



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES**

**GRADO EN FINANZAS, BANCA Y SEGUROS  
TRABAJO DE FIN DE GRADO DE FBS**

TÍTULO: *Valoración financiera grupo El Corte Inglés*

AUTOR: *Hugo Caveró García*

TUTOR/ES: *Enrique Villanueva*

CURSO ACADÉMICO: 2025-2026

CONVOCATORIA: *julio*

## Resumen

Este Trabajo de Fin de Grado estima el valor de las acciones (Equity Value) del Grupo El Corte Inglés a cierre del ejercicio 2024 a partir de información pública. Su rasgo diferencial es que la compañía posee la práctica totalidad de sus inmuebles, una cartera tasada por expertos independientes en 15.716 millones de euros frente a los 7.251 millones contabilizados al coste, una plusvalía latente cercana a 8.465 millones que los métodos basados en beneficios no capturan. Por ello se emplea como método principal la suma de partes, que valora el inmobiliario por su tasación y el negocio operativo mediante un descuento de flujos al que se imputa un alquiler de mercado, y su resultado se contrasta con los otros tres métodos aplicados (descuento de flujos, comparables y transacciones precedentes). Una vez imputado el alquiler, el negocio operativo apenas genera valor (entre 226 y 919 millones negativos), de modo que el valor del Grupo reside en su patrimonio inmobiliario y en sus participadas. La suma de partes sitúa el Equity Value entre 11.895 y 12.588 millones de euros en caso de venta de los inmuebles y entre 14.797 y 15.490 millones si se mantienen en explotación, valor este último próximo a la autovaloración que el principal accionista, Al Thani, hace del Grupo (en torno a 14.000 millones).

## Abstract

This undergraduate thesis estimates the equity value of Grupo El Corte Inglés at the close of fiscal year 2024 using publicly available information. The company's defining feature is that it owns almost all the real estate in which it operates, a portfolio appraised by independent experts at 15,716 million euros against the 7,251 million recorded at cost, a latent capital gain of around 8,465 million that earnings-based methods fail to capture. The primary method is therefore the sum of the parts, which values the real estate at its independent appraisal and the operating business through a discounted cash flow charged with a theoretical market rent, and its result is contrasted with the other three methods applied (discounted cash flow, trading comparables and precedent transactions). Once the rent is imputed, the operating business barely creates value (between 226 and 919 million negative), so the Group's value lies in its real estate and its equity-method holdings. The sum of the parts places the equity value between 11,895 and 12,588 million euros if the properties are sold and between 14,797 and 15,490 million if they are retained, the latter close to the valuation that the main shareholder, Al Thani, assigns to the Group (around 14,000 million).

# Índice

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>1. INTRODUCCIÓN</b>                                                  | 4  |
| 1.1 OBJETIVOS DEL TRABAJO                                               | 4  |
| 1.2 ALCANCE Y LIMITACIONES                                              | 5  |
| 1.3 METODOLOGÍA                                                         | 5  |
| 1.4 FUENTES DE LA INFORMACIÓN                                           | 6  |
| 1.5 ESTRUCTURA DEL TRABAJO                                              | 6  |
| <b>2. ANÁLISIS DEL GRUPO EL CORTE INGLÉS</b>                            | 8  |
| 2.1 HISTORIA DEL GRUPO                                                  | 8  |
| 2.2 LÍNEAS DE NEGOCIO                                                   | 8  |
| 2.3 SECTOR Y COMPETIDORES                                               | 10 |
| 2.4 ANÁLISIS ESTADOS FINANCIEROS Y RATIOS                               | 11 |
| 2.5 ANÁLISIS DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO                                | 15 |
| 2.6 PERSPECTIVAS SECTOR RETAIL                                          | 16 |
| <b>3. VALORACIÓN DEL GRUPO EL CORTE INGLÉS</b>                          | 18 |
| 3.1 TESIS DE VALORACIÓN Y MÉTODOS ESCOGIDOS                             | 18 |
| 3.2 VALORACIÓN DE LAS PARTICIPADAS FUERA DEL PERÍMETRO DE CONSOLIDACIÓN | 20 |
| 3.3 MÚLTIPLOS COMPARABLES                                               | 21 |
| 3.4 TRANSACCIONES PRECEDENTES                                           | 23 |
| 3.5 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA                                         | 25 |
| 3.6 SUMA DE PARTES                                                      | 28 |
| 3.7 TRIANGULACIÓN DE LOS MÉTODOS Y COMPARACIÓN                          | 33 |
| <b>4. CONCLUSIONES DEL TRABAJO</b>                                      | 36 |
| <b>5. HECHOS POSTERIORES</b>                                            | 36 |
| <b>6. BIBLIOGRAFÍA Y</b>                                                | 37 |
| <b>7. ÍNDICE DE FIGURAS</b>                                             | 40 |

