para integrar Informática El Corte Inglés (IECISA) en dicho grupo de origen francés, dejando de pertenecer al grupo El Corte Ingles. Esta última operación fue aprobada por las autoridades competentes durante el ejercicio 2020.

Actualmente, las entidades jurídicas con mayor participación en el capital social de la Sociedad Dominante son Fundación Ramón Areces (37,39%), Cartera de Valores IASA, S.A. (22,18%) y PrimeFin (10,33%). Existen algunas restricciones a la transmisión de acciones.

Descripción del grupo y sus unidades de negocios

El informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio 2019 describe que la actividad principal del grupo El Corte Inglés consiste en la venta al detalle de bienes de consumo, así como en la prestación de una amplia gama de servicios para cuya realización cuenta con una red de grandes almacenes, hipermercados, supermercados, tiendas de conveniencia, delegaciones, y así como plataformas digitales.

La Sociedad Dominante El Corte Inglés, S.A. es una sociedad constituida en España de conformidad con la Ley de Sociedades Anónimas. Su domicilio social se encuentra en Madrid, Calle Hermosilla, 112.

Además de la sociedad dominante, el grupo se compone por otras 67 sociedades en las que el este tiene participación directa o indirecta, o se consideran empresas asociadas.

El grupo es una empresa familiar que no cotiza en la bolsa. La unidad principal de negocios es la venta minorista o retail, que se lleva a cabo principalmente a través de las tiendas de venta minorista organizadas bajo el formato de grandes almacenes por departamento y por medio de los supermercados Supercor e Hipercor y las tiendas de bricolaje Bricor. Dentro de los productos de retail, tienen una fuerte presencia la moda, zapatos y otros accesorios que tienen mucho que ver con los orígenes del grupo, y que se comercializan tanto a través de las tiendas de El Corte Inglés, como de Sfera, el sitio web Primeriti y los propios supermercados. Luego también tienen una cuota importante los alimentos y bebidas, y los productos de electrónica.

Otra parte importante del grupo es Viajes El Corte Inglés, que tiene una participación en la cifra total del negocio del 17.9%, pero es la que menos EBITDA provee al grupo. El grupo cuenta, además, con una corredora de seguros y una cadena de ópticas.

Según el estudio que realiza anualmente el grupo Deloitte, Global Powers of Retailing 2020, en volumen de venta el GEI se ubica en tercer lugar, luego de Inditex y Mercadona, y en el puesto 54 en el mundo.

La distribución del importe neto de la cifra de negocios consolidada correspondiente a los ejercicios 2019 y 2018, distribuida por tipo de producto, es la siguiente:

Tabla 24 - Detalle de ventas por rubro

ACTIVIDAD	Ejercicio 2019	Ejercicio 2018(*)
Retail	13.127.883	13.004.378
Alimentación	2.819.759	2.778.800
Moda	5.037.014	4.958.390
Hogar	1.464.451	1.502.690
Cultura y Ocio	2.205.578	2.234.350
Varios	380.806	398.140
Ventas empresas del Grupo y otros ingresos	1.220.275	1.132.008
Servicios de Agencia de Viajes	2.731.651	2.721.983
Corporativo	1.232.349	1.286.725
Vacacional	1.471.681	1.410.723
Otros	27.621	24.535
Serv. De Corre. De Seguros y Seguros Vida	215.580	199.464
Vida Riesgo	76.695	70.035
Accidentes Individuales	47.438	44.942
Comisiones	91.447	84.487
Otras Líneas de Negocio	38.918	39.548
Ajuste de Consolidación	(853.254)	(878.872)
TOTAL	15.260.778	15.086.501

Importes en miles de euros

(*) Cifras modificadas a efectos comparativos. Véase Nota 2.4

Fuente: Cuentas anuales del grupo El Corte Inglés S.A. para el ejercicio 2019

Al cierre del ejercicio 2019, El Corte Inglés dispone de 88 grandes almacenes en España y 2 en Portugal, Hipercor cuenta con 39 salas de supermercado, Supercor cuenta con 181 establecimientos en España y 6 en Portugal, Sfera cuenta con 167 tiendas propias distribuidas por diferentes países, Bricor cuenta con 4 establecimientos de gran formato y 56 departamentos dentro de los Grandes almacenes, Grupo Viajes El Corte Inglés cuenta con 494 delegaciones en España, 22 en Portugal y 121 en otros países, la Correduría de Seguros cuenta con 124 delegaciones en España y 2 en Portugal, y la Compañía de Seguros, 26 delegaciones en España.

Evolución del negocio durante el período 2002 a 2019

La cifra de negocios fue creciendo desde 2002, alcanzando un valor máximo en 2007 y luego descendiendo, producto de la crisis económica vivida en España, hasta el ejercicio 2013 en donde alcanza un valor de apenas superior en un 1.67% al del ejercicio 2003. Podemos resumir entonces que, a principios del período bajo análisis, el importe de la cifra de negocios había retrocedido a valores de 10 años atrás.

La cifra de negocios comienza a recuperarse a partir del 2014 y hasta el 2017, pero en donde apenas representa un 89% de los mayores ingresos logrados por el grupo en 2007, 10 años atrás. Luego los ingresos comienzan a descender nuevamente

incluyendo el último ejercicio cerrado, quedando en valores apenas superiores a los de 2004, dicho todo esto en valores corrientes ya que, si se considerara la inflación sufrida en España durante ese período, que según información del IMF fue del 36.9 %, el valor en cifras constantes sería muy inferior al del 2002.

El EBITDA tuvo su mayor valor entre el período 2005 y 2007, para luego descender en 2008 y continuar su descenso hasta 2013. En 2014 comienza a recuperarse, llegando en 2019 a alcanzar un valor similar al de 2008, comparando siempre en valores corrientes. Si se quisiera comparar en valores constantes, se debería considerar la inflación del período 2008 a 2019 que fue de un 12.6%, lo que situaría el EBITDA de 2019 un 12.34% por debajo de los valores actualizados del 2008.

El beneficio neto fue en incremento hasta el 2007, y en 2008 tuvo una muy fuerte caída, producto de las acciones tomadas por la empresa para sostener las ventas en función de la crisis que se estaba empezando a sufrir, y que repercuten en menores márgenes ante el recorte de precios y mayores gastos de promoción. El beneficio neto continuó descendiendo paulatinamente hasta el ejercicio 2014, y en 2015 comienza a recuperarse, creciendo hasta el ejercicio 2019 inclusive.

La cantidad de empleados alcanzo su pico máximo en 2010, luego desciende levemente para permanecer estable hasta el ejercicio 2017, en donde comienza un descenso que se ve reflejado también en 2019. Actualmente la cifra de empleados se sitúa en valores apenas superiores en un 0.75% a los de 2004.

En la tabla 25 y en las ilustraciones 5 y 6, se puede observar la evolución de los ingresos, la cantidad de empleados, el EBITDA y el beneficio neto generado por el grupo en los últimos 18 ejercicios económicos que, si bien exceden el período bajo análisis en este trabajo final de máster, proporcionan una perspectiva histórica sobre estos ratios o variables tan importantes.

Tabla 25 - Resultados globales 2002 a 2019

Las cifras de ingresos y beneficios (brutos -ebitda- y netos) están expresadas en millones de euros.

Año	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos (Cifra de Negocios)	13000	14056	15049	15855	17093	17898	17362	16364	16413	15777	14552	14292	14592	15220	15504	15935	15783	15261
Empleados	s/d	s/d	87610	92481	96871	97328	97389	101552	102699	99678	96678	93222	91437	91931	91690	92078	90004	88268
Ebitda	s/d	778	840	1373	s/d	1326,5	1094,5	s/d	s/d	825	735	728	826,39	912,5	980,9	1054	1079	1097
Beneficio neto	s/d	s/d	610,1	650,5	712,3	747,6	382	369	319	210	171	174	118,08	158,13	161,86	202	258	310

Fuente: Elaborado por Wikipedia en base a las cuenta anuales del grupo El Corte Ingles.

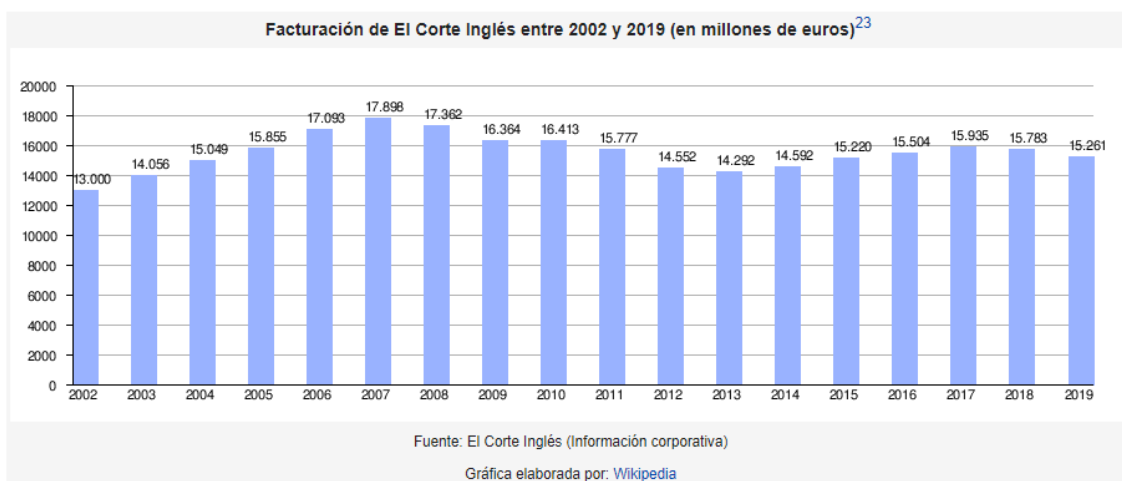


Ilustración 5 - Evolución de la cifra de negocios, 2002 a 2019.

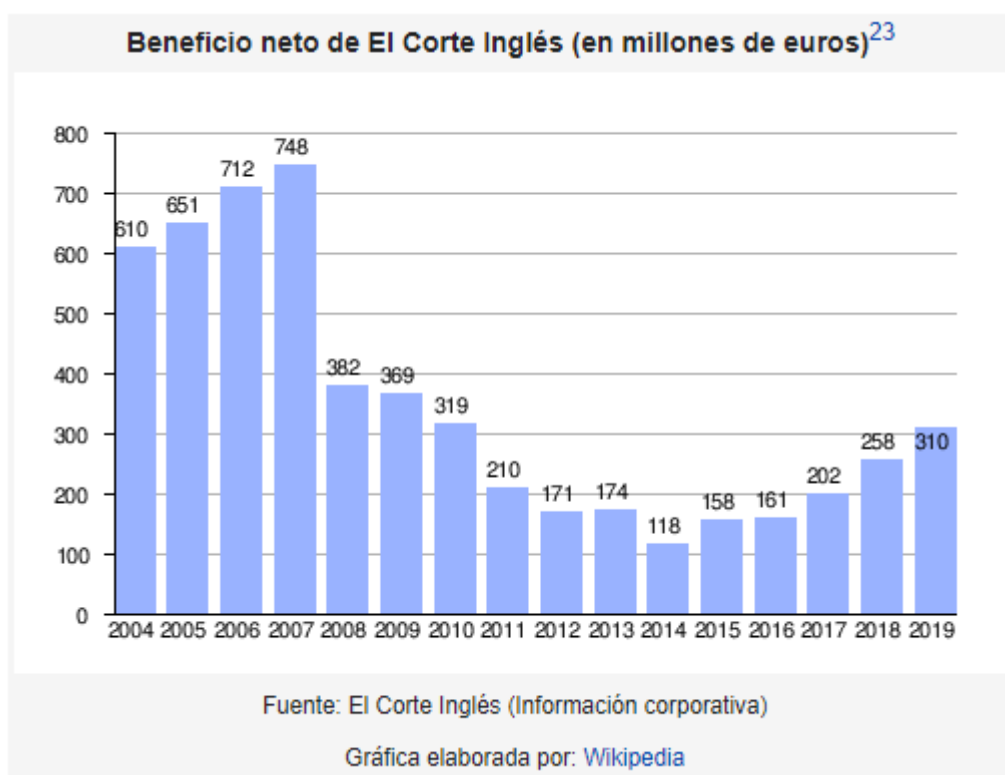


Ilustración 6 - Evolución del beneficio neto, 2002 a 2019

Presencia Internacional

Dentro de Europa, el grupo tiene su mayor presencia en España y Portugal, siendo Madrid la sede de gran cantidad de las empresas que lo conforman. En España se cuenta con 1326 tiendas propias o delegaciones y en Portugal con 49. Sfera cuenta con 3 locales en Polonia y 3 en Grecia. Viajes ECI tiene presencia en Italia y Francia.

En Asia se encuentran dos sociedades que se dedican a operaciones de abastecimiento del grupo y que operan desde Hong Kong y Shanghái.

En América, el grupo tiene presencia en México, Estados Unidos, Perú, Chile, Argentina, República Dominicana, Colombia, Uruguay, Panamá, Ecuador, Brasil y Costa Rica. En estos países, el grupo tiene presencia a través de sus subsidiarias Viajes El Corte Ingles (a través de 119 tiendas propias o delegaciones) y de Informática El Corte Ingles (por medio de 11 tiendas propias o delegaciones), pero en México también opera la firma Sfera, en donde cuenta con 51 locales, y la firma Hiku, de productos y servicios informáticos. Asimismo, en Panamá y en Perú operan delegaciones de ECI Empresas.

La distribución del importe neto de la cifra de negocios consolidada correspondiente a los ejercicios 2019 y 2018, distribuida por zonas geográficas, es la siguiente:

Tabla 26 - Ventas por área geográfica

ACTIVIDAD	Ejercicio 2019	Ejercicio 2018(*)
Nacional	14.326.905	14.285.139
Unión Europea	587.367	494.699
Resto del mundo	346.506	306.663
TOTAL	15.260.778	15.086.501

Importes en miles de euros

Fuente: Cuentas anuales del grupo El corte Ingles S.A. para el ejercicio 2019.

14.2 Análisis estratégico del grupo empresario

En el anexo nro. 1 se reseñó la historia del grupo empresario y se describieron sus principales unidades de negocio, su presencia internacional y la evolución de su facturación, resultados globales y del beneficio neto por los últimos 16 años.

En este anexo se analizará la situación externa - del macro y el microentorno – y las condiciones internas de la organización, que brindará información de valor añadido que sustente la toma de decisiones estratégicas en la empresa (Fuentes, 2016).

Análisis PESTEL

Esta herramienta permite el análisis del macroentorno. El ambiente general es el medio más amplio que incluye a la sociedad, los países, las organizaciones, las empresas, las comunidades, etc., y que funciona como un sistema general que afecta a todos sus componentes e integrantes de modo genérico. Este es el ambiente o escenario más amplio en donde se desarrollan los distintos fenómenos que afectan a las organizaciones y que están determinados por variables externas a la misma (Palacios Acero, 2010).

En la ilustración nro. 7 se muestran la interacción entre los distintos factores del entorno y la empresa, mientras que en la tabla nro. 27 se presenta una síntesis del análisis correspondiente al grupo empresarial El Corte Inglés S.A., y su relación con el entorno político, económico, sociocultural, tecnológico, ambiental y legal.

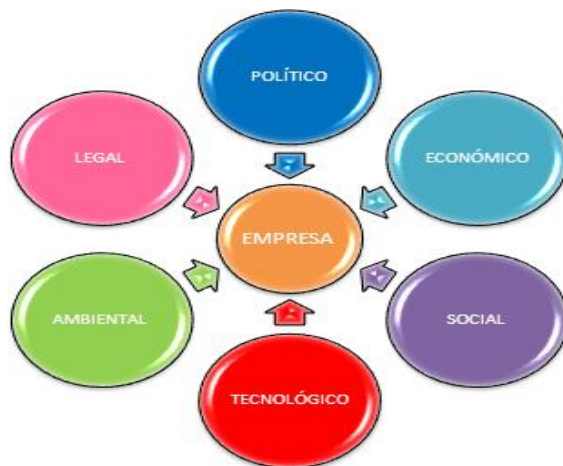


Ilustración 7 - El entorno y la empresa

Fuente: <http://nebt.net.blogspot.com/2014/07/analisis-pestal-y-megatendencias.html>

Tabla 27: Síntesis del análisis PESTEL

P	E	S
Política	Económica	Socio-cultural
Inestabilidad política y casos de corrupción	Caida del IBEX 35	El grupo como uno de los mayores empleadores del país
Deterioro de la imagen de la monarquía	Incremento de la prima de riesgo del país afecta al costo del financiamiento privado	Nuevos hábitos de consumo por la crisis sanitaria
El conflicto independentista con Cataluña continua generando incertidumbre en la región	Tasa Euribor con valores negativos	Envejecimiento poblacional en España afecta la proyección de las ventas locales del grupo
Expresiones separatistas del País Vasco y Galicia	PBI en crecimiento y desempleo a la baja	Buena imagen del grupo por sus acciones de RSE
Incremento de la derecha populista y radical, con algunas expresiones antiinmigratorias	Tensiones económicas entre China y EEUU	Marca bien posicionada entre los consumidores
Brexit - salida del Reino Unido de la Unión Europea	Crisis sanitaria del COVID-19 afecta a Europa e incrementa el déficit fiscal en España	
T	E	L
Tecnológica	Ecológica	Legal
Canales de venta online y mejores en los tiempos de distribución como núcleo de la transformación del negocio	Consumidores reclaman que las empresas y sus productos sean sostenibles y cuiden el ambiente.	Presión fiscal española superior al resto de UE
Reconversión de parte de su personal para aplicarlos a la nueva configuración de la empresa	Acciones del grupo para hacer mas amigables su actividades frente al medio ambiente:	Los trámites para establecer un nuevo negocio en España toman mas tiempo que en en el promedio de la OCDE
Inversión en centros de deposito con tecnología de avanzada y cierre de tiendas no redituables para hacer frente a Amazon y Alibaba	Gestion eficiente de la energia	Marco legal español provee seguridad juridica para las inversiones extranjeras
	Reducción del consumo de agua	España facilita y promueve la inversion extranjera
	Uso de bolsas de papel	
	Reducción de desechos, reutilización y reciclaje	

Fuente: Elaboración propia.

Todos estos factores ejercen influencia en las estrategias, y el objeto de este análisis es identificar y analizar las distintas variables del macroentorno de una organización con el fin de intentar determinar los posibles cambios que se producirán en el mismo e ir adaptándose para sobrevivir y prosperar en él. Si bien la capacidad de prever ciertos acontecimientos parece ser una importante clave del éxito de las empresas, anticiparse

a tales indicadores no siempre es tarea fácil y el PESTEL se constituye en una herramienta que facilita este análisis.

Entorno político

El asiento principal de los negocios del grupo es en España, por lo que los factores políticos principales para tener en cuenta son los que corresponden a dicho país y a la Unión Europea.

España está organizada como una monarquía parlamentaria, cuya jefatura de Estado la ejerce el Rey Felipe VI. En el último año, la imagen de la monarquía española se ha visto afectada por algunos escándalos de corrupción de los que fue acusado el Rey emérito Juan Carlos I, y otros casos anteriores de otros miembros de la familia real.

Desde junio de 2018, y luego del éxito de la moción de censura contra el ex presidente del gobierno de España, Mariano Rajoy, debido a denuncias de corrupción que luego fueron comprobadas por la Audiencia Nacional, y ante un clima de inestabilidad política, fue investido presidente Pedro Sánchez del PSOE. En enero de 2020 fue elegido nuevamente por el parlamento como presidente del gobierno, tras un acuerdo de coalición entre PSOE y Unidas-Podemos, en donde se acordó conformar un gabinete ministerial incluyendo miembros de Unidas- Podemos.

De las 52 capitales de provincia, el PSOE gobierna en 18, el PP en 12, Ciudadanos en 3, Izquierda Unida en 1, 7 por candidaturas ciudadanas y el resto por partidos del ámbito local. Mientras que, de los 350 escaños del congreso de diputados, unos 120 corresponden al PSOE, 89 al PP, 52 a VOX, 42 a Unidas Podemos, 10 a Ciudadanos, 3 a Mas Pais entre otros.

VOX es una corriente política de derecha populista y radical, que ha sostenido algunos postulados racistas y antiinmigración, ha obtenido un 15% de los sufragios en noviembre de 2019.

Otro factor para considerar son los eventos de fines de 2017 en la región de Cataluña, en donde los catalanes realizaron un referéndum por su independencia, luego de lo cual su parlamento declaró la independencia, lo que llevo a una intervención por parte del gobierno de España, generando aún más tensión en la zona y debido a esto muchas empresas y bancos que tenían su sede allí, la trasladaron a otras regiones de España.