## 1. INTRODUCCIÓN

El Grupo El Corte Inglés (en adelante, ECI) constituye un caso singular dentro del panorama empresarial español. Es el único operador de grandes almacenes que subsiste en el país tras la absorción de Galerías Preciados en 1995, genera una cifra de negocio equivalente a cerca del 1,1% del PIB nacional y reúne bajo una misma estructura actividades tan diversas como el comercio de moda, la distribución alimentaria (Hipercor y Supercor), las agencias de viajes, los seguros y los servicios financieros. Su condición de holding diversificado y no cotizado, sin un precio de mercado que sirva de referencia, convierte su valoración en un ejercicio tan complejo como interesante.

A esa complejidad se añade un rasgo patrimonial que condiciona por completo el enfoque de la valoración: ECI es propietaria de la práctica totalidad de los inmuebles en los que opera. Su cartera inmobiliaria está tasada por expertos independientes en 15.716 millones de euros, frente a los 7.251 millones por los que figura en el balance al estar contabilizada a coste histórico. Esa diferencia, una plusvalía latente cercana a 8.465 millones de euros, no se refleja en la cuenta de resultados, de modo que los métodos de valoración basados en beneficios tienden a infravalorar al Grupo. La tesis de partida de este trabajo es, por tanto, que el valor de El Corte Inglés no puede entenderse sin separar de forma explícita su negocio comercial de su patrimonio inmobiliario.

Sobre esa premisa, el presente Trabajo de Fin de Grado desarrolla una valoración del patrimonio neto del Grupo a partir exclusivamente de información pública, aplicando varios métodos y articulando como enfoque principal la suma de partes. No se pretende emitir una valoración definitiva, que requeriría información interna no disponible, sino ofrecer una estimación rigurosa, razonada y replicable del valor de la compañía.

### 1.1 OBJETIVOS DEL TRABAJO

El objetivo principal es estimar el valor de mercado de las acciones (Equity Value) del Grupo El Corte Inglés a 28 de febrero de 2025, fecha de cierre de su último ejercicio auditado (FY2024), bajo la hipótesis de empresa en funcionamiento y empleando únicamente información de carácter público.

Para alcanzarlo, se plantean los siguientes objetivos específicos:

- Caracterizar el modelo de negocio, el entorno competitivo y la situación económico-financiera del Grupo como base de la valoración.
- Determinar y justificar el método de valoración más adecuado para una estructura holding intensiva en activos inmobiliarios como la de ECI.
- Cuantificar por separado el valor del negocio comercial y el del patrimonio inmobiliario, identificando qué parte del valor aporta cada uno.

- Contrastar los resultados de los distintos métodos para acotar un rango de valor razonado y defendible.

## 1.2 ALCANCE Y LIMITACIONES

La valoración se realiza a 28 de febrero de 2025, se expresa en euros y se formula bajo la premisa de empresa en funcionamiento y un estándar de valor de mercado. Su finalidad es estrictamente académica y no constituye una recomendación de inversión ni una opinión de valor (fairness opinion) en sentido profesional. El análisis está sujeto, además, a las siguientes limitaciones:

- Información disponible. Al tratarse de una sociedad no cotizada, no existe un precio de mercado de referencia. El trabajo se apoya íntegramente en información pública (cuentas anuales auditadas, folletos de emisión de deuda, presentaciones a inversores y notas de prensa), sin acceso al plan de negocio interno ni a las proyecciones de la dirección, lo que obliga a estimar determinados parámetros que se detallan a lo largo del trabajo.
- Fecha de las cuentas. El modelo toma como base el ejercicio cerrado a 28 de febrero de 2025, último disponible con cuentas auditadas y desglose de notas. Los resultados del ejercicio 2025/2026, publicados a mediados de 2026, se incorporan de forma cualitativa como hechos posteriores, pero no modifican el perímetro de la valoración.
- Selección de comparables. La singularidad del modelo de ECI dificulta encontrar compañías cotizadas plenamente equiparables, por lo que los múltiplos obtenidos deben interpretarse como una aproximación sectorial y no como una equivalencia exacta.

## 1.3 METODOLOGÍA

El trabajo se apoya en los estándares internacionales de valoración (IVS, normas 104, 105 y 200) y combina cuatro métodos, contrastados entre sí para acotar el valor:

- Descuento de flujos de caja (DCF), que estima el valor del Grupo como negocio en funcionamiento a partir de los flujos de caja libres proyectados.
- Múltiplos de compañías comparables (EV/EBITDA y EV/EBITDAR), que sitúan a ECI frente a un grupo de minoristas cotizados europeos.
- Transacciones precedentes sobre el capital del Grupo, ajustadas por una prima de control para estimar el valor del 100% de las acciones.
- Suma de partes (sum of the parts), método principal del trabajo, que valora de forma independiente el negocio operativo (mediante un DCF al que se imputa un

alquiler de mercado teórico) y la cartera inmobiliaria (a su valor de tasación), evitando así el doble cómputo del inmueble.

Con carácter previo se valoran por separado las participadas que quedan fuera del perímetro de consolidación y se define el puente del valor de empresa (Enterprise Value) al valor de las acciones (Equity Value), común a todos los métodos, de manera que sus resultados sean directamente comparables. La integración final se realiza mediante una triangulación de los distintos enfoques, representada gráficamente en un football field.

#### 1.4 FUENTES DE LA INFORMACIÓN

La información utilizada procede de fuentes públicas y de bases de datos de uso profesional y académico:

- Información financiera de ECI: cuentas anuales consolidadas y auditadas de los cinco últimos ejercicios (FY2020 a FY2024), presentaciones a inversores y folletos de emisión de deuda.
- Datos de mercado y comparables: base de datos SABI, a través de la licencia de la Universidad Complutense de Madrid, completada con Investing.com y TradingView para cotizaciones y tipos de cambio.
- Datos patrimoniales: valor de tasación del patrimonio inmobiliario (GAV) y su desglose, recogidos en el folleto de emisión de bonos de 2024 y elaborados a partir de tasaciones de Jones Lang LaSalle y Savills bajo estándares RICS.
- Parámetros de mercado y sectoriales: betas, primas de riesgo y múltiplos sectoriales de la base de datos del profesor Aswath Damodaran (Stern School of Business, NYU); objetivos de inflación del Banco Central Europeo; e informes sectoriales de McKinsey, Deloitte y KPMG.

#### 1.5 ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El trabajo sigue una secuencia lógica que avanza desde el conocimiento del negocio hasta la estimación de su valor, de modo que cada capítulo prepara y justifica el siguiente. Se organiza en cinco capítulos.

El primer capítulo, esta introducción, delimita el objeto de estudio y fija las reglas del ejercicio: los objetivos, el alcance y las limitaciones, la metodología empleada y las fuentes de información. Su función es dejar claro desde el principio qué se valora, a qué fecha, bajo qué premisas y con qué medios, para que el lector pueda seguir y replicar el razonamiento.

El segundo capítulo, "Análisis del Grupo El Corte Inglés", construye la base sobre la que se sostiene la valoración. Comienza con la historia y la evolución del Grupo y con la descripción de sus líneas de negocio, lo que permite entender de dónde procede cada euro de ingreso y cómo se reparte el riesgo entre actividades. Continúa con el análisis del sector y de los competidores, que sitúa a la compañía en su contexto y anticipa una de las dificultades centrales del trabajo: la práctica ausencia de comparables. A continuación examina los estados financieros y los principales ratios, depurando los efectos fiscales y extraordinarios para estimar la capacidad de generación de resultados normalizada del Grupo. Dedicar después un apartado específico al patrimonio inmobiliario, pieza clave de la tesis, y cierra con las perspectivas del sector retail, que fundamentarán las hipótesis de crecimiento empleadas más adelante. En conjunto, este capítulo aporta los inputs cualitativos y cuantitativos que alimentan los modelos del capítulo siguiente.