Los conflictos territoriales no se agotan en Cataluña, coexisten también expresiones separatistas en el País vasco y Galicia. Por otra parte, el interior rural de España se ha visto muy afectado por la despoblación y desinversión.

Estos hechos se vieron reflejados en los mercados a través de caída del índice IBEX 35 y de los incrementos sufridos en las primas de riesgo país, que, en su momento, afectó negativamente el coste del financiamiento de las empresas.

Desde el punto de vista de la Unión Europea, aún continúan generándose consecuencias políticas y económicas debido al brexit del Reino Unido, y se esperan conflictos diplomáticos con Bruselas por la frontera entre Irlanda e Irlanda del norte (y los controles fronterizos de mercancías al cruzar por dicha frontera).

Entorno económico

Después de la crisis de los 90, España vivió una etapa de expansión económica muy importante, en donde creció por encima de la media del resto de los países de Europa. En 2008, la economía sufre un estancamiento, que luego evoluciona a recesión económica, que recién en 2014 empezó a ver su recuperación.

En el período 2006 a 2012 el PBI bajó un 3 %, hubo una marcada inflación en los precios al consumidor, un crecimiento de la tasa de desempleo desde un valor del 8.4 % en 2006 al 24.7% en 2012, sumado a un incremento en la población del 5.4 % sobre valores de 2006, lo que disminuye el PBI per cápita y una baja en el empleo del 11.5 % sobre los valores de 2006.

Según datos del International Monetary Fund en su reporte World Economic Outlook Database, durante el período 2013 a 2019 la población de España, base principal de las operaciones del grupo, ha permanecido estable, disminuyendo en un 0.23%; la cantidad de personas empleadas creció un 15 %, la tasa de desempleo paso del 26% en 2013 al 14 % en 2019 y el PBI o producto bruto interno creció en un 16 %, siendo la inflación del período del 3.66 %. Este incremento en el empleo y disminución de la tasa de desempleo, así como el crecimiento del PBI y del PBI per cápita (al permanecer constante la población), favoreció el consumo interno y el crecimiento de las ventas de retail, por lo que se puede establecer que ha sido un período favorable para el crecimiento de la empresa.

Si bien la tasa de paro ha descendido considerablemente, aún sigue siendo elevada. Esto se relaciona también con un problema a futuro que tiene que ver con el

financiamiento de las pensiones y jubilaciones, debido al incremento de la esperanza de vida y a la creciente proporción de beneficiarios por sobre los aportantes activos.

En los últimos años, a nivel mundial, se han vivido tensiones económicas entre los Estados Unidos y China, que han reactivado ciertas medidas proteccionistas. Actualmente, la situación de crisis sanitaria producto de la pandemia de COVID-19 ha provocado una retracción del PBI a escala global y una baja en los mercados bursátiles, que aún no perciben la salida debido a los rebrotes sufridos en casi toda Europa, que ha restringido el turismo, una de las industrias más importantes en España.

Se prevé que ni bien se controlen los contagios mediante las campañas de vacunación en curso, la economía rebotará y se iniciará una rápida recuperación, pero eso sería recién para el segundo semestre de 2021, y únicamente en caso de que no aparezcan nuevas mutaciones del virus para las cuales las vacunas existentes no sean lo suficientemente efectivas.

El Banco Central Europeo mantiene la tasa Euribor en niveles cercanos a cero, actualmente en valores negativos, lo que favorece la disponibilidad de financiamiento a bajo coste.

España aún mantiene un déficit fiscal en el sector público. El gasto que se ha visto incrementado durante la crisis sanitaria, y debido a ello este sector acumula una deuda equivalente a un PBI. Todo esto en un contexto actual de recesión y en un entorno regional turbulento.

Una vez salvada la situación del COVID-19, el contexto para el grupo empresario sería favorable para continuar su internacionalización en principio en los países vecinos de Europa y luego en las capitales de las principales economías de América y Asia.

Entorno social

El grupo es uno de los mayores empleadores en España, por lo que es una fuente de empleo muy importante, tanto en forma directa como indirecta.

La crisis sanitaria ha acelerado el proceso de cambio en las formas y en las conductas sociales ligadas al consumo. Los nuevos hábitos de los consumidores y el volcado de los mismos hacia medios digitales, ponen al grupo empresario en un desafío por adelantar los avances en el desarrollo de sus canales de venta online y de mejorar los plazos de distribución para poder cumplir las expectativas de los consumidores.

El grupo cuenta con la experiencia necesaria y una marca muy bien posicionada entre los consumidores, para adaptarse a esta nueva realidad y redirigir su negocio hacia las nuevas exigencias de sus clientes. Presenta una imagen muy buena entre la ciudadanía respecto a sus acciones por la responsabilidad social empresaria y en el trato a sus empleados que se reflejan en sus programas de capacitación, igualdad de género y oportunidades, de inclusión y de no discriminación.

Desde el punto de vista demográfico, el envejecimiento de la población en España afecta la proyección de ventas locales del grupo, ya que son los rangos etarios más jóvenes los que más consumen y los que demandan productos de vanguardia.

Entorno Tecnológico

Como mencionamos en uno de los puntos anteriores, el desarrollo y empoderamiento del canal online de ventas del grupo es uno de sus mayores desafíos actuales, junto con las mejoras en los plazos de entrega de su red de distribución, para poder hacerle frente a poderosos competidores.

Esta transformación del núcleo del negocio implicará el cierre de parte de las tiendas menos redituables, la inversión en centros de depósitos con avanzada tecnología para hacer frente a las entregas en todo España y Portugal, en mejores plazos que la competencia; y reconvertir parte de su personal a estas nuevas funciones.

El grupo deberá invertir en tecnología y favorecer la innovación en el uso de las TICs, desarrollando una experiencia de compra personalizada para sus clientes, a través del análisis del big data y la inteligencia artificial, y podrá desarrollar interacciones entre los distintos medios de venta que por ejemplo le ofrezcan al cliente que acude a sus tiendas una experiencia de realidad aumentada a través del celular del cliente y por medio de uso de sensores como los de la IoT o internet de las cosas, aprovechando la futura plataforma 5G.

Entorno Ecológico

El grupo ha tomado medidas en varios centros para hacer sus actividades más amigables con el medio ambiente. Esta es una exigencia cada vez más importante para el consumidor, ante las consecuencias del cambio climático, la contaminación de los mares y el problema de tratamiento de los residuos.

La empresa ha tomado acciones respecto al envoltorio de algunos productos y de la utilización de bolsas de papel, ha realizado esfuerzos para reducir el uso de agua y una

gestión eficiente de la energía eléctrica, pero debe continuar sus esfuerzos tratando de reducir los desechos e incrementando su reutilización y reciclaje.

Los consumidores reclaman empresas y productos que sean sostenibles y que respeten y cuiden al medio ambiente, tanto local como al medio de donde proveen los productos, en el contexto de una cadena de valor con mayor conciencia.

Entorno Legal

España tiene una presión fiscal algo superior a la del resto de Europa, que es posible se explique debido a una mayor evasión fiscal.

El marco legal español y el del resto de la Unión Europea, proveen la seguridad jurídica y normas claras necesarias para el ingreso y mantenimiento de las inversiones extranjeras. Adicionalmente, el marco legal español facilita la inversión extranjera y la promueve.

Pese a ello, los trámites para establecer un nuevo negocio en España toman más días que el promedio de los países que integran la OCDE, por lo que aún queda trabajo por hacer para reducir dichos plazos y tramites requeridos.

Análisis estratégico de la compañía

Actividad del mercado

Según el informe anual 2018 de la Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED), una organización profesional de ámbito nacional integrada por las más destacadas compañías de la distribución minorista de sectores como alimentación, electrodomésticos, moda, bricolaje, librería, juguetería, regalo, mueble, informática y electrónica, entre otros, las ventas totales en España de las empresas que conforman esta organización, alcanzan la cifra de 41.400 millones de euros para el ejercicio 2018, en la que GECL participo en un 31%. Esto no abarca el total de las ventas de este sector, sino solo el de las principales empresas, pero muestra la importancia del grupo en el ámbito nacional.

Evolución y situación de la demanda

La economía española, luego de la crisis de los 90 había experimentado un crecimiento en promedio más alto que el resto de Europa, hasta el 2008 en donde se estanca y se genera una recesión que recién en 2014 empieza a mostrar signos de recuperación.

Actualmente la demanda se ha contraído producto de la crisis sanitaria y el confinamiento, con excepción en algunos rubros alimenticios que forman parte de la canasta básica y son bastante inelásticos, y otros que han crecido como los desinfectantes y el material descartable.

Pero antes de esta situación, la economía española se venía recuperando, el PBI crecía e iba disminuyendo el paro. La demanda iba en ascenso y eso se vio reflejado en el crecimiento de las ventas del grupo.

Análisis de Precios de bienes y servicios

Los precios de los productos y servicios que ofrece el grupo, no se caracterizan por ser altamente competitivos ya que superan a los de los líderes en precio de la competencia de cada línea de negocios.

En el caso de la venta de alimentos y bebidas, Mercadona cuenta con mejores precios, especialmente en los productos de marca propia.

Si bien ECI cuenta con marcas propias, los volúmenes de venta no son altos a pesar de que se trata de productos de calidad, y por lo tanto no puede generar descuentos por volumen para competir con Mercadona. Además, Mercadona tiene costos fijos más bajos y márgenes de venta más altos.

En el caso de los artículos de moda, la empresa compite contra Inditex y contra las tiendas de Primark.

Proveedores

El grupo cuenta con más de 58 mil proveedores distribuidos por todo el mundo. Ha estrechado relaciones y generado acuerdos con los mismos, lo que le ha permitido al grupo ofrecer una amplia gama de productos de calidad a precios razonables.

El grupo no tiene fuerte dependencia para con ningún proveedor en particular. Los 10 principales proveedores proveen el 12% de las mercancías.

Mantener una red tan amplia de proveedores si bien es un activo desde el punto de vista comercial, no es gratuito y presenta un alto costo de gestión de estos.

Principales competidores

Los principales competidores del Corte Ingles en la venta minorista de productos alimenticios son Mercadona, Carrefour, Eroski, Dia y Lidl. En los artículos de moda compite principalmente con Inditex, H&M, Mango, Primark. En estos y en otros rubros también compite en la venta online contra Amazon, Ebay y Aliexpress.

En el servicio de venta de viajes, compite contra Booking, Trip Advisor, Al mundo.com, Kayak, Idealo, despegar.com, Expedia y Jetcost por solo nombrar algunos, aparte del resto de las oficinas de las distintas agencias de viaje constituidas y de fuerte presencia en las principales capitales de los países en donde operan las dependencias del grupo, y de la propia promoción y venta que realizan las propias compañías aéreas, de cruceros, hotelería y atracciones o espectáculos.

Actualmente el consumidor tecnológicamente actualizado, no precisa de una agencia de viajes para organizar sus vacaciones, incluso en destinos que se podrían considerar exóticos. Esto es debido a la abundante información que se encuentra en las redes y a las posibilidades que brinda la tecnología de poder contactarse con los oferentes de casi todo el mundo.

En cuanto a la red de correduría de seguros, sus principales competidores son Aon, Peris, ERSM, Acierto.com, entre otros.

Ciclo de vida de los productos

En la ilustración nro. 8 se observa las distintas etapas en el ciclo de vida de los productos: introducción, crecimiento, madurez y declive.



8 El ciclo de vida del producto

Fuente: <https://www.economiasimple.net/glosario/ciclo-de-vida-del-producto>

Analizando el ciclo de vida de los productos que ofrece El Corte Ingles, se observa que es en sus ventas de moda en donde el ciclo de vida de los productos es menor en

función a las constantes actualizaciones en diseños y materiales que hay que realizar para cada temporada.

Por lo tanto, si bien hay algunos productos de moda considerados básicos y que no se ven modificados en su esencia, el resto solo tienen un ciclo de vida de una sola temporada (otoño, primavera, verano o invierno).

El ciclo de vida de los servicios de viaje y seguros es mucho más extendido y solo se van adaptando periódicamente a las nuevas necesidades de los clientes.

Algo similar ocurre con los productos de alimentos y bebidas en un sentido amplio, en donde el ciclo de vida es bastante extendido y solo se le van haciendo pequeños cambios cosméticos a los mismos, por ejemplo, en el packaging, para que se vean renovados y mantengan el atractivo para con sus consumidores. Por supuesto, que, en un sentido menos amplio, los alimentos y bebidas en general tienen vencimientos acotados y una duración en góndola mucho más estrecha que los productos de moda, tecnológicos, del hogar o aquellos asociados al ocio y cultura.

Una opción para extender el ciclo de vida de algunos de sus productos es expandirse internacionalmente. Esto se debe a que en un mercado algún producto pudo haber generado cierta saturación, pero que esta saturación aun no exista en otros mercados en donde la empresa aun no opera.

El concepto también se aplica a la industria y por lo tanto, el tamaño de un mercado y su tasa de crecimiento dependen de la etapa del ciclo de vida que mejor caracterice la industria en cuestión (Thompson, 2012).

Puntos estratégicos

Como parte de los puntos del plan estratégico comercial de ECI se encuentra la oferta de marcas propias y ajenas, el uso de distintos canales de venta y la internacionalización de la firma.

La transformación digital, el fortalecimiento de sus marcas propias y el ingreso a nuevos negocios son parte de los pilares de la estrategia actual, en busca de una mejora en la rentabilidad del grupo.

En ese sentido, y luego que fracasara un acuerdo con Amazon, a fines de 2018 ECI firmó un acuerdo con Alibaba para colaborar en distintas áreas y aprovechar las fortalezas del otro. El acuerdo incluye que ECI ofrecerá sus marcas y productos a los

usuarios de Alibaba, utilizando los medios de pago (Alipay) y plataforma tecnológica del gigante chino, incluyendo la computación en la nube que provee Alibaba Cloud. Alibaba por su lado, tomará algunos espacios físicos en los centros comerciales de ECI y aprovechará sus capacidades logísticas dentro de España.

Por otra parte, se busca mejorar la experiencia de compra en sus centros comerciales, y que la misma sea más placentera, en donde los clientes puedan, en palabras de Marta Álvarez: "disfrutar, entretener y experimentar nuevas vivencias y sensaciones"

En línea con estas estrategias se llevará a cabo una desinversión inmobiliaria que permita al grupo reducir sus deudas y ganar liquidez para reestructurar el negocio.

Otra apuesta importante del grupo para poder prevalecer ante los grandes portales de venta online es la de impulsar las entregas ultrarrápidas en todas las ciudades de España. Actualmente los plazos usuales son de dos horas, pero se busca convertir la inmediatez en su sello personal. Esta estrategia se basa en el supuesto de que el precio de los productos tiene menos peso en la decisión de compra, ya que los consumidores priorizan una entrega segura y rápida.

Cadena de valor del sector

El negocio de toda empresa consta de una serie de actividades diversas que desempeña una compañía y que se combinan internamente para formar una cadena de valor, llamada así porque el propósito ulterior de las actividades de una empresa es hacer cosas que al final creen valor para los compradores (Thompson, 2012)

Para Porter (1987) la ventaja competitiva no puede ser comprendida viendo a la empresa como un todo, sino que radica en muchas actividades discretas que desempeña la misma. La cadena de valor se constituye como una forma sistemática de examinar las actividades que desarrolla una empresa y como estas interactúan, en búsqueda de ventajas competitivas. A su vez esta cadena se incrusta en un sistema más grande llamado sistema de valor, que involucra a las cadenas de valor de proveedores, distribuidores y clientes.

Dentro de las actividades de soporte y desde el punto de vista de la infraestructura de la empresa, la ubicación estratégica de los centros comerciales a través de toda España y Portugal es el primer eslabón de la cadena de valor del grupo, que opera en variados sectores de la economía.

Con el auge del comercio electrónico, el grupo presenta el desafío de reconvertir esa infraestructura en una red muy eficiente de distribución dentro de las ciudades de España, para competir con los portales de venta online más importantes, que en general tienen sus centros de distribución en las afueras de las ciudades, lo que le da una ventaja competitiva al grupo.

También el grupo fortalece su infraestructura tecnológica para dar soporte al incremento de tráfico de sus plataforma online, y paralelamente ha realizado un acuerdo con Alibaba en el mismo sentido. No solo se trata de un mejor aprovechamiento de las TICs, sino de la inversión de tecnología de punta en el manejo de inventario y en la emisión de órdenes de compra, para sus más de 58 mil proveedores distribuidos por todo el mundo. La innovación, desarrollo e implementación de estas tecnologías constituyen otro de los pilares de la cadena de valor.

La gestión de los recursos humanos es otro pilar de la cadena de valor. El grupo es uno de los principales empleadores en España, y presenta un personal muy motivado y altamente capacitado. Lleva adelante programas de capacitación que permiten la promoción interna de sus empleados, y sostiene valores de igualdad de oportunidades y de no discriminación.

El grupo considera a sus proveedores como socios estratégicos. La gestión de compras es el punto de inicio para alcanzar al satisfacción de los clientes. La gestión de las relaciones y acuerdos con los proveedores es un pilar fundamental de la cadena de valor del grupo, y su objetivo es generar un ambiente de confianza y colaboración que le permitan alinearse a los gustos y necesidades de los clientes, ofreciendo productos de vanguardia.

Ya desde la óptica de las actividades primarias, la red de distribución del grupo dentro de España y Portugal, generan una eficaz logística de entregas, siendo el servicio al cliente uno de los valores más importantes de la cultura organizacional.

La atención personalizada, la oferta de una amplia, variada y novedosa gama de productos y servicios de calidad y la relación de confianza generada con sus clientes, son las características principales del enfoque de marketing.

El rediseño de algunas actividades de soporte y su mayor enfoque hacia las ventas online, le permitirán al grupo mejorar su margen de beneficios.

Las cinco fuerzas de Porter

En la ilustración nro.9 se observa la interacción entre las 5 fuerzas que describe Porter (2014). Para el autor, la esencia de la formulación de una estrategia competitiva es relacionar una empresa con su ambiente. Aunque el ambiente relevante es demasiado amplio —abarca fuerzas sociales y económicas—, su aspecto fundamental es la industria o las industrias contra las que compite.

La intensidad de la competencia en la industria se debe a la estructura económica subyacente, y va más allá del comportamiento de los competidores actuales. Depende de las cinco fuerzas competitivas (o factores de la competencia) que se muestran en la figura 9, y que combinadas determinan el potencial de utilidades en un sector (Porter, 2014).



9 Las cinco fuerzas de Porter

Fuente: <http://abcdelemprendedor.blogspot.com/2017/03/las-5-fuerzas-de-m-porter.html>

En la tabla nro. 28 se sintetizan los resultados de la aplicación del análisis de las cinco fuerzas de Porter al grupo empresario El Corte Inglés, y luego se analiza por separado cada uno de estos factores de la competencia y como afectan a la intensidad de la competencia en los sectores sobre los que participa el grupo.

Tal como afirma Porter (2014) este análisis tiene por objeto determinar aquella posición en el sector, en donde el grupo se pueda defender mejor de estas fuerzas y que pueda sacar provecho de estas.

El poder de negociación de los proveedores

El poder de negociación de los proveedores es muy bajo ya que maneja un total de 58000 proveedores en todo el mundo. El grupo no depende significativamente de ninguno de ellos. Los 10 proveedores más importantes solo totalizan el 12 % de las mercancías que comercializa el grupo.

28 Las cinco fuerzas de Porter

Las 5 fuerzas de Porter			
El poder de negociación de los proveedores	1	2	El poder de negociación de los clientes
Bajo poder de negociación de los proveedores			Bajo poder de negociación de los clientes.
Amplia red de proveedores por todo el mundo			Grupo amplio, atomizado y heterogeneo distribuido principalmente por toda España
Muy baja dependencia sobre los proveedores			
Estrechas relaciones y acuerdos con proveedores permiten ofrecer amplia gama de productos y servicios con un alto valor para sus clientes		La rivalidad entre los competidores	Las organizaciones sociales o de consumidores si tienen cierto poder pero dirigido hacia la responsabilidad social empresarial y el cuidado del medio ambiente.
Marcas propias en distintas lineas de negocios le permiten ofrecer		Muy alta rivalidad entre competidores	
		5	
Tomando al producto como la experiencia de compra, la amenaza de productos sustitutos es muy alta y ya esta en proceso: los canales de venta online		Expuesto a competidores sin presencia fisica en España	Alta amenaza de entrada de nuevos competidores que utilicen canales online o realicen alianzas con competidores ya instalados, tercericen distribución y/o plataforma web
		Amplia gama de competidores para cada linea de negocios	
Respecto a los productos comercializados la amenaza es baja debido a que ECI comercializa en mayor proporción productos de terceros			Presenta como ventaja una amplia red de locales estratégicamente ubicados y una buena red de distribución en toda España
La amenaza de productos sustitutos	4	3	La amenaza de entrada de nuevos competidores

Fuente: Elaboración propia.

El grupo ha sabido generar estrechas relaciones y acuerdos con sus proveedores externos, lo que le permite ofrecer una amplia gama de productos y servicios muy atractiva y de vanguardia, con un alto valor para sus clientes y desarrollar sus propias marcas de productos en distintas líneas de negocios, de manera de ofrecer un abanico amplio de calidades y precios.

El poder de negociación de los clientes

Debido a que la actividad principal del grupo es la venta minorista de bienes y servicios, el poder de negociación de los clientes es bajo ya que los mismos conforman un grupo muy amplio, heterogéneo y atomizado, distribuidos mayormente por toda España.

Sin embargo, las organizaciones sociales si pueden generar cierto poder de negociación ante el grupo, no enfocado sobre los precios sino especialmente en temas relacionados con las responsabilidad social empresarial, el cuidado del medio ambiente, etc.

Amenaza de entrada de nuevos competidores

La amenaza de entrada de nuevos competidores es alta, especialmente de aquellos que se basan en el comercio electrónico, que no requiere de grandes inversiones para iniciar la operatoria, o de los que realicen alianzas con otros competidores ya instalados que les tercericen los servicios de plataforma online y/o de distribución.

Esta amenaza de nuevos competidores se suma a la rivalidad existente entre las empresas participantes.

Amenaza de productos sustitutos

Debido a la amplia variedad de productos y segmentos del mercado en los que opera el grupo, la amenaza del ingreso de productos sustitutos, si bien es una realidad creciente, no afecta de manera significativa sus ventas ya que la firma, especialmente en el caso del retail, comercializa en su mayor parte productos de marcas que no son propias, por lo que, ante el ingreso de un sustituto, el grupo podría comenzar a ofrecerlo, con la excepción de las marcas propias de otros competidores que al trabajar mayores volúmenes tienen menores precios y representan una amenaza para las ventas del grupo en el sector de venta minorista de alimentos y bebidas.

Ahora, si se toma el producto como la experiencia de compra que ECI ofrece en sus tiendas de almacenes, en este caso la amenaza de un sustituto ya existe y se encuentra en crecimiento. Este sustituto es el crecimiento paulatino de los canales de venta online por sobre los canales presenciales. Es por ello por lo que el grupo debe realizar un esfuerzo para fortalecer esos canales de venta y la eficiencia de su red de distribución.

Rivalidad entre competidores

La rivalidad entre competidores es muy alta y el grupo se encuentra expuesto incluso a competidores que no tienen una gran presencia física en España y que venden de manera online, como por ejemplo Aliexpress o Ebay, entre otros.

Esta rivalidad se ve reflejada en las campañas publicitarias, promociones, descuentos y rivalidad en precios, que llevan a cabo los distintos actores para mantener o incrementar su cuota de mercado.

Asimismo, al operar el grupo en distintos rubros, tiene una amplia gama de competidores para cada línea de negocios distinta. Por el lado de los alimentos tiene su mayor competidor en precios en Mercadona. En el negocio de la moda compite contra empresas como Inditex, H&M y Primark, entre otros.

Análisis DAFO

El análisis DAFO es una herramienta sencilla pero poderosa para ponderar las fortalezas y debilidades de los recursos de una empresa, sus oportunidades comerciales y las amenazas externas a su bienestar futuro. Tiene por objeto llegar a conclusiones sobre la situación general de la empresa y establecer acciones estratégicas para que la

estrategia se ajuste mejor a las fortalezas de recursos y las oportunidades de mercado, para corregir las debilidades importantes y para defenderse de las amenazas externas (Thompson, 2012).

A continuación, en la ilustración nro. 10 se muestra la relación entre los aspectos negativos y positivos, de origen interno o externo que generan las cuatro listas de este análisis. Mientras que en la tabla nro. 29 se sintetizan los resultados del análisis DAFO realizado sobre el grupo El Corte Inglés, y que se detallan en los siguientes apartados.



10 Análisis DAFO

Fuente: <https://www.milejemplos.com/empresa/ejemplo-analisis-dafo-una-empresa.html>

29 Síntesis del análisis DAFO

ANÁLISIS DAFO	
De origen interno	De origen externo
Debilidades	Amenazas
Precios de productos algo más elevados que la competencia	Competidores con venta online como Amazon y Alibaba que presentan más variedad, mejores precios y rápida entrega
Alta dependencia con el mercado español	Cierre temporal de sus tiendas a causa del COVID-19 disminuye sus ingresos
Varios cambios de mando en el último tiempo, que generaron inestabilidad y deterioro de la imagen	Gran incremento de los canales de ventas online en toda Europa, que presenta menores costes y menor inversión en activos fijos
Alto apalancamiento operativo	Nuevos jugadores más pequeños y ágiles
Bajos beneficios después de impuestos	Retracción económica en España a causa del COVID-19 reduce el presupuesto de ventas 2020 y 2021
Alto gasto en personal	
Alto costo de gestión de los proveedores	
Mayores costes de operación por pandemia	
Fortalezas	Oportunidades
Experiencia de compra de alto valor para el cliente	Aprovechamiento de su marca para diversificar su línea de negocios
Amplia cadena de distribución en España y Portugal	Desarrollo de sus productos de marca propia que le otorgan más margen de ganancia
Larga experiencia en el sector del retail	Aprovechamiento de su eficiente cadena de distribución dentro de España
Fuerte posicionamiento de la marca en el mercado	Aprovechar el auge de la venta online cerrando las tiendas que no son redituables, reducir costes y mejorar beneficios
Buen uso de campañas publicitarias	Baja del Euríbor que le permitiría refinanciar la reconversión y reestructurar su deuda
Muy buena imagen de RSE	Potencial de ventas con turistas chinos
Centros comerciales ubicados estratégicamente	Internacionalizar las ventas y bajar dependencia con el mercado español
Recursos humanos muy motivados	
Sitio web muy amigable	
Activos fijos disponibles para la venta	
Amplia red de proveedores a nivel mundial	

Fuente: Elaboración propia.

Debilidades

Una de sus debilidades es que, en general, los precios de los productos que ofrece el grupo son algo más elevados que los de su competencia. Esto se explica en parte a que la experiencia de compra que ofrece el grupo es diferente y con un valor agregado distinto a la de competidores con precios inferiores como Mercadona.

Si bien cuenta con una amplia cadena de distribución, muy eficiente en España y Portugal, aun así, no le puede hacer frente a competidores de la venta online como Amazon o Aliexpress en variedad, precios y plazos de entrega.

Una de las principales debilidades es su alta dependencia del mercado español. Si bien opera en muchos países del mundo, el 93.8 % de sus ingresos provienen de España.

La venta de productos de marca propia, más rentable que la venta de marcas de terceros, ocupa un porcentaje menor sobre el total de la cifra de negocios. Todo lo contrario, a lo que sucede en Mercadona, que tiene marcas propias muy presentes en todos los segmentos de productos.

La firma ha experimentado varios y sucesivos cambios de mando en el consejo directivo en los últimos años, lo que ha provocado cierta inestabilidad y un cierto deterioro en su imagen.

Al poseer activos fijos muy elevados, sus gastos fijos también lo son, por lo que el apalancamiento operativo es alto, y como resultado la firma precisa realizar esfuerzos para rotar sus activos no corrientes lo suficiente como para que el ROA sea atractivo para los inversores. Esta amplia red de tiendas, la gran mayoría de su propiedad, si bien es una fortaleza desde el punto de vista de la red de distribución que generan, también provocan una posición de debilidad ante el posible cierre temporal de sus centros de venta, por ejemplo, por la situación del COVID-19, o ante una situación de crisis en la economía, que reduzca las ventas por debajo del punto de equilibrio. Estos gastos no son reducibles de inmediato, por lo que una disminución en la demanda del consumidor español provocaría una baja en la rentabilidad y un incremento en el apalancamiento financiero.

Sus centros comerciales no cuentan con cines o patios de comida con una variada oferta gastronómica, lo que permitiría a sus clientes combinar la experiencia de compras con la de recreación, como si tiene en muchos casos los shoppings centers.

Dentro de sus debilidades se encuentra el importante gasto que la firma tiene en concepto de personal, siendo ECI uno de los mayores empleadores en España.

Amenazas

El creciente y constante incremento en Europa de la proporción de las ventas online sobre el total de ventas en retail, hace preciso que el grupo haga un esfuerzo importante para fortalecer este canal de ventas para evitar perder cuota de mercado de la mano de otros competidores más fuertes en ese canal como Amazon, Ebay o Aliexpress por nombrar algunos ya muy establecidos, pero también con otros jugadores del mercado que se están volcando a este canal, como por ejemplo Inditex.

Asimismo, la creciente competencia a la que se ve expuesta el grupo, y el surgimiento de nuevos canales de venta a través de plataformas para el celular pone en el mercado nuevos jugadores más pequeños, ágiles y tecnológicamente avanzados, que han ampliado su oferta de productos y creado sus propios market place que compiten en algunos rubros con el grupo.

La retracción de la economía producto de la suspensión de actividades de algunas empresas y el creciente desempleo debido a las restricciones que ha provocado la crisis sanitaria provocada por el COVID-19, pone a la empresa en una situación más vulnerable que afectará los beneficios del ejercicio 2020. Dada esta situación en una empresa cuyo beneficio después de impuesto es del 2% sobre la cifra total de negocios, lo que no le da mucho margen de maniobra. Las nuevas medidas de prevención sanitaria también le generan nuevos costos en materiales descartable, productos de desinfección y personal dedicado a esta nueva tarea de control, y por otra parte limitan la cantidad de clientes que pueden estar presentes en sus tiendas, para evitar aglomeraciones.

Otra amenaza que provoca la crisis sanitaria es que los clientes del grupo, producto de la crisis, decidan favorecer el precio a la calidad y se pasen a cadenas más económicas como Mercadona en lo que respecta a productos de alimentación, y Primark en lo que respecta a moda.

Asimismo, un alza en el Euribor, algo que no se espera en el mediano plazo, podría complicar al grupo, bastante apalancado, en la obtención de nuevo financiamiento, y encarecer los costes financieros en detrimento del beneficio neto.

Fortalezas

Dentro de las fortalezas del grupo empresario se encuentra su larga experiencia en el sector del retail, especialmente para el mercado español y portugués, en donde ha sabido mantener una muy buena relación con los clientes, ofrecer una experiencia de compra diferente, lo que ha posicionado fuertemente la marca en ese mercado.

El grupo hace un buen uso de sus inversiones en publicidad, lo que le permite mantener su marca y productos siempre presentes entre las opciones de sus clientes actuales y potenciales. La marca es muy buscada por los turistas, con mucho potencial con los turistas provenientes de china.

Esta situación se ve fortalecida por un excelente servicio de pre y post venta, tanto en lo que refiere al asesoramiento como al trato al cliente en situaciones de devolución, cambios y garantías de productos.

La marca tiene una muy buena percepción del público respecto a sus actividades de responsabilidad social corporativa, y cuenta en sus filas con recursos humanos motivados y altamente cualificados, muchos de ellos a través de los programas de capacitación que el grupo lleva adelante.

En relación con los productos que ofrece la firma, resalta la calidad y variedad de estos. Los centros comerciales se encuentran ubicados en puntos estratégicos de las ciudades a las que sirve, tienen un amplio horario de apertura, ofrecen una experiencia de compra muy agradable y proveen de una amplia gama de productos y servicios.

Asimismo, el grupo cuenta con varios sitios web de venta muy amigables y accesibles y con una red de distribución muy eficiente. La tarea de distribución se ve facilitada al contar el grupo con una amplia red de tiendas propias y delegaciones bien distribuidas por todo España y Portugal, lo que le ha permitido ocupar puestos de liderazgos dentro de estos mercados en lo que refiere a la venta online.

El grupo ha sabido generar estrechas relaciones y acuerdos con sus proveedores externos, lo que le permite ofrecer una amplia gama de productos y servicios muy atractiva y de vanguardia, con un alto valor para sus clientes y desarrollar sus propias marcas de productos en distintas líneas de negocios, de manera de ofrecer un abanico amplio de calidades y precios.

Aprovechando el posicionamiento de su marca, la firma ha diversificado fuertemente sus líneas de negocios, lo que le permite reducir el riesgo y aprovechar las sinergias.

Oportunidades

La actual situación de pandemia ha generado un vuelco de gran parte de las compras de sus clientes a la modalidad online, lo que le permitiría al grupo realizar una reformulación de su estrategia comercial, apoyándose más en la venta online y mejorando este canal, disponiendo en el mismo de mayor variedad de productos de los que se ofrecen en las tiendas.

Las ventas online presentan un menor costo que las ventas en las tiendas. Ese menor coste le permitiría mejorar sus márgenes de venta y el EBITDA, en la medida de que sea acompañado con una reestructuración y racionalización de su red de locales, privilegiando aquellos que son más redituables, lo que le permita reducir sus costes, disminuir sus activos no corrientes, lo que podrá aplicar a reducir sus pasivos financieros o mejorar su liquidez.

Una oportunidad para fortalecer el canal online es realizar ofertas exclusivas de sus canales online, para hacer crecer el mismo por sobre las ventas en las tiendas.

Al incrementar sus ventas online y obtener una mayor participación en el mercado que le posibilite mejorar las condiciones de compra con sus proveedores, a través de un mayor volumen, podrá ofrecer productos en mejores precios que compitan con los líderes de ese segmento.

El grupo debe reevaluar la geolocalización de los proveedores en función de las posibles reducciones de costos de envío y tiempos de despacho que puedan repercutir en mejores precios de venta finales a los clientes.

Otra oportunidad ligada a las anteriores trata acerca de fortalecer los centros de depósito y distribución del grupo para poder bajar los plazos de entrega y competir en mejor medida contra Amazon o Aliexpress, manteniendo su cuota de mercado o incluso ampliándola, en España y Portugal. Esto le permitiría reasignar empleados a otras funciones, incrementando su productividad.

La baja en la Euribor le ha permitido refinanciar su deuda con mejores condiciones.

Dado el buen posicionamiento de la marca, la firma puede continuar diversificándose en nuevos productos y expandirse a otros mercados de Europa y el mundo, y continuar posicionando los productos de marca propia que son más rentables. Esta internacionalización ya ha sido realizada por el corte inglés y Sfera, pero en cambio, las tiendas ECI solo se encuentran en España y Portugal. El poder internacionalizarse en la venta de retail, le permitirá no depender tanto del mercado español.

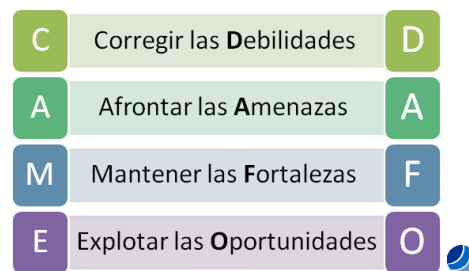
Se pueden mejorar los costos de gestión de proveedores, renovando el modelo de suministro. Esto se debe a que el ECI maneja un total de 58.000 proveedores, de los cuales los diez principales se corresponden con el 12.1% de las mercancías.

El grupo dispone de 95 propiedades consideradas no estratégicas, que puede vender y utilizar esos fondos para financiarse, mientras que reduce costos fijos y el apalancamiento operativo.

Análisis CAME

El análisis CAME es la herramienta que naturalmente continua al análisis DAFO. Este acrónimo significa: corregir, afrontar, mantener y explorar.

En la ilustración nro. 11 se muestra la relación entre el CAME y el DAFO. Las debilidades hay que intentar corregirlas o al menos disminuirlas (y ocultarlas), las amenazas hay que afrontarlas, las fortalezas hay que intentar mantenerlas y las oportunidades explorarlas.



11 CAME

Fuente: <http://ctcalidad.blogspot.com/2016/10/analisis-came-trabajando.html>

Entre las debilidades a corregir, el grupo ECI debe buscar reforzar la oferta de líneas de productos de marca propia con precios inferiores a los actuales, que sean competitivos con los actores principales de los segmentos de mercado español en donde opera; especialmente basándose en su plataforma de venta online, que tiene un costo de operación inferior al de las tiendas físicas, y apoyándose y fortaleciendo su amplia red

de distribución, con el objeto de ofrecer mayor variedad, mejores precios y plazos de entrega comparables a los de sus principales competidores en España y Portugal.

Esa misma plataforma de venta online le servirá de base para ampliar internacionalizar la operatoria de las tiendas de ECI primero en otros países de Europa, y disminuir poco a poco la dependencia con el mercado español. Asimismo, ese fortalecimiento de las ventas online le permitirá al grupo desprenderse de las tiendas menos rentables y recurrir a esos fondos para fortalecer y mejorar su red de distribución, algo que también puede lograr asociándose con algún distribuidor ya bien establecido en los países objetivo de su internacionalización.

Si la empresa logra obtener más cuota de mercado en su plataforma online, podrá mejorar la productividad de sus empleados y disminuir sus activos fijos, mejorará la rotación de los activos y su rentabilidad. Si se logra ese incremento de la cuota de mercado, se podrá negociar con los proveedores mejores precios por volumen.

Estas correcciones pondrán a la empresa en una mejor posición para afrontar la creciente competencia y para sobrellevar la actual crisis sanitaria y económica; y pudiendo de este modo hacer frente a las amenazas actuales.

Todo esto se deberá realizar sin descuidar la atención al cliente, sus tareas de RSE y cuidando mucho la motivación de sus empleados y el buen ambiente de trabajo interno, ya que esos cambios producirán nuevas tensiones. Se deberá continuar con el desarrollo de la marca y su diversificación tanto en nuevo productos como mercados, que le permitan mantener sus fortalezas y seguir explorando las nuevas oportunidades de negocios que se le presenten a lo largo del mundo.

14.3 Análisis vertical y horizontal de las cuentas anuales consolidadas

Estado de situación patrimonial consolidado

Del análisis vertical del balance de situación patrimonial consolidado al 28/02/2020, correspondiente al ejercicio 2019, se observa que el activo no corriente (en adelante ANC) constituye el 82.4% del total del activo, mientras que el activo corriente (en adelante AC) representa el 17.6 % restante. Esta proporción del ANC se encuentra bastante estable en los últimos tres ejercicios, pero ha ido disminuyendo desde un 85.9% en 2013 hasta un 82 % en el ejercicios 2017.

En la tabla 30 se presenta un análisis vertical del activo, desde 2013 y hasta 2019.

Tabla 30 - Análisis vertical del activo

Activo	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Total Activo no corriente	14.775.130	14.819.669	15.017.493	15.254.710	15.690.177	15.625.753	15.650.195
	82,4%	82,6%	82,0%	83,1%	84,2%	84,3%	85,9%
Total Activo Corriente	3.155.348	3.124.369	3.306.981	3.093.448	2.941.043	2.901.953	2.569.453
	17,6%	17,4%	18,0%	16,9%	15,8%	15,7%	14,1%
Total Activo	17.930.478	17.944.038	18.324.474	18.348.158	18.631.220	18.527.706	18.219.648
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Importes en miles de euros.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Inglés S.A.

En la tabla 31 se presenta un análisis horizontal del activo. En este se observa que el ANC ha disminuido un 5.6% a lo largo de todo el periodo bajo análisis, que va del 2013 al 2019, reducción que se centra en los ejercicios 2016 a 2018 y que representa unos 875 millones de euros. Este importe se explica principalmente por una baja de 1648 millones en Inmovilizado material durante este periodo, que se vio parcialmente compensada por incrementos de 553 millones en Derechos de uso, 195 millones en Inversiones Inmobiliarias y 79 millones en otros activos intangibles.

Tabla 31 - Análisis horizontal del activo

Activo	Variaciones nominales y porcentuales						2019-2013
	2019-2018	2018-2017	2017-2016	2016-2015	2015-2014	2014-2013	
Total Activo no corriente	- 44.539	- 197.824	- 237.217	- 435.467	64.424	- 24.442	- 875.065
	-0,3%	-1,3%	-1,6%	-2,8%	0,4%	-0,2%	-5,6%
Total Activo Corriente	30.979	- 182.612	213.533	152.405	39.090	332.500	585.895
	1,0%	-5,5%	6,9%	5,2%	1,3%	12,9%	22,8%
Total Activo	- 13.560	- 380.436	- 23.684	- 283.062	103.514	308.058	- 289.170
	-0,1%	-2,1%	-0,1%	-1,5%	0,6%	1,7%	-1,6%

Importes en miles de euros.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Inglés S.A.