El tercer capítulo, "Valoración del Grupo El Corte Inglés", constituye el núcleo del trabajo. Se abre con la tesis de valoración y la justificación de los métodos escogidos, así como con dos pasos previos comunes a todos ellos: la valoración de las participadas que quedan fuera del perímetro de consolidación y la definición del puente del valor de empresa (Enterprise Value) al valor de las acciones (Equity Value), que garantiza que los resultados de los distintos métodos sean homogéneos y comparables. Sobre esa base se aplican de forma sucesiva los cuatro enfoques (múltiplos de compañías comparables, transacciones precedentes, descuento de flujos de caja y suma de partes, este último como método principal), explicando en cada caso sus supuestos, sus cálculos y sus limitaciones. El capítulo concluye con la triangulación de los resultados, que contrasta los métodos entre sí, explica sus diferencias y acota el rango de valor final del Grupo.

El cuarto capítulo, "Conclusiones", sintetiza el valor estimado, responde de forma ordenada a los objetivos planteados en esta introducción y extrae las principales lecturas del análisis, en particular el peso determinante del patrimonio inmobiliario en el valor de la compañía y las implicaciones de separar el negocio operativo del ladrillo.

Por último, el quinto capítulo, "Hechos posteriores", incorpora la información relevante conocida con posterioridad a la fecha de valoración (los resultados del ejercicio 2025/2026 y la mejora de la calificación crediticia), y valora en qué medida confirman o matizan las conclusiones del trabajo. El conjunto del análisis se apoya, además, en las figuras y tablas incluidas a lo largo del texto, procedentes del modelo financiero elaborado para este trabajo.

## **2. ANÁLISIS DEL GRUPO EL CORTE INGLÉS**

### **2.1 HISTORIA DEL GRUPO**

El Corte Inglés nació en 1935 cuando Ramón Areces adquirió una pequeña sastrería en Madrid que llevaba ese nombre. En 1940, junto a su tío César Rodríguez, formalizó la sociedad El Corte Inglés, S.L., sentando las bases de lo que se convertiría en el mayor grupo de grandes almacenes de la Península Ibérica.

Durante las décadas siguientes, el Grupo creció de forma orgánica y mediante adquisiciones estratégicas. En 1966 lanzó su tarjeta de compra propia, un concepto innovador en España que estableció una relación directa y fidelizada con el cliente. En 1969 entró en el negocio de los viajes a través de Viajes El Corte Inglés (VECI), y en 1979 diversificó hacia la alimentación con Hipercor. En la década de los noventa protagonizó dos movimientos clave: la entrada en servicios financieros con el lanzamiento de Financiera El Corte Inglés (FECI) en 1995, y la adquisición ese mismo año de los activos de Galerías Preciados (su principal competidor en grandes almacenes), incorporando 30 nuevos centros a su red.

Ya en el siglo XXI, el Grupo continuó su diversificación con el lanzamiento de Supercor en 2000 y reforzó su posición en seguros. El hito más reciente de calado fue en 2022, cuando Grupo Mutua Madrileña adquirió el 50,01% de las filiales aseguradoras y un 8% del capital del Grupo por un total de 1.105 millones de euros, operación que supuso una gran incorporación estratégica. Ese mismo año se incorporó un nuevo equipo directivo y se fusionó VECI con Logitravel, reforzando la presencia digital en viajes. En 2024, el Grupo aprobó un plan estratégico 2025-2030 con una inversión comprometida de 3.000 millones de euros orientada a la transformación tecnológica, renovación de tiendas y expansión logística. A cierre del ejercicio 2024, el Grupo genera ingresos de 14.786 millones de euros, emplea a más de 72.000 personas y representa el 1,1% del PIB español.(ECI, s. f.)