El total del Activo registra un valor máximo en 2015 de 18.631 millones de euros, y ha ido disminuyendo a lo largo de los últimos ejercicios hasta situarse al cierre del último ejercicio en 17.930 millones de euros, lo que representa una caída total del 3.76 %. Esta variación se explicará más adelante, al analizar en detalle el estado de evolución del patrimonio neto consolidado y las limitaciones que presenta el análisis de estados contables consolidados.

Esta menor proporción del AC en el período comprendido entre los ejercicios 2013 y 2016 también se vio reflejada en la posición de tesorería y equivalentes, que en dichos ejercicios representó entre un 0.5% y un 0.8% del total del activo, lo que medido respecto del AC representó entre un 3.4 % y un 5%. Esta partida al cierre del ejercicio 2019 representa el 1.2% del total del activo y el 6.6% del AC.

El informe de auditoría agrega al respecto que como consecuencia de los posibles impactos del COVID-19 y el nivel de incertidumbre existente, el Grupo, ha adoptado determinadas medidas de control y de refuerzo de su posición de liquidez para llevar a

cabo su actividad, destacando principalmente, la obtención de una nueva línea de crédito de 1.341 millones de euros, que se une a la capacidad de obtención de liquidez adicional a través de las fuentes de financiación existentes al 29 de febrero de 2020.

En el análisis horizontal se observa un incremento del AC en todo el periodo del 22.8 % o 585 millones de euros. Un incremento bastante acentuado en 2014.

En el ejercicio 2019 se reclasifican unos activos no corrientes al ponerlos a la venta e incrementando el AC en 363 millones de euros.

Las existencias se han mantenido relativamente estables en los últimos tres ejercicios, pero se han visto incrementadas desde la perspectiva de todo el período en análisis, en 452 millones de euros. Asimismo, y considerando todo el período, se ha incrementado la tesorería en 122 millones.

El informe de auditoría explica que en el grupo se utiliza el método retail para determinar el coste de las existencias partiendo del precio de venta menos un porcentaje estimado de margen bruto, en el cual se considera el precio de venta, las posibles rebajas a realizar en dichos precios de venta y la antigüedad de la mercancía, así como los cambios en temporadas y las tendencias, principalmente en artículos de moda. Este método se aplica de forma consistente para todas las familias de productos del Grupo. Con este método el inventario está valorado en todo momento al menor entre el coste o el valor neto de realización.

Una baja en deudores comerciales en 274 millones muy acentuada en los últimos dos ejercicios, y una disminución en deudores de empresas asociadas en 76 millones, compensan esas subas antes descritas y generan una suba neta de 585 millones en el AC.

La disminución de 875 millones en el ANC y el incremento de 585 millones en el AC explican una baja total del activo en 289 millones, lo que representa un 1.6 % desde 2013 al 2019.

Dentro del ANC destaca el inmovilizado material que representa al cierre de 2019 el 72.6 % del ANC y el 62.3 % del activo. Esta partida ha ido disminuyendo en relación con el total del activo desde el ejercicio 2013 en el que representaba el 70.3 % del mismo.

El grupo auditor explican en su informe que los elementos del inmovilizado material adquiridos para el uso en la producción o el suministro de bienes o servicios, o con fines administrativos, se presentan en el balance de situación consolidado a coste de

adquisición o coste de producción menos su amortización acumulada y las pérdidas por deterioro que hayan experimentado. Adicionalmente, y como resultado de aplicar la Norma de Primera Aplicación (NIIF 1) en el ejercicio 2013, se contabilizaron a valor razonable (en base a tasaciones de expertos independientes) como coste atribuido, determinados inmuebles y otros elementos de inmovilizado.

Los deudores comerciales representan en 2019 el 12.7 % del AC y un 2.2% del total del activo, pero esta partida ha disminuido drásticamente desde el ejercicio 2016 en donde representaba el 5.2% del activo y el 31% del AC.

En el ejercicio 2019 se incorporar al AC la partida Activos no corrientes mantenidos para la venta que representa el 11.5% del AC.

Se puede concluir entonces que el 82.4% de las inversiones realizadas por el grupo empresario corresponden a activos fijos, dentro de los que se destaca el Inmovilizado material, y que del 17.6 % invertidos en activos corrientes, se destacan principalmente las Existencias. Sumando el inmovilizado material y las existencias representan casi el 74% del total del activo.

En la tabla 32 se presenta el análisis vertical del pasivo y patrimonio neto. En este se observa que la proporción del patrimonio neto (en adelante PN) sobre el total del pasivo más el PN se ha mantenido relativamente estable en los últimos cuatro ejercicios, pasando de un 46.4% en los ejercicios 2016 y 2017 al 47.5% en los ejercicios 2018 y 2019, mostrando un incremento de un 1.1% puntos porcentuales.

El pasivo no corriente (en adelante PNC) representa en 2019 el 26.9 % del total del pasivo más el PN, mientras que el Pasivo corriente (en adelante PC) representa el 25.6%.

Tabla 32 - Análisis vertical del pasivo y patrimonio neto

Patrimonio neto y Pasivo	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Total Patrimonio neto	8.517.459	8.531.658	8.498.059	8.520.234	8.727.739	7.875.300	7.845.400
	47,5%	47,5%	46,4%	46,4%	46,8%	42,5%	43,1%
Total Pasivo no corriente	4.831.412	4.756.226	4.155.339	5.996.726	6.154.824	7.309.903	7.111.735
	26,9%	26,5%	22,7%	32,7%	33,0%	39,5%	39,0%
Total Pasivo corriente	4.581.607	4.656.154	5.671.076	3.831.198	3.748.657	3.342.503	3.262.513
	25,6%	25,9%	30,9%	20,9%	20,1%	18,0%	17,9%
Total Patrimonio neto y Pasivo	17.930.478	17.944.038	18.324.474	18.348.158	18.631.220	18.527.706	18.219.648
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Importes en miles de euros.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Inglés S.A.

Dentro del PN, el capital no se ha visto modificado, como tampoco la Reserva Legal que ya se encontraba constituida en su totalidad antes del período bajo análisis. Las otras

reservas si se han visto modificadas y han pasado de 8243 millones de euros en 2014 a 7986 millones en 2019, lo que representa una disminución del 3.11%. Durante todo el período bajo análisis el grupo ha presentado resultados positivos que, si bien se han distribuido parcialmente en dividendos, también se han incorporado parte de estos a Otras reservas, por lo que se analizará este asunto con mayor detenimiento al tratar la política de dividendos y la autofinanciación.

El PNC fue disminuyendo su proporción respecto del total del pasivo más PN desde 2013 en donde representaba un 39%, pasando a representar en 2017 el 22.7 % para luego situarse en 2019 en el 26.9 %.

Tabla 33 - Análisis horizontal del pasivo y patrimonio neto

Patrimonio neto y Pasivo	Variaciones nominales y porcentuales						2019-2013
	2019-2018	2018-2017	2017-2016	2016-2015	2015-2014	2014-2013	
Total Patrimonio neto	- 14.199	33.599	- 22.175	- 207.505	852.439	29.900	672.059
	-0,2%	0,4%	-0,3%	-2,4%	10,8%	0,4%	8,6%
Total Pasivo no corriente	75.186	600.887	- 1.841.387	- 158.098	- 1.155.079	198.168	- 2.280.323
	1,6%	14,5%	-30,7%	-2,6%	-15,8%	2,8%	-32,1%
Total Pasivo corriente	- 74.547	- 1.014.922	1.839.878	82.541	406.154	79.990	1.319.094
	-1,6%	-17,9%	48,0%	2,2%	12,2%	2,5%	40,4%
Total Patrimonio neto y Pasivo	- 13.560	- 380.436	- 23.684	- 283.062	103.514	308.058	- 289.170
	-0,1%	-2,1%	-0,1%	-1,5%	0,6%	1,7%	-1,6%

Importes en miles de euros.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Ingles S.A.

Al haber permanecido relativamente estable el PN en su proporción sobre el total del pasivo + PN, esta variación porcentual del PNC fue absorbida por el PC que paso del 17.9 en 2013, para situarse en 2017 en un 30.9% y representar en 2019 un 25.6%.

En la tabla 33 se presenta un análisis horizontal del pasivo y PN. En el mismo se observa que durante el periodo en análisis, pero con un énfasis en 2017, el PNC disminuyó un 32.1% o 2.280 millones de euros. La disminución se explica por las bajas en 2.369 de deudas no corrientes con entidades de crédito, 251 millones de pasivos por impuestos diferidos y 161 millones de Obligaciones y otros valores negociables, que fue compensado parcialmente con incrementos en los Pasivos por arrendamientos a largo plazo por 472 millones e incremento de 140 millones en Provisiones no corrientes.

Dentro del PNC no hay una partida que se destaque particularmente: las Provisiones no corrientes representan el 22.5 % del mismo, las Obligaciones y otros valores negociables NC representan el 25.7%, mientras que la deudas con entidades de crédito NC representan el 21.4 % y el Pasivo por impuesto diferido el 18.1%.

El PC sufrió un importante incremento entre los ejercicios 2013, en donde representaba el 17.9 % del total del Pasivo más PN, respecto del 2017, en donde llego a representar el 30.9% del mismo, para luego disminuir al 25.6 % actual.

La partida que más se destaca dentro del pasivo corriente son las Cuentas comerciales y otras cuentas para pagar, que en 2019 representan el 72.1 % del PC y el 18.4 % del total del pasivo más el PN.

La siguiente partida que se destaca son las Obligaciones y otros valores negociables corrientes, que representan en 2019 el 12.7 % del PC y el 3.2 % del total del pasivo más el PN.

A través del análisis horizontal del pasivo corriente, se observa un incremento del 40.6 % a lo largo de todo el periodo en análisis, con énfasis en el ejercicio 2017. Este incremento representa unos 1319 millones de euros. Las partidas que reflejan este incremento son: Obligaciones y otros valores negociables corrientes que se incrementa en 580 millones, Pasivos no corrientes mantenidos para la venta que en 2019 se incrementa en 265 millones y está asociado a los activos no corrientes mantenidos para la venta. Asimismo, las cuentas comerciales se incrementan en 382 millones, y los pasivos por arrendamiento financiero en 124 millones de euros.

La suba en 672 millones de euros del PN más la suba de 1319 millones en el PC menos la baja de 2280 millones del PNC, explican la baja en 289 millones del total del PN más pasivo, y representa una disminución del 1.6% entre 2013 y 2019.

Al realizar un breve análisis de las masas patrimoniales se observa que las inversiones no corrientes representan el 82.4% del total del activo, mientras que las inversiones corrientes participan con un 17.6 %. Por el lado del financiamiento, se observa que los fondos propios financian el 47.5% de dichas inversiones, mientras que la financiación ajena a la empresa representa un 52.5%. Asimismo, de esta financiación externa el 51.3 % es no corriente mientras que el 48.7% es un pasivo corriente. Los capitales permanentes representan el 74.4% del total del pasivo más el PN.

El informe de auditoría agrega que: la Dirección y los Administradores del Grupo consideran que el refuerzo de liquidez obtenido a través de una nueva línea de crédito de 1.341 millones de euros y las medidas de control de costes e inversiones implantadas, entre otras, permite al Grupo afrontar con garantía los impactos e incertidumbres provocados por el COVID 19. Estos factores, junto con la venta del Grupo Informática El Corte Inglés, la sólida posición financiera del Grupo tras la gestión realizada en los últimos ejercicios y el valor patrimonial del Grupo (activos fijos y financieros) permiten hacer frente con normalidad a los compromisos de pago a corto plazo y cubrir los desfases de los ingresos corrientes que la crisis sanitaria pudiera

provocar; y por tanto, formular las presentes cuentas anuales consolidadas bajo el principio de empresa en funcionamiento.

Estado de resultados consolidado

Del análisis vertical del estado de resultados consolidado correspondiente al ejercicio 2019, se observa que el 78.8 % de la cifra del negocio corresponde a venta de bienes, mientras que el 21.2 % corresponde a prestación de servicios.

Esta proporción se encuentra relativamente estable durante el período bajo análisis, habiendo incrementado 1 punto porcentual en favor de los servicios en el último ejercicio, pasando de 20.2 a 21.2%. Los ingresos por “prestación de servicios”, corresponden principalmente a los servicios de Agencias de Viajes, Tecnología de la Información y las Comunicaciones y Seguros, tal como se observa en la ilustración nro. 12 que se incluye a continuación.

CIFRA DE NEGOCIOS	% Aportación	Miles de euros		% Var. 19/18
		Ejercicio 2019	Ejercicio 2018(*)	
Retail	86,0	13.127.883	13.004.378	0,9
Servicios de agencia de viajes	17,9	2.731.651	2.721.983	0,4
Servicios de correduría de seguros	1,4	215.580	199.464	8,1
Otras líneas de negocios	0,3	38.918	39.548	(1,6)
Ajustes de consolidación	(5,6)	(853.254)	(878.872)	2,9
TOTAL	100	15.260.778	15.086.501	1,2

(*) Cifras modificadas a efectos comparativos. Véase Nota 4.2.15

Ilustración 12 - Distribución de la cifra de negocios por rubro

Fuente: Cuentas anuales del grupo El Corte Inglés para el ejercicio 2019.

El total de ventas del grupo se vio incrementado entre 2013 y 2017, pero ha descendido durante los dos últimos ejercicios, situándose al cierre del ejercicio 2019 casi a valores del 2015, solo un 0,26% apenas por encima de esos valores.

Cabe destacar que en estado de resultados consolidados correspondiente al ejercicio 2019, se muestra un incremento de las cifras de ventas de un 1.2%, pero esto se debe a que se compara contra valores del 2018 modificados a los efectos de su comparabilidad con los del ejercicio 2019, según se explica en la nota 2.4 de la memoria consolidada. Estas cifras han sido modificadas a efectos comparativos por la discontinuación de IECISA, Informática El Corte Inglés S.A., la empresa del grupo que proveía soluciones digitales. Pero si se compara contra las cuentas anuales de 2018, el total de la cifra neta del negocio ha disminuido en 522 millones de euros, lo que representa una disminución del 3.3 %.

Del total de ventas correspondientes al ejercicio 2019, 7.613 millones de euros corresponden al 1er semestre mientras que 7.648 corresponden al segundo semestre de dicho ejercicio económico, distribuyéndose semestralmente de manera equilibrada, un 49.9% en el primer semestre y un 50.1 en el segundo.

Considerando que el grupo informa una afluencia anual de clientes de más de 700 millones, se puede estimar una facturación promedio por visita que rondaría los 21.8 euros.

El análisis horizontal muestra un incremento total de la cifra de negocios de 1.039 millones de euros a lo largo del período bajo análisis, que en términos porcentuales representa un incremento del 7.3 % respecto de los valores de 2013.

Según datos del International Monetary Fund-IMF en su reporte World Economic Outlook Database, la inflación en España, base principal de las operaciones del grupo, para el período en análisis, se estima en 3.66 %, por lo que la cifra del negocio ha crecido el doble que la inflación en este período, y su incremento se debe una mitad a los incrementos en los precios producto de la inflación y el resto a un incremento en las cantidades vendidas.

El costo de la mercadería vendida y de los servicios prestados representa el 70.5 % del total de ingresos por ventas, y se ha visto incrementado en un punto porcentual desde 2013. Los costos por aprovisionamiento han disminuido 879 millones de euros durante el período en análisis, lo que representa una disminución del 8.9% respecto de los valores de 2013.

El Margen bruto, que representa el 29.5 % sobre la cifra del negocio, ha estado estable en los últimos ejercicios, pero se ha visto disminuido desde 2013, en donde representaba el 31.6%. En términos nominales ha aumentado unos 10 millones de euros desde 2013, lo que representa un 0.2%.

Los gastos en personal y otros gastos de explotación han disminuido del 22.9% sobre las ventas en el ejercicio 2018 al 21.5% en el ejercicio 2019. En 2013 representaban el 26.5 %. Durante el período bajo análisis han experimentado una reducción de unos 492 millones de euros, que representa un 13 % sobre valores del 2013. Esto ha permitido, a pesar de la disminución en el margen bruto, que el EBITDA crezca del 6.5% en 2018 al 7.8% en 2019, un crecimiento de 161 millones de euros y que representa un crecimiento del 15.7 %.

El grupo informa 88.268 empleados a nivel mundial, por lo que la remuneración anual promedio resulta en 27.476 euros, lo que hace una mensualidad promedio de 2113.5 euros más el aguinaldo. Al cierre del ejercicio 2017, el grupo informaba un total de empleados de 92.078, lo que es coherente con la disminución en la partida de gastos de personal durante los últimos ejercicios. Esta disminución está en línea con las fusiones de El corte Ingles con Hipercor y luego con Bricor, y la posterior venta de IECISA.

El análisis horizontal nos muestra que efectivamente el EBITDA se ha incrementado en 468 millones de euros durante el período en análisis, lo que representa un incremento del 65% respecto de los valores de 2013.

Las amortizaciones del inmovilizado han crecido en el último ejercicio, pasando de un 3.2% en 2018 y 2017, a un 4.1 % en 2019. El incremento de las amortizaciones durante el período en análisis es de 87 millones de euros, que representa un 16% respecto de valores de 2013.

El resultado de explotación, también conocido como EBIT o BAII, es de un 3.3% en 2019 y ha venido creciendo desde el 2013 en el que representaba el 1.3%. El EBIT o BAII creció unos 309 millones de euros en términos nominales desde 2013, que representa el 166% sobre el valor de dicho ejercicio.

El resultado financiero representa el 0.7% sobre las ventas y ha venido cayendo desde 2013 en donde representaba el 1.2 %. Este resultado ha disminuido en más de 63 millones desde 2013, lo que representa una disminución del 37.3% sobre los valores de ese ejercicio.

En consecuencia, el BAI o resultado antes de impuestos ha crecido desde un 0.1% en 2013, al 2.5% en 2019, creciendo en términos nominales unos 373 millones de euros desde 2013.

Si bien la tasa impositiva efectiva ha disminuido en 3.5 puntos porcentuales desde 2017, pasando de un 26.8% a un 23.2% en 2019, la carga impositiva (el impuesto efectivo medido sobre las ventas) ha subido del 0.5% al 0.6%.

El resultado del ejercicio después de impuestos representa en 2019 un 2 % sobre las ventas, habiéndose incrementado desde 2013 en donde representaba el 1.2 %. Este resultado se mantuvo relativamente estable entre 2013 y 2017, incrementándose en 2018 y 2019.

En la tabla 34 se presenta el análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias por los últimos 7 ejercicios.

Tabla 34 - Análisis vertical de la cuenta de pérdidas y ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA	2019	2.018	2017	2016	2015	2014	2013
Importe neto de la cifra de negocios	15.260.778	15.783.037	15.934.813	15.504.573	15.219.842	14.592.029	14.221.163
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Aprovisionamientos	- 10.756.368	- 11.086.681	- 11.249.548	- 11.110.204	- 10.760.014	- 10.226.009	- 9.876.707
	-70,5%	-70,2%	-70,6%	-71,7%	-70,7%	-70,1%	-69,5%
Margen Bruto	4.504.410	4.696.356	4.685.265	4.504.562	4.613.441	4.529.076	4.494.088
	29,5%	29,8%	29,4%	29,1%	30,3%	31,0%	31,6%
Gastos de personal	- 2.390.931	- 2.567.077	- 2.587.618	- 2.733.246	- 2.607.906	- 2.556.065	- 2.567.543
	-15,7%	-16,3%	-16,2%	-17,6%	-17,1%	-17,5%	-18,1%
Otros ingresos y gastos de explotación	- 888.763	- 1.054.374	- 1.043.955	- 1.001.678	- 1.093.029	- 1.146.618	- 1.205.134
	-5,8%	-6,7%	-6,6%	-6,5%	-7,2%	-7,9%	-8,5%
EBITDA	1.190.365	1.029.180	1.017.596	769.638	912.506	826.393	721.535
	7,8%	6,5%	6,4%	5,0%	6,0%	5,7%	5,1%
Amortización del inmovilizado	- 630.213	- 504.275	- 510.408	- 519.153	- 522.389	- 516.612	- 542.926
	-4,1%	-3,2%	-3,2%	-3,3%	-3,4%	-3,5%	-3,8%
Resultado de explotación- EBIT - BAI	496.180	421.031	411.684	257.453	299.131	295.708	186.182
	3,3%	2,7%	2,6%	1,7%	2,0%	2,0%	1,3%
Resultado financiero	- 107.308	- 167.939	- 135.596	- 96.954	- 222.125	- 280.900	- 171.205
	-0,7%	-1,1%	-0,9%	-0,6%	-1,5%	-1,9%	-1,2%
Resultado antes de impuestos - EBT - BAI	388.872	253.092	276.088	160.499	77.006	14.808	14.977
	2,5%	1,6%	1,7%	1,0%	0,5%	0,1%	0,1%
Impuesto sobre sociedades	- 90.225	- 66.945	- 73.893	- 37.775	81.127	103.270	126.512
	-0,6%	-0,4%	-0,5%	-0,2%	0,5%	0,7%	0,9%
Resultado del ejercicio de operaciones continuadas	298.647	186.147	202.195	122.724	158.133	118.078	141.489
	2,0%	1,2%	1,3%	0,8%	1,0%	0,8%	1,0%
Resultado después de impuestos de operaciones discontinuadas	11.387	72.064	-	-	-	-	32.860
	0,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Resultado del ejercicio - Beneficio después de impuestos	310.034	258.211	202.195	122.724	158.133	118.078	174.349
	2,0%	1,6%	1,3%	0,8%	1,0%	0,8%	1,2%

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Ingles S.A. (Importes en miles de euros)

El análisis horizontal muestra que el resultado del ejercicio después de impuestos ha crecido en 135 millones de euros respecto de valores de 2013, lo que representa un incremento del 77.8 %. Considerado respecto del resultado del ejercicio 2018, ese resultado ha crecido en un 20 %.

La rentabilidad del grupo será analizada al tratar el análisis por ratios, pero al comparar ese beneficio neto sobre las ventas con el promedio de empresas del mismo sector se puede establecer que el mismo se encuentra dentro de los márgenes habituales. Para poder establecer si se trata de un rendimiento sobre las ventas atractivo para los inversores, se deberá comparar el mismo sobre el patrimonio neto para determinar la rentabilidad financiera. Si bien el porcentaje del beneficio neto sobre las ventas es algo bajo, el monto de la cifra del negocio es muy alto.

En la tabla 35 se presenta un análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias para los últimos 7 ejercicios.

Tabla 35 - Análisis horizontal de la cuenta de pérdidas y ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA	2019-2018	2018-2017	2017-2016	2016-2015	2015-2014	2014-2013	2019-2013
Importe neto de la cifra de negocios	- 522.259 -3,3%	- 151.776 -1,0%	430.240 2,8%	284.731 1,9%	627.813 4,3%	370.866 2,6%	1.039.615 7,3%
Aprovisionamientos	330.313 -3,0%	162.867 -1,4%	- 139.344 1,3%	- 350.190 3,3%	- 534.005 5,2%	- 349.302 3,5%	- 879.661 8,9%
Margen Bruto	- 191.946 -4,1%	11.091 0,2%	180.703 4,0%	- 108.879 -2,4%	84.365 1,9%	34.988 0,8%	10.322 0,2%
Gastos de personal	176.146 -6,9%	20.541 -0,8%	145.628 -5,3%	- 125.340 4,8%	- 51.841 2,0%	11.478 -0,4%	176.612 -6,9%
Otros ingresos y gastos de explotación	165.611 -15,7%	- 10.419 1,0%	- 42.277 4,2%	91.351 -8,4%	53.589 -4,7%	58.516 -4,9%	316.371 -26,3%
EBITDA	104.858 14,5%	86.113 10,4%	- 142.868 -15,7%	247.958 32,2%	11.584 1,1%	161.185 15,7%	468.830 65,0%
Amortización del inmovilizado	- 125.938 25,0%	6.133 -1,2%	8.745 -1,7%	3.236 -0,6%	- 5.777 1,1%	26.314 -4,8%	- 87.287 16,1%
Resultado de explotación- EBIT - BAI	75.149 17,8%	9.347 2,3%	154.231 59,9%	- 41.678 -13,9%	3.423 1,2%	109.526 58,8%	309.998 166,5%
Resultado financiero	60.631 -36,1%	- 32.343 23,9%	- 38.642 39,9%	125.171 -56,4%	58.775 -20,9%	- 109.695 64,1%	63.897 -37,3%
Resultado antes de impuestos - EBT - BAI	135.780 53,6%	- 22.996 -8,3%	115.589 72,0%	83.493 108,4%	62.198 420,0%	169 -1,1%	373.895 2496,5%
Impuesto sobre sociedades	- 23.280 34,8%	6.948 -9,4%	- 36.118 95,6%	- 118.902 -146,6%	- 22.143 -21,4%	- 23.242 -18,4%	- 216.737 -171,3%
Resultado del ejercicio de operaciones continuadas	112.500 60,4%	- 16.048 -7,9%	79.471 64,8%	- 35.409 -22,4%	40.055 33,9%	- 23.411 -16,5%	157.158 111,1%
Resultado después de impuestos de operaciones discontinuadas	- 60.677 -84,2%	72.064	-	-	-	- 32.860 -100,0%	- 21.473 -65,3%
Resultado del ejercicio - Beneficio después de impuestos	51.823 20,1%	56.016 27,7%	79.471 64,8%	- 35.409 -22,4%	40.055 33,9%	- 56.271 -32,3%	135.685 77,8%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Inglés S.A. (Importes en miles de euros)

14.4 Balance financiero, análisis por línea de negocio y comparativo con empresas competidoras

Balance Financiero

Mientras en el activo se puede observar la estructura económica o productiva de la empresa, en el pasivo y patrimonio neto se puede observar su estructura financiera. El equilibrio económico-financiero es la relación que existe entre la estructura productiva y la financiera.

En la tabla 36, que se presenta a continuación, el lector podrá observar las inversiones en activos fijos y en NOF, y como estas son financiadas a través de los capitales permanentes y con deuda neta a corto plazo.

36 Balance financiero

Balance Financiero							
	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Inversiones	13.777.867	13.955.504	14.334.012	14.651.988	14.957.330	15.041.583	14.919.058
Inversion en Activo Fijo	14.775.130	14.819.669	15.017.493	15.254.710	15.690.177	15.625.753	15.650.195
Inversion neta en circulante= NOF	(997.263)	(864.165)	(683.481)	(602.722)	(732.847)	(584.170)	(731.137)
Capitales Empleados	13.777.867	13.955.504	14.334.012	14.651.988	14.957.330	15.041.583	14.919.058
Capitales Permanentes	13.348.871	13.287.884	12.653.398	14.516.960	14.882.563	15.185.203	14.957.135
Deuda neta a corto plazo	428.996	667.620	1.680.614	135.028	74.767	(143.620)	(38.077)
Fondo de Maniobra	(1.426.259)	(1.531.785)	(2.364.095)	(737.750)	(807.614)	(440.550)	(693.060)

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales del grupo El Corte Inglés S.A.

El balance financiero expone de una manera más resumida la posición de la situación financiera de la empresa. No muestra el total del activo, sino solo las inversiones que realiza la empresa tanto en activos fijos como aquellas destinadas a cubrir sus necesidades operativas de fondos. Por el lado del pasivo y patrimonio neto, muestra como estas son financiadas a través de los capitales permanentes y/o de la deuda neta a corto plazo, lo que se denomina “capitales empleados”.

La deuda neta a corto plazo, que representa los recursos negociados a corto plazo menos la tenencia de efectivo y similares, coincide con las necesidades de recursos negociados, que se calcula restando el fondo de maniobra a las NOF.

Se deberá tener en cuenta que este balance no es similar al balance de situación patrimonial. Del lado del activo, las inversiones corrientes en clientes y existencias se presentan netas de los pasivos espontáneos. Y por el lado del pasivo corriente, la deuda de corto plazo se presenta neta, al descontarle la posición de tesorería y otras inversiones de liquidez similar.

Puede observarse en el balance financiero que las inversiones en activo fijo presentan una tendencia a disminuir levemente. Han disminuido un 5.8 % en los últimos 6 ejercicios y un 5.6% considerando todo el período en análisis. Las NOF al ser negativas pasan de ser una inversión para convertirse en una fuente de financiación. Esto se debe a que los pasivos espontáneos son mayores que las inversiones en clientes y existencias, y representa una deuda que se renueva constantemente y que mientras la empresa siga en actividad y no cambien las condiciones de pago, no será exigible. Esta fuente de financiación, que se aplica a las inversiones del activo fijo, ha ido creciendo en un 71% en los últimos 6 ejercicios y un 36 % considerando todo el período en análisis.

Entre 2013 y 2016 las NOF y el FM, si bien ambos con importes negativos, no distan mucho uno del otro y esto permite que durante ese período las NRN sean bajas o incluso negativas. En cambio, en los últimos tres ejercicios, estas magnitudes se separan y generan una mayor deuda neta de corto plazo, especialmente durante el ejercicio 2017.

Los capitales permanentes han disminuido un 10.8% durante todo el período en análisis, compensando el crecimiento de la deuda neta de corto plazo.

Análisis de resultados por línea de negocios

La mayor parte de las inversiones del grupo corresponden a activos fijos, principalmente inmovilizado material, mientras que del 17.6% correspondiente a activo corriente, en

donde se destaca la inversión en existencias, que equivalen al 66,2% de activo corriente. El inmovilizado material y las existencias totalizan el 74 % del total del activo.

Del total del EBITDA generado en 2019 por el grupo, el 84.81% proviene de las empresas del grupo dedicadas a la venta de retail, el 5.93% del grupo Viajes El Corte Inglés, el 8.17% del grupo Seguros El Corte Inglés y el 1.07% restante de otras líneas de negocios.

El grupo Retail ha facturado durante 2019 unos 13.127.8 millones de euros, el grupo Viajes El Corte Inglés unos 2731.6 millones de euros, el grupo Seguros El Corte Inglés unos 215.58 millones de euros, mientras que otras líneas de negocios han facturado 38.9 millones y se descuentan en concepto de ajustes por consolidación unos 853.2 millones de euros.

En la tabla 37 se puede determinar cómo se distribuyen las ventas por línea de negocio y que EBITDA genera cada una de ellas, siendo el promedio del grupo de un 7.18%. El grupo retail proporciona un Ebitda sobre las ventas de un 7.1%. Se observa que Viajes El Corte Inglés es la línea de negocios que menor Ebitda genera sobre su facturación, alcanzando solo el 2.4%. Las líneas que generan más EBITDA son el grupo Seguros El Corte Inglés, que genera un 41.6% de Ebitda sobre su facturación, seguido por otras líneas de negocios de una participación actual poco significativa para el grupo, pero que generan un 31.3% de Ebitda sobre su facturación.

37 Ventas y EBITDA por línea de negocio

	Cifra de negocios 2019	Variación con respecto a 2018 en %	EBITDA 2019	Variación respecto de 2018	Ebitda sobre ventas 2019
Grupo Retail	13.127,88	0,9	930,52	5,4	7,1%
Grupo Viajes El Corte Inglés	2.731,65	0,4	65,06	1,9	2,4%
Grupo Seguros El Corte Inglés	215,58	8,1	89,68	10,6	41,6%
Otras líneas de negocio	38,92	-1,6	12,17	5,3	31,3%
Ajustes y eliminaciones de consolidación	- 853,25		- 0,34	N/A	
Grupo El Corte Inglés	15.260,78	1,2	1.097,09	5,4	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada en el sitio web www.elcorteingles.es (Importes en miles de euros)

También se observa en el cuadro que, respecto de 2018, el ebitda creció más que proporcionalmente en todas las líneas de negocio que lo que ha crecido la facturación, especialmente en el grupo Retail que la facturación creció casi un 1 % respecto de 2018, pero el EBITDA ha crecido un 5.4% respecto del mismo período.

En la tabla 38 se detalla la aportación que realiza cada línea de negocios al total de la cifra del negocio.

38 Aportación por línea de negocio

CIFRA DE NEGOCIOS	% Aportación	Miles de euros		% Var. 19/18
		Ejercicio 2019	Ejercicio 2018(*)	
Retail	86,0	13.127.883	13.004.378	0,9
Servicios de agencia de viajes	17,9	2.731.651	2.721.983	0,4
Servicios de correduría de seguros	1,4	215.580	199.464	8,1
Otras líneas de negocios	0,3	38.918	39.548	(1,6)
Ajustes de consolidación	(5,6)	(853.254)	(878.872)	2,9
TOTAL	100	15.260.778	15.086.501	1,2

(*) Cifras modificadas a efectos comparativos. Véase Nota 4.2.15

Fuente: Cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Inglés para el ejercicio 2019.

Según datos publicados en su sitio web, la línea principal de negocios del grupo es el retail, que equivale al 86 % del total de la facturación del grupo en 2019, y 82.2 % en 2018. El negocio de la distribución constituye la base sobre la que se ha ido construyendo el Grupo El Corte Inglés. Además de los establecimientos comerciales El Corte Inglés, el grupo cuenta con la cadena de supermercados Supercor y la enseña especializada en moda Sfera.

El Corte Inglés, fusionado en agosto de 2017 con Hipercor, se fusionó en 2019 con la cadena Bricor, la cual fue absorbida. Este conjunto de empresas facturó en 2018 el 75.13% de la cifra total del negocio del grupo.

Supercor y Supercor Exprés presentó en 2018 una cifra de negocio de 690.54 millones de euros, lo que representó un 4.37% del total de facturación del grupo.

La cadena de moda y complementos Sfera ha mantenido una senda ascendente con una aportación a la cifra de negocios de 426,88 millones en 2018, lo que en ese año representó el 2.7% del total de facturación. La cadena cuenta con 162 tiendas propias, de las cuales 102 están en España, 46 en México, 8 en Portugal, 3 en Grecia y 3 en Polonia, y está presente en otros 10 países a través de tiendas de propiedad de terceros.

Del total de ventas de retail, el 38.4% corresponde a artículos de moda, el 21.5% a artículos de alimentación, el 16.8% a artículos asociados con el ocio y la cultura, un 11.2 % en artículos para el hogar y un 2.9% a varios. El resto, un 9.3 % corresponde a ventas a empresas del grupo y otros ingresos.

Análisis comparativo con otras empresas competidoras

Esta proporción del ANC de 82.4 % es bastante superior al valor promedio en empresas de tamaño comparable del sector venta al por menor de productos alimenticios, bebidas y tabaco en establecimientos especializados, según el informe de Ratios Sectoriales 2018 elaborado por ACCID, que ronda entre el 51% y el 62% en el último trienio. Para obtener un ratio más preciso, se deberá realizar un promedio ponderado en función de los distintos sectores en que participa el grupo, pero partiendo de la base que el mayor caudal de ingresos lo obtiene de la venta al por menor, es posible tomarlo en forma preliminar.

Dada la fuerte presencia de los productos de moda en la composición de las ventas del grupo, luego seguido por otros artículos de consumo como alimentos y bebidas o electrónicos, se tomarán en cuenta ratios de empresas similares que se dediquen a esos rubros para poder compararlos con los que se obtengan del análisis de sus cuentas anuales. Dado que no hay empresas de similar tamaño que operen exactamente en los mismos rubros y espacios geográficos, se ha optado por comparar los mismos con los de las empresas Mercadona, Eroski, H&M, Amazon e Inditex.

El grupo Mercadona ha facturado en su ejercicio 2019 un 53% más que el grupo el Corte Ingles, tuvo ingresos por 25.500 millones de euros en 2019, y presenta un activo total que se corresponde a solo el 54% del activo del grupo El Corte Ingles (en adelante GECl). La proporción de su ANC es del 69.6%, superior al promedio sectorial pero inferior al valor del GECl, que es del 82.4%.

El grupo Eroski presenta activos por 3287 millones de euros (un 18.33 % del activo de GECl), e ingresos por ventas de 4698 millones de euros (un 30.78% de las ventas del GECl). En este grupo, el ANC representa el 75.4 % del total del activo, situándose entre los Mercadona y GECl.

Inditex por su parte, presenta una proporción inferior de ANC, ubicándose en un 59.8%. Este grupo empresario presenta activos un 58.3% más altos que GECl, y su cifra de negocios es un 85.3% superior.

H&M presenta una proporción aun inferior a la de Inditex, representando sus ANC el 48.3% del total de activos. Sus activos totales están valuados en coronas suecas, que convertidos a euros representan aproximadamente unos 11.807 millones de euros, lo que equivale al 65.8% de los activos del GECl. Sus ventas en 2019 equivalen a 22.809 millones de euros, cifra un 49.4% superior a las del GECl.

Amazon tiene una proporción de ANC del 57.2%. El total de sus activos, valuados en dólares estadounidenses, equivalen a 190.853 millones de euros, 10.6 veces superior a los del grupo ECI, y con una cifra de ventas equivalente a 15.5 veces la del GECl.

Al comparar con todos estos competidores, se observa que todos ellos tienen una mayor rotación de sus activos, que se calcula como la cifra de negocios partida por el total del activo. Además, se observa que esa distorsión se centra en los activos no corrientes, en donde el GECl presenta una mayor proporción que el resto de las empresas analizadas.

La proporción de disponible del GECl del 1.2 % sobre el total del activo es muy inferior al valor promedio de empresas de tamaño similar del sector venta al por menor de productos alimenticios y bebidas, que ronda entre el 12 y el 15 % del total del activo, y es inferior al del grupo Mercadona, que cerró el ejercicio 2019 con una proporción de efectivo y equivalentes del 20.4% sobre el total del activo, Amazon con un 24.4%, Inditex con un 28.5%, mientras que H&M mantiene un 10.2% y Eroski un 5.5%. La proporción del GECl es inferior al resto, lo que podría generar tensiones en los pagos, especialmente ante las situaciones que ocasiona la crisis sanitaria provocada por el COVID-19. El grupo ha negociado una ampliación en la línea de crédito, pero sería recomendable a futuro desinvertir en inmuebles no estratégicos que permitan al grupo reducir su deuda e incrementar su disponible.

Dentro del AC se destaca la partida Existencias que representan en 2019 el 66.2% del mismo y un 11.7% del total del activo. Comparando contra datos del informe de Ratios Sectoriales 2018 de ACCID, esta proporción es menor al valor promedio en empresas similares del sector de venta al por menor de alimentos y bebidas, que es de aproximadamente el 18.7 % del total del activo. En el caso particular del grupo Mercadona, esta proporción es del 6.72%, inferior al valor del GECl, mientras que en Eroski representaba al cierre un 12.7 % del total del activo, algo superior al valor del GECl. Inditex mantiene una proporción al cierre de 2019 del 8 % sobre el total del activo, Amazon del 9,1% mientras que H&M supera a todos con un 31.4%. En este análisis comparativo, se observa que existe la posibilidad de reducir un par de puntos porcentuales la tenencia de existencias.

Los deudores comerciales representan el 2.2 % del activo, bastante más bajo que el promedio de otras empresas del sector, en donde el realizable ronda entre el 13 % y el 18 % del total del activo, pero algo superior al del grupo Mercadona que representa el 1.17% del activo, y en Eroski el 5.4% del total del activo. En Inditex representan el 2.7 %, mientras que en H&M representan el 7.6% y en Amazon el 9.1% del total del activo.

Del análisis comparativo, no surgen oportunidades de mejora en estas partidas, ya que la empresa se encuentra ubicada entre los valores de Mercadona y lo de Inditex.

La proporción del PN sobre total de PN y pasivo de 47.5 %, es mayor al promedio obtenido del informe de ratios sectoriales 2018 ya citado, que ronda entre el 35% y el 39 %, por lo tanto, el grupo se encuentra menos apalancado que otras empresas similares del sector. Situación que se analizará más adelante en detalle. Según las cuentas anuales 2019 del grupo Mercadona, dicho grupo posee una proporción mayor del PN sobre el total del pasivo más PN, que alcanza el 62.5%. En Inditex esta proporción es del 52.7%, en H&M del 47.4%, mientras que en Amazon es de solo el 27.6% y en Eroski, al contar con ganancias acumuladas negativas, el porcentaje del PN sobre el total del pasivo +PN es de solo un 7.5 %.

Tomando como comparables empresas de venta al por menor de productos alimenticios y bebidas, de mediano y gran tamaño, el PNC representa en general un valor menor, entre el 11% y el 18 %, mientras que el PC representa una mayor proporción llegando incluso a valores del 51% sobre el total del pasivo y patrimonio neto, siendo en EGCI estos valores de 26.9% y 25.6% respectivamente.

La proporción de deudas no corrientes con entidades de crédito, que en 2019 es del 5.8% sobre el total del pasivo más patrimonio neto, se encuentra por debajo de los valores usuales del sector, que ronda entre el 7% y el 11 %.