### **2.2 LÍNEAS DE NEGOCIO**

El Grupo El Corte Inglés opera a través de cuatro segmentos diferenciados, con una estructura holding encabezada por El Corte Inglés, S.A. como sociedad dominante, que consolida 14.786M€ en FY2024. Sus segmentos principales son:

- Retail (84% de los ingresos, 12.495M€ en FY2024) constituye el núcleo del negocio. Opera una red de 83 grandes almacenes en España y Portugal bajo la enseña El Corte Inglés, complementada por 35 hipermercados Hipercor y 194 supermercados Supercor. Las categorías principales son Moda y Belleza (5.704M€), Alimentación y Hostelería (3.044M€) y Hogar y Electrónica (2.697M€). Cuenta además con marcas propias como Sfera y opera bajo un modelo omnicanal que integra tienda física y plataformas digitales.

- Grupo Viajes (14% de los ingresos, 2.054M€) agrupa las actividades turísticas a través de VECI Travel Group S.L., que integra Viajes El Corte Inglés S.A. (líder en agencias de viaje en España), con Logitravel, operador digital incorporado en 2022. Atiende tanto al segmento corporativo como vacacional, con presencia en España, Portugal y Latinoamérica.
- Comercialización de Espacios (83M€) gestiona el arrendamiento de superficies dentro de sus centros a operadores externos (ópticas, talleres de automóviles, peluquerías, clínicas dentales) así como el alquiler de activos inmobiliarios a terceros.
- Otras líneas de negocio (257M€) incluyen servicios de seguridad (Sicor, a través del grupo Parinver), servicios del hogar, comercialización de energía y tecnología (KIO Networks España S.A., integrada globalmente en octubre de 2024).

Fuera del perímetro de consolidación operativa (y por tanto al margen del EBITDA) se encuentran los Servicios Financieros y Seguros, participados al 49-50% y consolidados por el método de la participación. En este segmento podemos encontrar: Financiera El Corte Inglés E.F.C. S.A. (financiación al consumo, 49%), Seguros ECI Vida, Pensiones y Reaseguros S.A. (49,99%) y Centro de Seguros y Servicios S.A. (49,99%), esta última correduría de seguros. La contribución conjunta de todas las sociedades puestas en equivalencia al resultado del Grupo fue de 84M€ en FY2024. Completan el perímetro de asociadas Sephora Cosméticos España S.L. (50%, joint venture) y Ahorro & Inversión El Corte Inglés, Agencia de Valores S.A entre otras. (ECI, 2025)

Este es un gráfico que ilustra las sociedades que se encuentran bajo el paraguas de “El Corte Inglés, S.A, el holding del grupo.

Figura 1 Organigrama societario grupo El Corte Inglés

| El Corte Inglés, S.A.                        |                                |                                                                                    |                                                           |
|----------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Retail                                       | Travel                         | Other Businesses                                                                   |                                                           |
| El Corte Inglés Grandes Almacenes, S.A.      | VECI Travel Group, S.L.        | Financial Services                                                                 | Other                                                     |
| Supercor, S.A.U.                             | Viajes El Corte Inglés, S.A.   | Financiera El Corte Inglés E.F.C., S.A.                                            | Parinver, S.A.U. and subsidiaries                         |
| Moda Joven Sfera, México, S.A. de C.V.       | CDV Senior, S.L.U.             | Centro de Seguros y Servicios, El Corte Inglés, Agencia de Seguros Vinculada, S.A. | Parinver Servicios, S.L.U. and subsidiaries (Sicor group) |
| El Corte Inglés Cadena de Suministro, S.L.U. | Tourmundial Operadores, S.A.U. | Seguros El Corte Inglés, Vida Pensiones y Reaseguros, S.A.                         | Garamair, S.L.U.                                          |
| Izaro Films, S.A.U.                          | Foreign VECI Group affiliates  | Ahorro & Inversión El Corte Inglés, Agencia de Valores, S.A.                       | Telecor, S.A.                                             |
| Citirel, S.L.                                | Aperture Travel, S.L.U.        |                                                                                    | Asón Inmobiliaria de Arriendos, S.L. and subsidiaries     |
| Industrias del Vestido, S.A.U.               |                                |                                                                                    | KIO Networks España, S.A.                                 |
|                                              |                                |                                                                                    | Sephora Cosméticos España, S.L.                           |
|                                              |                                |                                                                                    | Gestión de Puntos de Venta, GESPEVES, S.A.                |