Las Cuentas comerciales y otras cuentas para pagar, que en 2019 representan el 72.1 % del PC y el 18.4 % del total del pasivo más el PN, se encuentra entre el rango promedio del sector ya mencionado, que ronda entre el 11 % y el 22 % del total del pasivo más PN. En el caso del grupo Mercadona, esta partida se corresponde con el 25.7% del total del pasivo más el PN, de lo que se observa que el grupo se financia en mayor proporción con este tipo de pasivos espontáneos. En el caso de Eroski, representa el 31.4 del total del pasivo más PN. En el caso de Amazon es del 20.9%, Inditex es del 19.2 % y en H&M de solo el 6.5%.

Estas inversiones se financian en un 47.5 % con fondos propios y en un 62.5 % con pasivos. Del total del pasivo el 51.3% es pasivo no corriente y el 48.7 es pasivo corriente. El PNC fue disminuyendo durante el periodo bajo análisis, en beneficio del PC, y actualmente se observa una mayor proporción de deuda corriente medida en relación con la deuda total. Los capitales permanentes, o sea la suma de fondos propios y pasivo no corriente, representan el 74.4 % del total del PN más pasivo. Dentro del

pasivo corriente se destacan las Cuentas comerciales y otras cuentas para pagar, que en 2019 representan el 72.1 % del PC

Siendo los activos fijos el 82.4% del total del activo, y los capitales permanentes del 74.4% del total del pasivo más el patrimonio neto, estos últimos no llegan a cubrir los activos fijos, por lo que el fondo de maniobra (en adelante FM) es negativo y representa el 8 % del activo.

Esta situación se analizará más en detalle en el punto siguiente, pero es una situación común para las empresas que venden al contado y compran a plazo, como los supermercados y grandes tiendas de almacenes, que financian en gran medida sus necesidades operativas de fondos (en adelante NOF) con pasivos espontáneos.

Como se observa en un párrafo anterior, el 72.1% del PC corresponde a uno de los principales pasivos espontáneos del grupo y que al cierre del ejercicio 2019 representa el 18.4% del total del pasivo más PN. Con lo que se podría decir que el 18.4 % del activo se está financiando con este pasivo espontáneo, que permanece relativamente estable durante el período en análisis, y que mientras la empresa continúe en actividad no será exigible, ya que se ira renovando constantemente.

El costo de la mercadería vendida y de los servicios prestados representa el 70.5 % del total de ingresos por ventas, para el grupo Mercadona representa un 74.3%, exactamente el mismo valor del grupo Eroski. Estos últimos valores están dentro del rango que relevan los ratios sectoriales de alimentos y bebidas, que indican un rango de entre el 72.5% y 75.6%, mientras que el GECl tiene valores inferiores. Sin embargo, en Inditex esta relación es de solo el 44.1%, en H&M el 47.4%. Se puede inferir de manera preliminar, que el sector de la moda tiene un mayor margen bruto de ventas que el de los alimentos. En tanto que Amazon, que participa en una generalidad de sectores, tiene valores intermedios del 59% de CMV, lo representa un margen bruto del 41%.

Siendo la participación de los artículos de moda del 38.3% de las ventas de retail, y correspondiendo a los alimentos y bebidas un 21.4%, lo que totaliza entre ambas casi el 60 % de las ventas de retail, se considera necesario analizar la composición del coste de las mercaderías de los artículos de moda para evaluar si se corresponden a los de los competidores, o si son mayores y por ello el CMV total se encuentra cercano al 70.5%.

De la cuenta de resultados, la partida más llamativa es el costo de los aprovisionamientos que, con las observaciones de los párrafos anteriores, presentan alguna oportunidad de mejora, con el objeto de mejorar los márgenes brutos de venta.

Dentro de los costos de operación del GECl, relucen los gastos en personal, que en el caso del GECl representan un 15.7% sobre las ventas. En Mercadona este gasto es en proporción inferior, representando un 13.2%. En Eroski es de 14.1%, mientras que en Amazon es del 22.9% y en H&M del 40.7%.

Las amortizaciones en GECl corresponden al 4.1% de las ventas, en Mercadona un 2.4%, Eroski 1.9%, H&M el 4.5%, en Inditex del 10% mientras que en Amazon no son significativas.

14.5 Análisis por ratios y otras magnitudes

14.5.1 Liquidez, liquidez estricta y disponibilidad

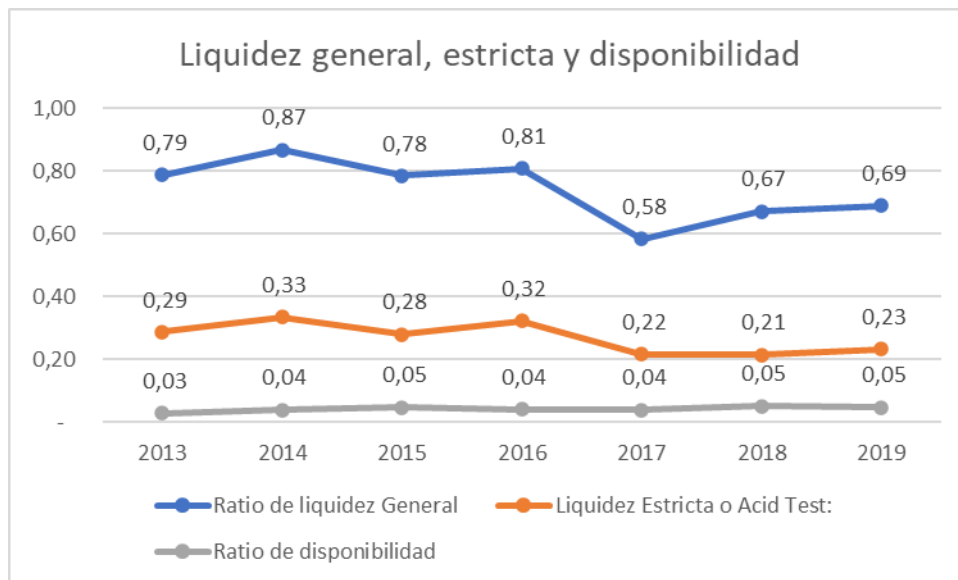
El ratio de liquidez general que se calcula partiendo el activo corriente por el pasivo corriente, nos arroja un valor de 0.69. Esto quiere decir que el grupo solo cubre el 69% del pasivo corriente con su activo corriente. Analizando su evolución, vemos que es superior a los dos ejercicios anteriores, pero inferior a la de los ejercicios anteriores a estos. En 2014 alcanzó un 0.87.

El ratio de liquidez estricta es aún inferior, ya que el cálculo es similar al anterior solo que al numerador se le restan las existencias ya que son menos liquidas. En el ejercicio 2019 nos da un valor de 0.23. Esto significa que con la liquidez actual y cobrando los deudores por venta, solo llega a pagar el 23% de sus pasivos corrientes. Ha evolucionado de manera similar a la liquidez general, siendo en 2014 del 0.33.

En la ilustración nro. 13 se detalla la evolución de la liquidez general, liquidez estricta y del ratio de disponibilidad.

El ratio de disponibilidad, que surge de partir la tesorería con el pasivo corriente, es de apenas el 4.6%, inferior al 5% del 2017 pero superior al resto del período en análisis.

La relación disponible más realizable sobre el activo corriente es en 2019 del 19.5%, muy inferior al resto de los ejercicios del período. Esto se debe a la baja que se fue dando sobre las cuentas por cobrar. Si comparamos esto mismo no contra el activo corriente sino contra el total del activo, esta relación representa solo el 3.4%.



13 Liquidez general, estricta y disponibilidad

Fuente: Elaboración propia.

14.5.2 Estructura del capital y solvencia

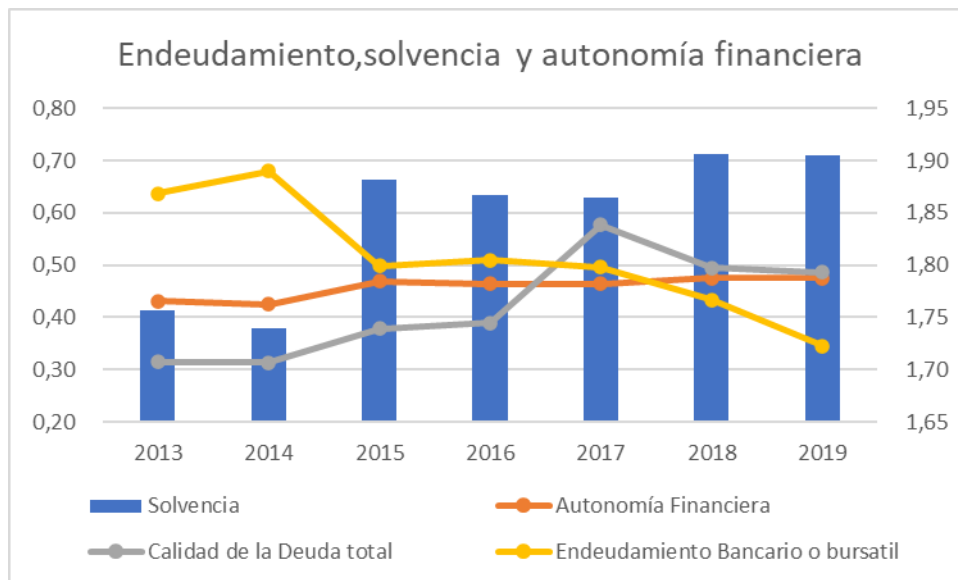
La solvencia se mide partiendo el activo total con la suma del pasivo corriente y no corriente. En el ejercicio 2019, este ratio da un valor de 1.9, que significa que el activo cubre o garantiza casi dos veces el total del pasivo. La solvencia ha ido evolucionando en el periodo de manera favorable, habiendo comenzado en 2013 con un valor de 1.76

La participación de fondos propios es del 47.5%, mientras que la deuda participa en un 52.5%. La participación de la deuda ha venido disminuyendo desde 2013 en donde casi representaba el 57%, y en consecuencia ha ido incrementándose la participación del capital.

Una de sus fuentes de financiamiento son los pasivos espontáneos, que representan un 46% del total del pasivo, mientras que otro 30% del pasivo corresponde a deuda con entidades de crédito u obligaciones negociales emitidas.

Si bien la participación del endeudamiento es mayor a la del patrimonio neto, se puede afirmar que se trata de una empresa muy endeudada. Tampoco se trata de una empresa muy capitalizada, más bien se encuentra en una situación intermedia o equilibrada.

En la ilustración nro. 14 se presenta la evolución del endeudamiento, la solvencia y la autonomía financiera entre 2013 y 2019.



14 Endeudamiento, solvencia y autonomía

Fuente: Elaboración propia.

14.5.3 Análisis de crédito y endeudamiento

El informe no financiero correspondiente al ejercicio 2019, describe que “el ejercicio 2019 ha estado marcado por una suma de acontecimientos significativos para todo el Grupo. El más reciente, firmado en febrero de 2020, ha sido el acuerdo alcanzado para refinanciar la deuda bancaria por un importe agregado máximo de hasta 2.000 millones de euros. El contrato, que asegura una financiación estable, con menor coste, mayores plazos y sin garantías fue suscrito por 24 entidades financieras que mostraron así su respaldo a la gestión y al plan de negocio que desarrolla la compañía. El acuerdo ha permitido ampliar los plazos hasta febrero 2025 y disminuir en 50 millones la financiación bancaria actual del Grupo.”

El ratio de endeudamiento general, que se calcula partiendo el pasivo total sobre el patrimonio neto, nos da un valor de 1.11 que ha ido evolucionando favorablemente para el grupo en el periodo bajo análisis, y siendo actualmente la autonomía financiera del grupo de un 47.5%.

El endeudamiento a corto plazo, que se mide partiendo el pasivo corriente sobre el patrimonio neto da un valor de 53.8%, mientras que el endeudamiento a largo plazo da un valor de 56.7%

El endeudamiento bancario ha ido disminuyendo en el período, situándose actualmente en un 12.5%.

La calidad de la deuda mide el porcentaje del total de esta que corresponde a deuda corriente. En 2019 ese valor es del 48.7%, habiendo tenido mejores ratios en 2013 y 2014 en donde representaba solo el 31.4%

La capacidad de devolución compara el cash Flow económico partido por el total de préstamos, y nos da un valor de 32.6%. Por lo que, para poder hacer frente a sus préstamos bancarios y obligaciones emitidas, precisa al menos del cash Flow de tres ejercicios económicos.

La capacidad de pago del préstamo es similar al anterior, pero utiliza el cash Flow bruto y en 2019 nos da un valor de 35.9%.

El ratio de cobertura de servicios de la deuda, que se calcula partiendo el EBITDA por la suma de los intereses más los préstamos a corto plazo, nos da un valor de 1.6 y significa que con el EBITDA puede hacer frente a estos gastos. Este ratio evoluciono favorablemente en los últimos ejercicios siendo en 2017 de solo 0.5.

La carga financiera mide la proporción de los gastos financieros sobre las ventas. En 2019 da un valor de 0.7%, que ha venido disminuyendo desde 2013 en donde representaba el 2.1%.

La cobertura para gastos financieros se calcula partiendo el BAI1 sobre los gastos financieros y da un valor de 4.4. Este ratio se ha duplicado respecto del ejercicio anterior y representaba solo 0.61 en 2013.

El interés promedio calculado en función de los gastos financieros sobre las deudas bancarias más obligaciones negociables emitidas, se corresponde al 3.9% en el último ejercicio, siendo que en 2015 representaba el 6.7%.

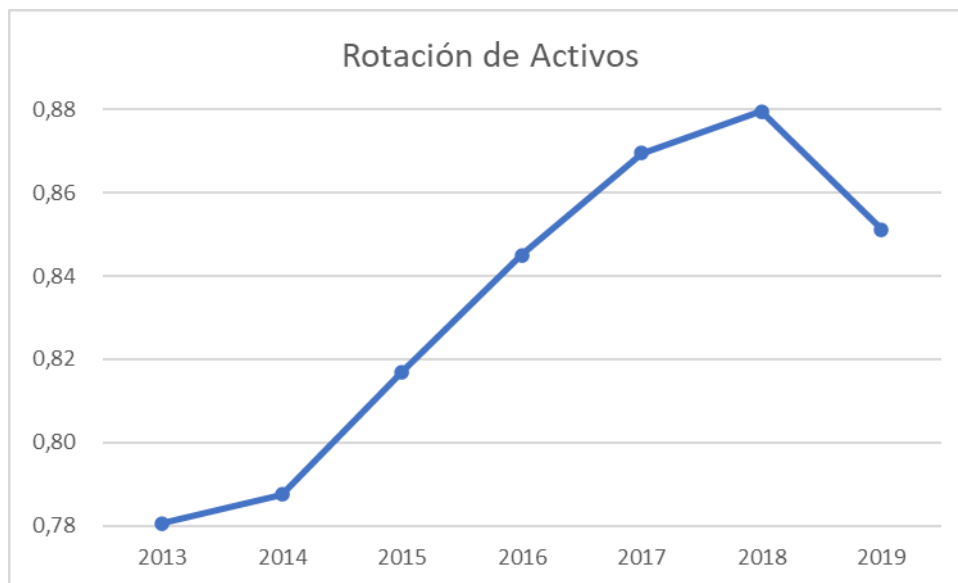
14.5.4 Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero se ha calculado partiendo el ROE por el ROA. Esta relación entre el beneficio del capital propio y el beneficio de los activos muestra la participación del endeudamiento en el financiamiento de las inversiones. Si el endeudamiento tiene un costo menor al ROA, esta diferencia entre ambos afectará positivamente al ROE. Pero el apalancamiento también tiene su lado negativo, y en caso de pérdidas, el impacto en el ROE será mayor. La proporción de ese impacto, tanto positivo como negativo, es lo que mide el ratio del apalancamiento.

Durante 2013 el apalancamiento financiero tuvo un valor de 2.17, el más alto del período bajo análisis. Entre 2014 y 2017, ha mostrado valores apenas por encima de la unidad. Mientras que en los últimos dos ejercicios ronda el 1.3.

14.5.5 Rotación de activos

En la ilustración nro. 15 se presenta la evolución de la rotación de los activos entre 2013 y 2019. La rotación de activos, que se mide partiendo las ventas sobre el total de activos, es del 0.85. Si lo consideramos solo sobre los activos corrientes es de 4.84. Mientras que, si la comparamos sobre los activos fijos, es de 1.03



15 Rotación de los activos

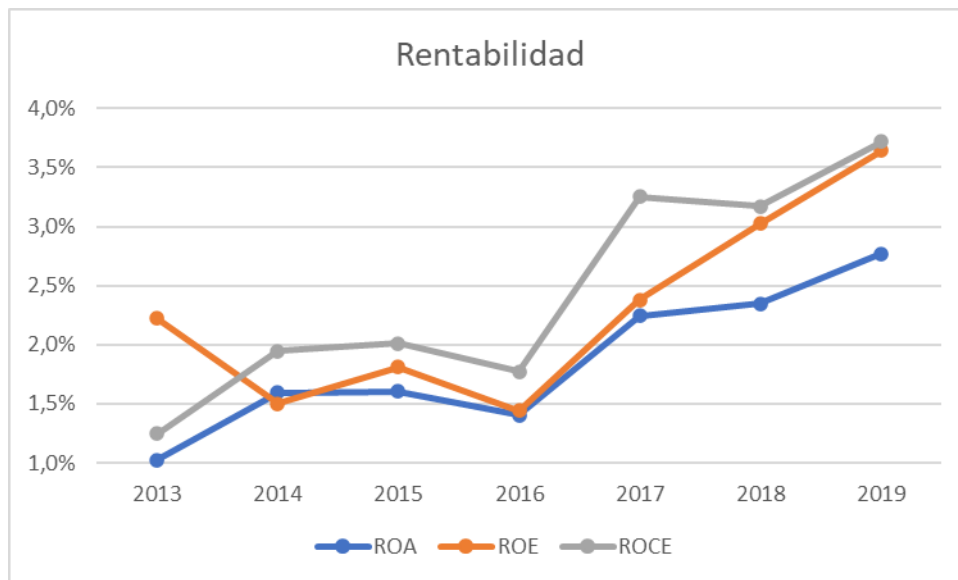
Fuente: Elaboración propia.

La rotación de inventarios, que se calcula partiendo el costo de las mercaderías vendidas sobre las existencias, da un ratio de 5.15. Esto significa que la inversión en inventario circula más de 5 veces en el año. Estas rotaciones han permanecido relativamente estables en los últimos ejercicios.

14.5.6 Rendimiento del capital invertido y análisis de rentabilidad

En la ilustración nro. 16 se presenta la evolución del ROA, ROE y ROCE entre 2013 y 2019.

El ROA es la rentabilidad económica o traduciendo del inglés sería el rendimiento sobre los activos invertidos. En 2019 es del 2.8% y se calcula partiendo el BAII sobre el total del activo. El BAII es el beneficio antes de intereses e impuestos. El ROA ha venido creciendo desde 2013 en donde representaba el 1%.



16 ROA, ROE y ROCE

Fuente: Elaboración propia.

El ROE es la rentabilidad sobre los fondos propios o rentabilidad del accionista y se calcula partiendo el beneficio después de impuestos sobre los fondos propios. En 2019 arroja un valor de 3.6% y ha mejorado desde 2014 en donde representaba el 1.4%.

El ROCE es el retorno sobre el capital empleado y sirve para comparar las rentabilidades relativas de las empresas. Se calcula partiendo el EBIT por el capital empleado multiplicado por 100. $ROCE = (EBIT / \text{Capital Empleado}) \times 100$. Siendo el EBIT o BAIT el beneficio antes de intereses e impuestos y el capital empleado se corresponde a los capital permanentes, que se calcula de distintas formas, una de ella es restando el pasivo corriente al total del activo.

El ROCE evolucionó favorablemente en el período bajo análisis, pasando de un 1.2% en 2013 a 3.7% en 2019. En los últimos dos ejercicios ha registrado valores de 3.2 y 3.3 %.

Si se descompone la rentabilidad financiera o de los fondos propios por el método de pares, se puede observar cómo la misma es fruto de la interacción entre las variaciones en la rotación del capital y el margen sobre las ventas, de los que resulta la rentabilidad económica, más las variaciones en el apalancamiento financiero y el efecto fiscal.

En la tabla 39 se presenta una descomposición de la rentabilidad financiera por el método de pares. En la misma puede observarse que el incremento de la rentabilidad financiera en 2019 respecto de 2018 se debe a un incremento en el margen sobre ventas, un mayor apalancamiento financiero y a un menor impacto fiscal, que más que compenso una menor rotación del activo.