Fuente: (ECI, 2024b)

### 2.3 SECTOR Y COMPETIDORES

El Corte Inglés opera en un sector poco habitual: el de los grandes almacenes, un formato que reúne bajo un mismo techo moda, hogar, electrónica, alimentación y una amplia gama de servicios. Lo llamativo del caso español es que, desde que absorbió a Galerías Preciados en 1995 (su último rival directo), El Corte Inglés se quedó solo. Hoy es el único operador de grandes almacenes que queda en España. Ninguna otra empresa nacional reproduce su modelo, lo que le da una posición de práctico monopolio en este formato y, de paso, complica mucho encontrar una compañía con la que compararlo.

Que no tenga un rival equivalente no quiere decir que opere sin competencia. Lo que ocurre es que su competencia está repartida por categorías. En vez de enfrentarse a otro gran almacén, El Corte Inglés compite a la vez con los líderes de cada segmento: con Inditex en moda, con Mercadona, Carrefour o Lidl en alimentación, con MediaMarkt y Amazon en electrónica, y con IKEA o Leroy Merlin en hogar. A todo ello se suma la presión creciente del comercio electrónico, que afecta a todas las categorías por igual. Frente a estos especialistas, El Corte Inglés se apoya en la diversificación, la omnicanalidad y la confianza de marca, ofreciendo un servicio integral que ningún competidor iguala del todo.

Para encontrar empresas realmente parecidas hay que salir de España y mirar a los grandes almacenes internacionales. En el Reino Unido sobresale Marks & Spencer (un gran almacén generalista de moda y alimentación que, además, es dueño de buena parte de sus inmuebles), probablemente el comparable cotizado más cercano a El Corte Inglés. A su lado conviven enseñas como John Lewis (de carácter cooperativo) o las cadenas de lujo Selfridges y Harrods, todas ellas en manos privadas. En Estados Unidos el formato lo representan Macy's, Nordstrom, Kohl's y Dillard's, cadenas históricas que en la última década han ido a menos, con cierres de tiendas y reestructuraciones, muy golpeadas por internet y por los especialistas de cada categoría. En la Europa continental, los grandes almacenes de referencia (Galeries Lafayette y Printemps en Francia, KaDeWe y Galeria en Alemania) son casi todos de capital privado o han pasado por serios apuros financieros. Y en Latinoamérica, el mexicano El Puerto de Liverpool es quizá el más parecido de todos, porque combina grandes almacenes con un negocio financiero propio y una cartera inmobiliaria importante, igual que El Corte Inglés.

De este repaso salen dos ideas que importan para la valoración. La primera es que el formato de gran almacén está en retroceso en buena parte del mundo desarrollado (sobre todo en Estados Unidos), algo que choca con la resistencia que ha mostrado El Corte Inglés, sostenida por su diversificación hacia viajes y servicios financieros y por el peso de su patrimonio inmobiliario. La segunda es que casi ningún gran almacén europeo cotiza en bolsa (Galeries Lafayette, Printemps, John Lewis, Selfridges o KaDeWe son todos privados), de modo que apenas existen comparables cotizados directos. Esa falta de referencias homogéneas es una limitación importante a la hora de valorar y, al

mismo tiempo, deja claro hasta qué punto el modelo de El Corte Inglés es una rareza dentro de su propio sector.

## 2.4 ANÁLISIS ESTADOS FINANCIEROS Y RATIOS

*Figura 2 Balance consolidado, grupo El Corte Inglés*

| Activo                                                                           | FY2024<br>mil EUR | FY2023<br>mil EUR | FY2022<br>mil EUR | FY2021<br>mil EUR | FY2020<br>mil EUR |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>A) Activo no corriente</b>                                                    | <b>11.680.680</b> | <b>11.684.927</b> | <b>11.664.326</b> | <b>11.678.586</b> | <b>12.463.457</b> |
| I Inmovilizado intangible                                                        | 963.748           | 882.599           | 864.307           | 1.251.883         | 982.566           |
| II Inmovilizado material                                                         | 8.718.676         | 8.677.534         | 8.789.710         | 8.769.616         | 8.960.291         |
| III Inversiones inmobiliarias                                                    | 538.199           | 506.790           | 476.192           | 601.709           | 603.058           |
| IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo                   | 770.007           | 745.413           | 740.486           | 253.947           | 301.110           |
| V Inversiones financieras a largo plazo                                          | 100.381           | 177.825           | 163.749           | 65.697            | 874.278           |
| VI Activos por impuesto diferido                                                 | 589.669           | 694.766           | 629.882           | 735.734           | 742.154           |
| <b>B) Activo corriente</b>                                                       | <b>3.005.869</b>  | <b>2.516.971</b>  | <b>2.580.070</b>  | <b>3.270.795</b>  | <b>2.979.417</b>  |
| I Activos no corrientes mantenidos para la venta                                 | 0                 | 13.440            | 13.904            | 1.156.661         | 0                 |
| II Existencias                                                                   | 1.863.429         | 1.855.385         | 1.879.829         | 1.579.332         | 1.688.960         |
| III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar                                | 472.095           | 423.052           | 425.126           | 277.667           | 297.985           |
| IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo                   | 11.239            | 8.034             | 1.708             | 1.996             | 2.128             |
| V Inversiones financieras a corto plazo                                          | 89.937            | 47.889            | 52.866            | 63.286            | 20.845            |
| VI Periodificaciones a corto plazo                                               | 52.514            | 35.811            | 23.551            | 32.885            | 48.831            |
| VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes                               | 516.655           | 133.360           | 183.086           | 158.968           | 920.668           |
| <b>Total activo (A + B)</b>                                                      | <b>14.686.549</b> | <b>14.201.898</b> | <b>14.244.396</b> | <b>14.949.381</b> | <b>15.442.874</b> |
| <b>Pasivo</b>                                                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>A) Patrimonio neto</b>                                                        | <b>7.158.681</b>  | <b>6.852.310</b>  | <b>6.563.569</b>  | <b>5.680.170</b>  | <b>5.512.686</b>  |
| A-1) Fondos propios                                                              | 7.056.302         | 6.709.950         | 6.421.219         | 5.562.680         | 5.478.692         |
| I Capital                                                                        | 454.601           | 454.601           | 454.601           | 454.601           | 486.864           |
| III Reservas y resultados de ejercicios anteriores                               | 6.662.376         | 6.341.913         | 5.994.515         | 5.285.938         | 8.354.515         |
| IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias y de la sociedad dominante) | -572.433          | -566.137          | -498.047          | -298.062          | -417.325          |
| VI Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante                     | 511.758           | 479.573           | 870.150           | 120.203           | -2.945.362        |
| II Diferencia de conversión                                                      | -885              | 11.285            | 8.375             | 2.917             | 1.241             |
| III Otros                                                                        | 10.331            | 24.842            | 34.191            | 24.969            | 15.383            |
| A-4) Socios externos                                                             | 102.379           | 106.233           | 99.784            | 89.604            | 17.370            |
| <b>B) Pasivo no corriente</b>                                                    | <b>3.492.023</b>  | <b>3.314.499</b>  | <b>3.528.859</b>  | <b>4.451.442</b>  | <b>5.585.819</b>  |
| I Provisiones a largo plazo                                                      | 59.972            | 141.196           | 118.427           | 158.497           | 993.588           |
| II Deudas a largo plazo                                                          | 2.528.166         | 2.286.858         | 2.515.330         | 3.423.606         | 3.727.918         |
| III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo                      | 48.887            | 48.343            | 48.739            | 48.606            | 48.598            |
| IV Pasivos por impuesto diferido                                                 | 854.998           | 838.102           | 846.363           | 820.733           | 815.715           |
| <b>C) Pasivo corriente</b>                                                       | <b>4.026.399</b>  | <b>4.035.089</b>  | <b>4.151.968</b>  | <b>4.817.769</b>  | <b>4.344.369</b>  |
| I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta          | 0                 | 10.416            | 0                 | 1.145.264         | 0                 |
| II Provisiones a corto plazo                                                     | 160.594           | 69.121            | 105.028           | 47.434            | 159.945           |
| III Deudas a corto plazo                                                         | 337.601           | 494.011           | 543.687           | 382.210           | 1.200.091         |
| IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo                       | 32.216            | 31.521            | 40.663            | 29.608            | 30.051            |
| V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar                                 | 3.472.400         | 3.402.420         | 3.451.641         | 3.206.117         | 2.945.270         |
| VI Periodificaciones a corto plazo                                               | 23.588            | 27.600            | 10.949            | 7.136             | 9.012             |
| <b>Total patrimonio neto y pasivo</b>                                            | <b>14.677.103</b> | <b>14.201.898</b> | <b>14.244.396</b> | <b>14.949.381</b> | <b>15.442.874</b> |