39 Descomposición de la rentabilidad financiera por el método de pares

Descomposición Rentabilidad Financiera	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Rotación del activo	0,851	0,880	0,870	0,845	0,817	0,788	0,781
Margen sobre ventas	3,25%	2,67%	2,58%	1,66%	1,97%	2,03%	1,31%
Rentabilidad Económica	2,77%	2,35%	2,25%	1,40%	1,61%	1,60%	1,02%
Apalancamiento financiero	1,650	1,264	1,446	1,343	0,550	0,118	0,187
Efecto fiscal	0,768	0,735	0,732	0,765	2,054	7,974	9,447
Rentabilidad financiera	3,51%	2,18%	2,38%	1,44%	1,81%	1,50%	1,80%

Fuente: Elaboración propia

El apalancamiento calculado en este cuadro difiere del calculado en el apartado respectivo, ya que este considera el efecto fiscal por separado.

14.5.7 El crecimiento y su financiamiento

Los planes financieros colaboran para mantener la coherencia entre los objetivos de crecimiento, las inversiones necesarias para alcanzarlo y la fuente de financiamiento utilizada. Las consecuencias financieras de los planes de crecimiento estarán ligadas a la fuente de financiamiento empleada. Esta tendrá consecuencias tanto en el balance de situación patrimonial como en la cuenta de pérdidas y ganancias.

La participación de la deuda se redujo de 56.9% en 2013 a 52.5% en 2019, por lo tanto, la participación de los fondos propios ha subido y se ha mejorado el ratio de solvencia y el de endeudamiento general, así como la autonomía financiera. Asimismo, ha mejorado la capacidad de devolución de la deuda, el ratio de utilización de deuda, ha bajado la carga financiera y subido el ratio de cobertura de gastos financieros.

En tanto a la autofinanciación por mantenimiento, esta ha crecido desde un 3.2% en los últimos dos ejercicios hasta representar el 4.1% sobre las ventas en 2019, lo que significa unos 630 millones de euros.

La autofinanciación por enriquecimiento está relacionada con el resultado del ejercicio, después de impuestos, y la política de dividendos que la junta de accionistas haya establecido y que permita retener todo o parte de las utilidades para reinvertirlas en el negocio. Solo será conveniente para el accionista la reinversión de las utilidades cuando estas puedan generar iguales o mayores beneficios que el ROA de la empresa. En caso contrario, el reinvertir las utilidades a tasas de rentabilidad menores solo perjudicaría la rentabilidad del accionista o ROE.

La sociedad ha presentado resultados positivos en todo el período bajo análisis, totalizando unos 1330 millones de euros en beneficios después de impuestos atribuibles a la sociedad dominante. Si bien el total de los fondos propios se ha visto reducido en

14.5 millones de euros entre 2013 y 2019; el patrimonio neto ha crecido en ese mismo período unos 672 millones de euros, lo que representa un porcentaje algo superior al 50.5% de los beneficios obtenidos. Se analizarán estas variaciones en detalle al tratar sobre el estado de evolución del patrimonio neto.

El crecimiento, visto como el incremento de la cifra total del negocio, no se ha dado en los últimos dos ejercicios ya que las ventas de bienes y prestaciones de servicios han descendido un 4.2% desde 2017.

14.5.8 Sistema Dupont

El sistema Dupont descompone el cálculo de la rentabilidad financiera o rendimiento de los fondos propios en tres componentes que explican cómo va variando el mismo. El efecto del apalancamiento financiero lo calcula en forma distinta y partiendo el total del activo por el patrimonio neto.

En la tabla 40 se presenta el cálculo efectuado a través del sistema Dupont para el período comprendido entre los ejercicios 2013 y 2019.

40 Sistema Dupont

Sistema DUPONT	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Fórmula de cálculo
Margen neto de utilidad	1,96%	1,18%	1,27%	0,79%	1,04%	0,81%	0,99%	Utilidad neta / ventas
Rotación de los activos	0,851	0,880	0,870	0,845	0,817	0,788	0,781	Ventas / Activos
Apalancamiento financiero	2,105	2,103	2,156	2,153	2,135	2,353	2,322	Activos / Patrimonio
Sistema Dupont	3,51%	2,18%	2,38%	1,44%	1,81%	1,50%	1,80%	Utilidad neta / Patrimonio

Fuente: Elaboración propia.

En este caso se observa que, si bien la rotación de los activos ha disminuido respecto del 2018, el margen neto de utilidad ha crecido significativamente y generado un crecimiento de la rentabilidad financiera, no habiendo variado el efecto del apalancamiento según este sistema.

14.5.9 EVA: Valor económico añadido

El EVA es un método que permite medir si una empresa está creando o destruyendo valor. Es una forma de evaluar el desempeño financiero de una empresa. La fórmula para calcularlo es: $EVA = UAIDI - (\text{Activo} \times \text{costo del capital})$. El UAIDI se obtiene sumando al beneficio neto los intereses y restando los resultados extraordinarios.

En palabras de Amat (2016) “el EVA es lo que queda una vez se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Por tanto, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el coste de oportunidad de los accionistas”.

Si el EVA es positivo, la empresa está creando valor para el accionista, en cambio si el EVA da negativo, lo estaría destruyendo.

En la tabla 41 se presenta el cálculo del valor económico añadido realizado para el período comprendido entre los ejercicios 2013 y 2019.

41 Valor económico añadido EVA

Calculo del EVA	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Fórmula de cálculo
UAIDI	405.955	354.086	337.791	219.678	380.258	398.978	312.694	BDI + Intereses - Resultados extraordinarios
Capital invertido CI	12.048.288	12.323.900	12.823.618	12.941.488	13.120.340	13.364.697	12.959.770	Activo menos pasivos espontaneos
WACC	3,9%	5,5%	4,8%	5,0%	6,7%	6,7%	6,3%	Costo promedio ponderado del capital
CI x Costo promedio ponderado del Capital	471.846	678.621	617.159	643.951	872.901	889.887	812.174	
EVA	-65.891	-324.535	-279.368	-424.273	-492.643	-490.909	-499.480	UAIDI -coste del capital empleado

Fuente: Elaboración propia. Importes en miles de euros.

El EVA nos muestra que el grupo no está creando valor, sino que lo está destruyendo. En este caso se ha tomado como costo promedio ponderado del capital invertido, el coste promedio de la deuda, pero este coste es menor al WACC, ya que el costo del capital es mayor que el coste de la deuda y el WACC es siempre un valor entre ambos. Incluso al utilizar un coste menor la firma está destruyendo valor, cifra que en el último ejercicio ronda los 65 millones de euros. En un apartado más adelante se calculará el valor del WACC.

Según se informa en la memoria correspondiente a las cuentas anuales 2019, en su nota 4.2.5.1, el costo promedio ponderado del capital antes de impuestos y ajustado por riesgo es de 6,7% para el ejercicio 2019, 6,7% para el ejercicio 2018.

14.5.10 EBITDA

El EBITDA es el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es una medida que sirve para comparar los resultados de distintas empresas sin tener en cuenta la forma en que esta se financia, los impuestos a los que se encuentra sometida ni su apalancamiento operativo de su estructura económica.

En la tabla 42 se presenta la evolución del EBITDA entre el 2013 y el 2019. En el mismo se puede observar como el EBITDA crece desde el ejercicio 2016 y ha experimentado un saldo importante en el ejercicio 2019.

42 Evolución del EBITDA

EBITDA en miles de euros	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
	1.126.393	925.306	922.092	776.606	821.520	812.320	729.108

Fuente: Elaboración propia

Es también útil calcular el EBITDA como porcentaje sobre las ventas. Por ejemplo, durante el ejercicio 2019 la firma ha presentado un EBITDA equivalente al 7.38% sobre las ventas.

14.5.11 Análisis Altman Z-score

La fórmula desarrollada por el profesor Altman en 1960 intenta predecir la probabilidad que una empresa quiebre. Lamentablemente no es posible aplicar esta fórmula ya que este grupo no cotiza en bolsa y uno de los términos de la fórmula requiere el valor de mercado del capital accionario.

$$\text{Altman Z-score} = 1,2 * T1 + 1,4 * T2 + 3,3 * T3 + 0,6 * T4 + 1,0 * T5$$

Un resultado igual o superior a 2.99 pone a la empresa en una zona segura, mientras que un valor igual o inferior a 1.81 la ubica en una zona de peligro de quiebra inminente. Valores intermedios pueden reflejar posibilidad que la empresa quiebre dentro de los próximos dos años.

En la tabla 43 se presenta el cálculo del Z score para los ejercicios 2013 a 2019.

43 Estimación del Z score de Altman

Cálculo del Altman Z Score	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Fórmula de cálculo
T1	- 0,08	- 0,09	- 0,13	- 0,04	- 0,04	- 0,02	- 0,04	(Activo corriente – pasivo corriente/Activos Totales)
T1 Score	- 0,10	- 0,10	- 0,15	- 0,05	- 0,05	- 0,03	- 0,05	T1 ponderado
T2	0,46	0,45	0,45	0,44	0,45	0,45	0,46	Beneficios no distribuidos/Activos Totales
T2 Score	0,65	0,63	0,63	0,62	0,63	0,63	0,64	T2 ponderado
T3	0,06	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	EBITDA/Activos Totales
T3 Score	0,21	0,17	0,17	0,14	0,15	0,14	0,13	T3 ponderado
T4	0,90	0,91	0,86	0,87	0,88	0,74	0,76	Capitalización Bursátil/Deuda Total
T4 Score	0,54	0,54	0,52	0,52	0,53	0,44	0,45	T4 ponderado
T5	0,85	0,88	0,87	0,85	0,82	0,79	0,78	Ventas Netas/Activos Totales = Rotacion del activo
T5 Score	0,85	0,88	0,87	0,85	0,82	0,79	0,78	T5 ponderado
Z Score	2,154	2,126	2,027	2,076	2,069	1,979	1,959	1,2 * T1 + 1,4 * T2 + 3,3 * T3 + 0,6 * T4 + 1,0 * T5

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Ingles S.A.

Dado que la empresa no cotiza en bolsa, se ha tomado como capitalización bursátil su valor libros. Se podrá aplicar también la valoración que resulte en los puntos subsiguientes, sin embargo, este término presenta una ponderación baja y no es muy sensible al resultado final.

Si se tomara la capitalización bursátil como el doble del valor libros, lo que es lo mismo decir que el ratio precio -valor contable fuera 2, el Z score sería el siguiente, y que se presenta en la tabla 44.

44 Recálculo del Z score a un P/BV=2

Cálculo del Altman Z Score	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Z Score	2,696	2,670	2,546	2,596	2,598	2,422	2,413

Fuente: Elaboración propia.

Por lo tanto, tanto tomado un P/BV de 1 como de 2, el Z score se encuentra en los rangos intermedios, no en zona de peligro, pero tampoco en zona segura. Ya a partir de una cotización en el mercado que estableciera un ratio P/BV igual o superior a 2.6, el Z Score pasaría a zona segura.

Si bien algunas empresas del IBEX 35 tienen ratios P/BV superiores a 3, como por ejemplo Inditex que presenta un ratio de 6.4, el promedio de este ratio para el IBEX 35 al 27/12/2020 es de 2.5443. Si ese valor fuera representativo para el grupo, el mismo tendría un Z score en 2019 de 2.992 lo que lo situaría en zona segura.

14.5.12 Comparación con otras empresas similares del sector

En la tabla 45 se presentan algunos de los principales ratios calculados para el ejercicio 2019 de El Corte Inglés, y su comparación con el cálculo efectuado sobre las cuentas anuales de las principales empresas competidoras, así como la fórmula empleada para calcularlo.

45 Comparación de los principales ratios con las empresas competidoras

Ejercicio 2019	GECI	Promedio empresas competidoras	Empresas competidoras					Fórmula empleada
			Mercadona	Eroski	Inditex	H&M	Amazon	
Ratio de Liquidez	0,689	1,019	0,823	0,309	1,562	1,302	1,097	Liquidez General= Act Cte / Pas Cte
Test ácido	0,233	0,683	0,640	0,149	1,252	0,511	0,864	Liquidez estricta= (Act Cte – Existencias) / Pas Cte
Ratio de disponibilidad	0,046	0,523	0,553	0,069	1,109	0,257	0,627	Ratio de disponibilidad= Tesorería / Pas Cte
Participación de fondos propios	0,475	0,395	0,625	0,075	0,527	0,474	0,276	Tot Patrimonio / (Tot Patrimonio + Tot Pasivo)
Endeudamiento general	1,105	3,510	0,599	12,309	0,899	1,111	2,630	Endeudamiento general= Total Pas / Pat Neto
Calidad de la deuda	0,487	0,736	0,986	0,860	0,544	0,754	0,538	Calidad de la deuda= Pas Cte / (Pas No Cte + Pas Cte)
Carga financiera/ventas	0,007	0,008	-	0,027	0,003	-	0,003	Carga Financiera= Gtos Financieros / Vtas
Apalancamiento financiero	1,315	1,515	1,423	0,175	1,451	1,636	2,892	ROE/ROA
Rotación de activos	0,851	1,601	2,404	1,429	0,996	1,932	1,245	Rotación de Activos= Vtas / Activo total
ROA	0,028	0,097	0,072	0,037	0,168	0,144	0,065	Rentab Económica= BAIT / Total Act
ROE	0,036	0,155	0,102	0,006	0,244	0,236	0,187	Rentab Financiera= BDI / FFPP
ROCE	0,037	0,173	0,114	0,179	0,226	0,239	0,106	BAIT/Fondos permanentes
EBITDA/ventas	0,074	0,108	0,054	0,044	0,269	0,120	0,054	EBITDA/ventas

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales 2019 de las distintas empresas.

Si se comparan algunos de los principales ratios del grupo con los de las principales empresas competidoras de los distintos sectores en que este opera, se pueden obtener algunas reflexiones:

- El grupo presenta el ratio de disponibilidad más bajo, y ratio de liquidez y test ácido mucho más bajos que sus competidores, exceptuando a Eroski.
- El endeudamiento general es superior al de Mercadona e Inditex, y similar al de H&M.
- Presenta un ROA y un ROCE más bajo que sus competidores y el ROE solo superior al de Eroski.

- Si bien el EBITDA sobre las ventas es inferior al promedio, está ubicada por encima de Mercadona, Eroski y Amazon.
- Presenta la rotación de activos más baja.

14.6 Cuentas anuales consolidadas de El Corte Inglés, S.A, y sus sociedades dependientes

GRUPO EL CORTE INGLÉS, S.A. y sociedades dependientes - BALANCE DE SITUACIÓN PATRIMONIAL CONSOLIDADO - Importes en miles de euros.							
Activo	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
ACTIVO NO CORRIENTE							
Inmovilizado material	11.165.404	11.826.005	12.083.645	12.254.258	12.610.443	12.747.769	12.813.823
Inversiones inmobiliarias	318.104	184.219	178.280	177.384	166.081	130.314	122.518
Derechos de uso	553.987	-	-	-	-	-	-
Fondo de comercio	10.688	10.688	19.485	19.485	19.485	19.485	19.485
Otros activos intangibles	568.679	573.264	566.586	552.610	526.705	501.294	489.053
Créditos no corrientes y otros activos financieros	11.642	11.765	22.053	21.669	-	-	-
Inversiones en empresas vinculadas y asociadas no corrientes	-	-	-	-	36.215	24.001	27.735
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	294.985	313.516	301.760	291.658	296.900	290.442	265.856
Activos financieros no corrientes	989.773	1.001.795	962.411	1.023.246	1.016.640	1.050.199	1.017.047
Activos por impuesto diferido	861.868	898.417	883.273	914.400	1.017.708	862.249	894.678
Total Activo no corriente	14.775.130	14.819.669	15.017.493	15.254.710	15.690.177	15.625.753	15.650.195
ACTIVO CORRIENTE							
Activos no corrientes mantenidos para la venta	363.701	-	-	-	-	-	-
Existencias	2.089.107	2.128.294	2.085.905	1.860.880	1.897.925	1.788.351	1.636.308
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	399.557	644.250	913.500	957.684	753.686	721.708	674.428
Deudores, empresas asociadas y partes vinculadas	7.148	33.119	22.501	25.444	28.320	106.013	83.656
Activos por impuesto corriente	3.905	1.675	1.588	1.477	1.498	1.605	4.157
Inversiones en empresas asociadas y partes vinculadas	2.140	2.019	2.183	234	121	5.143	2.590
Activos financieros corrientes	36.953	34.015	24.102	66.941	53.950	120.944	54.350
Otros activos corrientes	43.329	47.445	44.644	26.649	34.137	32.412	27.085
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	209.508	233.552	212.558	154.139	171.406	125.777	86.879
Total Activo corriente	3.155.348	3.124.369	3.306.981	3.093.448	2.941.043	2.901.953	2.569.453
Total Activo	17.930.478	17.944.038	18.324.474	18.348.158	18.631.220	18.527.706	18.219.648

Patrimonio neto y Pasivo	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
PATRIMONIO NETO							
Capital	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864
Reservas	8.084.296	7.974.234	8.109.993	8.090.668	8.323.586	8.340.623	8.234.730
Legal	97.373	97.373	97.373	97.373	97.373	97.373	97.373
Otras reservas	7.986.923	7.876.861	8.012.620	7.993.295	8.226.213	8.243.250	8.137.357
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	308.199	256.188	200.566	121.498	155.928	115.269	172.361
Otros instrumentos de patrimonio neto	-	-	1.000.000	1.000.000	1.000.000	-	-
Total fondos propios	8.879.359	8.717.286	9.797.423	9.699.030	9.966.378	8.942.756	8.893.955
Diferencias de conversión	- 12.111	- 11.792	- 9.810	- 1.361	2.857	3.753	2.260
Acciones propias	- 404.736	- 215.413	- 1.326.121	- 1.241.568	- 1.176.667	- 1.064.168	- 1.027.820
Ajustes por cambios de valor	32.863	22.332	19.120	48.288	79.491	26.731	40.665
Por activos financieros disponibles para la venta	16.072	12.168	26.482	31.732	33.280	45.123	12.774
Por operaciones de cobertura	16.792	10.164	7.362	16.556	112.771	71.854	53.439
Intereses minoritarios	22.084	19.245	17.447	15.845	14.662	19.690	17.670
Total Patrimonio neto	8.517.459	8.531.658	8.498.059	8.520.234	8.727.739	7.875.300	7.845.400
PASIVO NO CORRIENTE							
Provisiones no corrientes	1.087.878	948.172	801.462	876.152	938.631	895.569	947.476
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes	1.240.400	1.389.400	595.804	2.010.273	2.077.091	2.046.188	1.402.076
Deudas no corrientes con entidades de crédito	1.033.625	1.381.628	1.652.302	1.877.937	1.759.067	3.051.983	3.403.174
Deudas con asociadas y partes vinculadas no corrientes	48.649	48.655	48.657	48.657	60.699	63.843	73.850
Pasivo por arrendamiento largo plazo	472.393	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos financieros	60.400	89.634	104.930	153.874	272.686	187.489	99.345
Proveedores de inmovilizado	15.325	26.142	22.626	93.665	114.927	117.823	61.679
Pasivos por impuesto diferido	872.742	872.595	929.558	936.168	931.723	947.008	1.124.135
Total Pasivo no corriente	4.831.412	4.756.226	4.155.339	5.996.726	6.154.824	7.309.903	7.111.735
PASIVO CORRIENTE							
Pasivo no corrientes mantenidos para la venta	265.825	-	-	-	-	-	-
Provisiones corrientes	49.115	34.467	13.941	17.985	37.607	789	353
Obligaciones y otros valores negociables corrientes	580.709	529.541	1.631.212	149.857	132.887	-	-
Deudas corrientes con entidades de crédito	27.943	306.520	114.408	56.959	71.277	36.989	44.271
Deudas con asociadas y partes vinculadas corrientes	40.521	109.066	90.503	64.426	60.367	69.774	42.168
Pasivo por arrendamiento corto plazo	124.419	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos financieros corrientes	-	6.732	115.625	95.241	33.741	34.709	50.192
Proveedores de inmovilizado	134.326	141.441	171.377	125.024	133.440	116.866	151.763
Cuentas comerciales y otras cuentas a pagar	3.305.484	3.503.268	3.498.395	3.277.941	3.238.484	3.026.519	2.923.166
Proveedores empresas asociadas y partes vinculadas	12.963	6.299	15.551	23.210	20.643	32.069	30.955
Pasivos por impuesto corriente	13.030	13.215	12.287	8.841	6.690	10.080	8.471
Periodificaciones	27.272	5.605	7.777	11.714	13.521	14.708	11.174
Total Pasivo corriente	4.581.607	4.656.154	5.671.076	3.831.198	3.748.657	3.342.503	3.262.513
Total Pasivo	9.413.019	9.412.380	9.826.415	9.827.924	9.903.481	10.652.406	10.374.248
Total Patrimonio neto y Pasivo	17.930.478	17.944.038	18.324.474	18.348.158	18.631.220	18.527.706	18.219.648

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA	2019	2.018	2017	2016	2015	2014	2013
Importe neto de la cifra de negocios	15.260.778	15.783.037	15.934.813	15.504.573	15.219.842	14.592.029	14.221.163
- Ventas	12.019.371	12.598.677	12.714.128	12.415.808	12.153.240	11.637.884	11.366.688
- Prestación de servicios	3.241.407	3.184.360	3.220.685	3.088.765	3.066.602	2.954.145	2.854.475
Ventas a empresas del grupo	-	-	-	-	-	-	-
Variación de existencias de productos terminados	-	-	-	-	27	472	136
Trabajos realizados por la empresa para su activo y otros	-	-	-	110.193	153.640	163.528	149.496
Aprovisionamientos /CMV	- 10.756.368	- 11.086.681	- 11.249.548	- 11.110.204	- 10.760.014	- 10.226.009	- 9.876.707
Margen Bruto	4.504.410	4.696.356	4.685.265	4.504.562	4.613.441	4.529.076	4.494.088
Gastos de personal	- 2.390.931	- 2.567.077	- 2.587.618	- 2.733.246	- 2.607.906	- 2.556.065	- 2.567.543
Otros ingresos y gastos de explotación	- 888.763	- 1.054.374	- 1.043.955	- 1.001.678	- 1.093.029	- 1.146.618	- 1.205.134
Imputación de subvenciones inm. no financiero y otras	-	-	-	-	-	-	124
Exceso de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones	- 63.972	- 103.874	- 95.504	6.968	90.986	14.073	7.573
Obligaciones por prestación al personal	- 34.351	- 45.725	- 36.096	-	-	-	-
EBITDA	1.126.393	925.306	922.092	776.606	821.520	812.320	729.108
Amortización del inmovilizado	- 630.213	- 504.275	- 510.408	- 519.153	- 522.389	- 516.612	- 542.926
Resultado de explotación- EBIT - BAI	496.180	421.031	411.684	257.453	299.131	295.708	186.182
Ingresos financieros	2.187	2.398	9.968	10.614	11.309	32.240	29.503
Gastos financieros	- 112.894	- 198.626	- 192.205	- 203.763	- 268.804	- 341.924	- 303.914
Gastos financieros por arrendamientos	- 15.106	-	-	-	-	-	-
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	- 10.689	- 17.641	10.609	33.991	10.358	5.489	12.723
Resultado de sociedades integradas por el método de la parti	50.307	47.709	45.679	38.744	30.929	24.447	2.517
Diferencias de cambio	455	341	5.795	839	17.045	3.182	430
Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financ	- 21.568	- 2.120	- 3.852	22.621	- 2.246	- 4.334	92.570
Resultado financiero	- 107.308	- 167.939	- 135.596	- 96.954	- 222.125	- 280.900	- 171.205
Resultado antes de impuestos - EBT - BAI	388.872	253.092	276.088	160.499	77.006	14.808	14.977
Impuesto sobre sociedades	- 90.225	- 66.945	- 73.893	- 37.775	81.127	103.270	126.512
Resultado del ejercicio de operaciones continuadas	298.647	186.147	202.195	122.724	158.133	118.078	141.489
Resultado después de impuestos de operaciones discontinuadas	11.387	72.064	-	-	-	-	32.860
Resultado del ejercicio - Beneficio despues de impuestos	310.034	258.211	202.195	122.724	158.133	118.078	174.349
Resultado atribuido a intereses minoritarios	- 1.835	- 2.023	- 1.629	- 1.226	- 2.205	- 2.809	- 1.988
Resultado atribuible a la sociedad dominante	308.199	256.188	200.566	121.498	155.928	115.269	172.361

Fuente: Elaboración propia en base a las cuentas anuales consolidadas del grupo El Corte Ingles S.A.

14.7 Evolución de los principales ratios utilizados

RATIO A UTILIZAR	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	FORMULA PARA CÁLCULO
Participacion deuda	52,5%	52,5%	53,6%	53,6%	53,2%	57,5%	56,9%	Tot Pasivo / (Tot Patrimonio + Tot Pasivo)
Endeudamiento General	1,11	1,10	1,16	1,15	1,13	1,35	1,32	Endeudamiento general= Total Pas / Pat Neto
Endeudamiento a c/p	53,8%	54,6%	66,7%	45,0%	43,0%	42,4%	41,6%	Endeudamiento a c/p = Pas Cte / Pat Neto
Endeudamiento a L/p	56,7%	55,7%	48,9%	70,4%	70,5%	92,8%	16%	Endeudamiento a L/p = Pas No Cte / Pat Neto
Endeudamiento Bancario o bursatil	34,6%	43,4%	49,6%	51,0%	49,8%	68,0%	63,7%	Endeudamiento bancario= exigible bancario / Pat Neto
Fondos permanentes sobre total Activo	74%	74%	69%	79%	80%	82%	82%	Participacion de los capitales permanentes
Autonomía Financiera	47,5%	47,5%	46,4%	46,4%	46,8%	42,5%	43,1%	Autonomía Financiera= Pat Neto / (Pas + Pat Neto)
ROA Rentabilidad Económica	2,77%	2,35%	2,25%	1,40%	1,61%	1,60%	1,02%	Rentab Económica= BAI / Total Act
ROE Rentab Financ o Fdos Propios	3,51%	2,18%	2,38%	1,44%	1,81%	1,50%	1,80%	RF = RE * Apalancamiento * (1-t)
BAI / Ventas	2,5%	1,6%	1,7%	1,0%	0,5%	0,1%	0,1%	BAI / Ventas
BDI / Ventas	2,0%	1,6%	1,3%	0,8%	1,0%	0,8%	1,2%	BDI/ Ventas
ROCE	3,717%	3,169%	3,254%	1,773%	2,010%	1,947%	1,245%	BAIT/Fondos permanentes
Margen de Ventas	3,25%	2,67%	2,58%	1,66%	1,97%	2,03%	1,31%	Margen de Vtas= BAI / Vtas
Margen bruto	29,5%	29,8%	29,4%	29,1%	30,3%	31,0%	31,6%	Margen bruto de Vtas= (Vtas - CMV)/ Vtas
Rotacion de inventarios	5,15	5,21	5,39	5,97	5,67	5,72	6,04	Rot Inventarios = Costo de ventas / Existencias
Rotación de Activos	0,85	0,88	0,87	0,85	0,82	0,79	0,78	Rotación de Acts= Vtas / Act
Rotación de Activos Fijos	1,03	1,07	1,06	1,02	0,97	0,93	0,91	Rotación de Acts fijos= Vtas / Act No Cte
Rotación de Activos Corrientes	4,84	5,05	4,82	5,01	5,17	5,03	5,53	Rotación de Act Acts Ctes= Vtas / Act Cte

RATIO A UTILIZAR	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	FORMULA PARA CÁLCULO
Interes promedio	3,9%	5,5%	4,8%	5,0%	6,7%	6,7%	6,3%	Interes estimado: Gastos Financieros / Deudas bancarias
Capacidad de devolucion	32,6%	21,1%	17,8%	15,7%	16,8%	12,4%	14,8%	Capacidad devol = Cash Flow Economico / Prestamos
Capacidad pago prestamo	35,9%	23,8%	21,2%	18,0%	22,3%	17,8%	17,6%	Capacidad devol = Cash Flow Bruto / Prestamos
Calidad de la Deuda total	48,7%	49,5%	57,7%	39,0%	37,9%	31,4%	31,4%	Calidad de la deuda= Pas Cte / (Pas No Cte + Pas Cte)
Calidad de la deuda negociada	21%	23%	44%	7%	5%	1%		
Utilización de la Deuda	52,5%	52,5%	53,6%	53,6%	53,2%	57,5%	56,9%	Utilización de la deuda= Pas / (Pas + Pat Neto)
Ratio Cobertura Servicio Deuda (RCSD)	1,6	0,9	0,5	1,9	1,7	2,1	2,1	RCSD= EBITDA / (Gtos financieros + Deuda a corto plazo)
Carga Financiera	0,7%	1,3%	1,2%	1,3%	1,8%	2,3%	2,1%	Carga Financiera=Gtos Financieros / Vtas
Cobertura de Gastos Financieros	4,40	2,12	2,14	1,26	1,11	0,86	0,61	Cobertura de Gtos Financieros= BAI / Gtos Financieros
Fondo de Maniobra	(1.426.259)	(1.531.785)	(2.364.095)	(737.750)	(807.614)	(440.550)	(693.060)	FM= Activo Corriente – Pasivo Corriente
NOF	(997.263)	(864.165)	(683.481)	(602.722)	(732.847)	(584.170)	(731.137)	NOF= Existencias +clientes - Proveedores- acreedores
Recursos negociados a corto plazo (RNC)	608.652	836.061	1.745.620	206.816	204.164	36.989	44.271	Creditos a corto plazo
Necesidad de recursos negociados (NRN)	428.996	667.620	1.680.614	135.028	74.767	(143.620)	(38.077)	Necesidad de recursos negociados (NRN)= NOF - FM
Recursos Forzados (RF)	(179.656)	(168.441)	(65.006)	(71.788)	(129.397)	(180.609)	(82.348)	Necesidad de recursos negociados - Recursos negociados corto plazo

RATIO A UTILIZAR	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	FORMULA PARA CÁLCULO
Período Medio de Abastecimiento PMA	71	70	68	61	64	64	60	365 / (Costo de ventas / existencias)
Período Medio de Clientes/Cartera PMC	10	16	21	23	19	21	19	((365) / ((Vtas / (CLIENTES)))
Período Medio de Maduración económico	81	86	89	84	83	85	80	PMA +PMC
Período Medio de Proveedores PMP	113	115	112	109	109	108	109	((365) / ((compras / (PROVEEDORES)))
Período Medio de Maduración financiero	-32	-29	-23	-25	-26	-23	-29	PMM = PMA + PMF + PMV + PMC - PMP
Solvencia	1,90	1,91	1,86	1,87	1,88	1,74	1,76	Total Activo / (Pasivo No Corriente + Pasivo Corriente)
Ratio de liquidez General	0,69	0,67	0,58	0,81	0,78	0,87	0,79	Liquidez General= Act Cte / Pas Cte
Liquidez Estricta o Acid Test:	0,23	0,21	0,22	0,32	0,28	0,33	0,29	Liquidez estricta= (Act Cte – Existencias) / Pas Cte
Ratio de disponibilidad	0,046	0,050	0,037	0,040	0,046	0,038	0,027	Ratio de disponibilidad= Tesorería / Pas Cte
Relacion FM y Act Cte	-45,2%	-49,0%	-71,5%	-23,8%	-27,5%	-15,2%	-27,0%	Fondo de Maniobra / Act Cte
Relacion Disponible y realizable sobre Act Cte	19,5%	29,2%	34,7%	36,8%	32,4%	32,9%	32,9%	(Disponible + Realizable) / Act Cte
Relacion Disponible y realizable sobre el Activo	3,4%	5,1%	6,3%	6,2%	5,1%	5,1%	4,6%	(Disponible + Realizable) / Total Act
Cash-flow Económico	940.247	762.486	712.603	641.877	680.522	634.690	717.275	Cash-flow Económico = beneficios netos + amortizaciones + provisiones
CF Bruto= resultado de explotación + amortizaciones – impuestos	1.036.168	858.361	848.199	738.831	902.647	915.590	855.620	Cash Flow Bruto= resultado de explotación (EBIT)+ amortizaciones – Imptos
Cobertura	47,5%	47,5%	46,4%	46,4%	46,8%	42,5%	43,1%	Cobertura= Fondos Propios / Act

Fuente: Elaboración propia.

14.8 Estados financieros previsionales consolidados

46 Balance de situación patrimonial consolidado proyectado

GRUPO EL CORTE INGLÉS, S.A. y sociedades dependientes - BALANCE DE SITUACIÓN PATRIMONIAL CONSOLIDADO - Importes en miles de euros.					
Activo	2022*	2021*	2020*	2019	2018
ACTIVO NO CORRIENTE					
Inmovilizado material	10.508.789	10.723.254	10.942.096	11.165.404	11.826.005
Inversiones inmobiliarias	-	100.000	200.000	318.104	184.219
Derechos de uso	332.392	387.791	443.190	553.987	-
Fondo de comercio	10.688	10.688	10.688	10.688	10.688
Otros activos intangibles	414.567	460.630	511.811	568.679	573.264
Créditos no corrientes y otros activos financieros	11.642	11.642	11.642	11.642	11.765
Inversiones en empresas vinculadas y asociadas no corrientes	-	-	-	-	-
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	294.985	294.985	294.985	294.985	313.516
Activos financieros no corrientes	685.712	710.178	979.875	989.773	1.001.795
Activos por impuesto diferido	861.868	861.868	861.868	861.868	898.417
Total Activo no corriente	13.120.643	13.561.036	14.256.155	14.775.130	14.819.669
ACTIVO CORRIENTE					
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	363.701	-
Existencias	1.800.000	1.800.000	1.754.850	2.089.107	2.128.294
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	413.661	405.550	367.592	399.557	644.250
Deudores, empresas asociadas y partes vinculadas	7.148	7.148	7.148	7.148	33.119
Activos por impuesto corriente	1.800	1.800	1.800	3.905	1.675
Inversiones en empresas asociadas y partes vinculadas	2.140	2.140	2.140	2.140	2.019
Activos financieros corrientes	34.000	34.000	34.000	36.953	34.015
Otros activos corrientes	45.000	45.000	45.000	43.329	47.445
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	500.000	400.000	291.771	209.508	233.552
Total Activo corriente	2.803.749	2.695.638	2.504.301	3.155.348	3.124.369
Total Activo	15.924.393	16.256.675	16.760.456	17.930.478	17.944.038

Patrimonio neto y Pasivo	2022*	2021*	2020*	2019	2018
PATRIMONIO NETO					
Capital	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864
Reservas	8.485.354	8.207.238	8.280.495	8.084.296	7.974.234
Legal	97.373	97.373	97.373	97.373	97.373
Otras reservas	8.387.981	8.109.865	8.183.122	7.986.923	7.876.861
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	515.044	403.116	73.257	308.199	256.188
Otros instrumentos de patrimonio neto	-	-	-	-	-
Total fondos propios	9.487.262	9.097.218	8.694.102	8.879.359	8.717.286
Diferencias de conversión	- 12.111	- 12.111	- 12.111	- 12.111	- 11.792
Acciones propias	-	100.000	250.000	404.736	215.413
Ajustes por cambios de valor	32.863	32.863	32.863	32.863	22.332
Por activos financieros disponibles para la venta	16.072	16.072	16.072	16.072	12.168
Por operaciones de cobertura	16.792	16.792	16.792	16.792	10.164
Intereses minoritarios	23.718	22.743	21.735	22.084	19.245
Total Patrimonio neto	9.531.732	9.040.713	8.486.589	8.517.459	8.531.658

Patrimonio neto y Pasivo	2022*	2021*	2020*	2019	2018
PASIVO NO CORRIENTE					
Provisiones no corrientes	1.087.878	1.087.878	1.087.878	1.087.878	948.172
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes	300.000	640.400	1.240.400	1.240.400	1.389.400
Deudas no corrientes con entidades de crédito	260.370	260.370	771.406	1.033.625	1.381.628
Deudas con asociadas y partes vinculadas no corrientes	48.649	48.649	48.649	48.649	48.655
Pasivo por arrendamiento largo plazo	188.957	283.436	377.914	472.393	-
Otros pasivos financieros	60.400	60.400	60.400	60.400	89.634
Proveedores de inmovilizado	15.325	15.325	15.325	15.325	26.142
Pasivos por impuesto diferido	872.742	872.742	872.742	872.742	872.595
Total Pasivo no corriente	2.834.321	3.269.200	4.474.714	4.831.412	4.756.226
PASIVO CORRIENTE					
Pasivo no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	265.825	-
Provisiones corrientes	49.115	49.115	49.115	49.115	34.467
Obligaciones y otros valores negociables corrientes	100.000	300.000	400.000	580.709	529.541
Deudas corrientes con entidades de crédito	27.943	27.943	27.943	27.943	306.520
Deudas con asociadas y partes vinculadas corrientes	40.521	40.521	40.521	40.521	109.066
Pasivo por arrendamiento corto plazo	49.768	74.651	99.535	124.419	-
Otros pasivos financieros corrientes	-	-	-	-	6.732
Proveedores de inmovilizado	50.000	75.000	100.000	134.326	141.441
Cuentas comerciales y otras cuentas a pagar	3.200.000	3.338.539	3.041.045	3.305.484	3.503.268
Proveedores empresas asociadas y partes vinculadas	12.963	12.963	12.963	12.963	6.299
Pasivos por impuesto corriente	13.030	13.030	13.030	13.030	13.215
Periodificaciones	15.000	15.000	15.000	27.272	5.605
Total Pasivo corriente	3.558.340	3.946.762	3.799.152	4.581.607	4.656.154
Total Pasivo	6.392.661	7.215.962	8.273.867	9.413.019	9.412.380
Total Patrimonio neto y Pasivo	15.924.393	16.256.675	16.760.456	17.930.478	17.944.038

47 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada proyectada

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA	2022*	2021*	2020*	2019	2018
Importe neto de la cifra de negocios	15.782.304	15.278.998	13.326.806	15.260.778	15.783.037
- Ventas	12.443.655	12.199.662	11.057.821	12.019.371	12.598.677
- Prestación de servicios	3.338.649	3.079.337	2.268.985	3.241.407	3.184.360
Ventas a empresas del grupo	-	-	-	-	-
Variación de existencias de productos terminados	-	-	-	-	-
Trabajos realizados por la empresa para su activo y otros	-	-	-	-	-
Aprovisionamientos /CMV	- 11.123.368	- 10.768.638	- 9.392.733	- 10.756.368	- 11.086.681
Margen Bruto	4.658.936	4.510.360	3.934.073	4.504.410	4.696.356
Gastos de personal	- 2.319.918	- 2.343.351	- 2.367.022	- 2.390.931	- 2.567.077
Otros ingresos y gastos de explotación	- 950.000	- 880.000	- 800.000	- 888.763	- 1.054.374
Imputación de subvenciones inm. no financiero y otras	-	-	-	-	-
Exceso de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones	- 63.972	- 63.972	- 63.972	- 63.972	- 103.874
Obligaciones por prestación al personal	- 34.351	- 34.351	- 34.351	- 34.351	- 45.725
EBITDA	1.290.695	1.188.686	668.729	1.126.393	925.306
Amortización del inmovilizado	- 593.151	- 605.257	- 617.609	- 630.213	- 504.275
Resultado de explotación- EBIT - BAI	697.544	583.429	51.120	496.180	421.031
Ingresos financieros	2.679	2.504	2.340	2.187	2.398
Gastos financieros	- 33.692	- 58.010	- 112.507	- 112.894	- 198.626
Gastos financieros por arrendamientos	- 15.106	- 15.106	- 15.106	- 15.106	-
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	- 10.689	- 10.689	- 10.689	- 10.689	- 17.641
Resultado de sociedades integradas por el método de la par	55.000	47.000	10.000	50.307	47.709
Diferencias de cambio	455	455	455	455	341
Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos fina	- 21.568	- 21.568	- 21.568	- 21.568	- 2.120
Resultado financiero	- 22.921	- 55.414	- 147.075	- 107.308	- 167.939
Resultado antes de impuestos - EBT - BAI	674.623	528.015	- 95.955	388.872	253.092
Impuesto sobre sociedades	- 156.512	- 122.499	22.262	90.225	66.945
Resultado del ejercicio de operaciones continuadas	518.110	405.516	- 73.693	298.647	186.147
Resultado después de impuestos de operaciones discontinuadas	-	-	-	11.387	72.064
Resultado del ejercicio - Beneficio despues de impuestos	518.110	405.516	- 73.693	310.034	258.211
Resultado atribuido a intereses minoritarios	- 3.066	- 2.400	436	- 1.835	- 2.023
Resultado atribuible a la sociedad dominante	515.044	403.116	- 73.257	308.199	256.188
* Cuentas anuales proyectadas					

Fuente: Elaboración propia en base a cuentas anuales consolidadas del grupo ECI.