*Fuente: Elaboración propia (SABI Informa - CCAA ECI, s. f.)*

El balance consolidado del Grupo El Corte Inglés a cierre del ejercicio 2024 (28 de febrero de 2025) refleja, ante todo, la naturaleza intensiva en activos del modelo de negocio. El activo no corriente concentra el 79,5% del balance total (11.681M€), y dentro de él el inmovilizado material representa por sí solo el 57% del conjunto (8.376M€). Esta estructura tan pesada es consecuencia directa de que el Grupo es propietario de la práctica totalidad de su red de tiendas, a diferencia de los retailers que operan en régimen de alquiler; prueba de ello es que los derechos de uso reconocidos bajo NIIF 16 son marginales (342M€), lo que confirma la escasa dependencia de arrendamientos operativos.

El rasgo más relevante del activo es la brecha entre su valor contable y su valor de mercado. Los terrenos y construcciones y las inversiones inmobiliarias suman 7.251M€ en libros (Nota 5, CCAA ECI), valorados bajo el modelo del coste, frente a un Gross Asset

Value de 15.716M€ según las tasaciones independientes de JLL y Savills (ECI, 2024b) A esta plusvalía latente de aproximadamente 8.465M€, hay sumarle que las inversiones contabilizadas por el método de la participación (770M€, 5,2% del activo), que recogen el valor de las asociadas no controladas, (Financiera ECI, el negocio asegurador y Sephora) que quedan al margen del perímetro operativo y del EBITDA.

En el pasivo y patrimonio destaca un proceso de saneamiento financiero sostenido. La deuda financiera neta (pre-IFRS 16) se ha reducido de forma ininterrumpida desde los 3.094M€ de FY2021 hasta los 1.796M€ de FY2024, lo que ha llevado el ratio Deuda Neta/EBITDA de 3,85x a 1,49x, cómodamente por debajo del objetivo de política financiera de 2x y coherente con el rating BBB- de S&P y Fitch. Este desapalancamiento se ha visto acompañado de un patrimonio neto que ya supone el 48,8% del balance (7.168M€) y de un notable refuerzo de la liquidez. La caja se multiplica casi por cuatro, pasando de 133M€ a 517M€ (+287%), incremento que el estado de flujos confirma como generación genuina de caja libre de 497M€ recurrentes y no como un efecto de timing financiero (ECI, 2025).

En el activo figuran 590M€ de activos por impuesto diferido (4% del balance), herencia de las pérdidas acumuladas durante la pandemia, que se irán consumiendo a medida que el Grupo genere beneficios. En el patrimonio, la autocartera asciende a -572M€ y mantiene una tendencia creciente, reflejo de años de recompra de capital ligados a la salida de accionistas. Por último, el fondo de maniobra operativo es estructuralmente negativo (-1.137M€), ya que el pasivo corriente operativo (3.472M€, esencialmente acreedores comerciales) supera al activo corriente operativo (2.336M€). Lejos de ser un problema de liquidez, evidencia el poder de negociación frente a proveedores, que financian el ciclo de explotación, rasgo característico y saludable del modelo retail.

Figura 3 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, grupo El Corte Inglés

| Cuenta de pérdidas y ganancias                                                   | FY2024<br>mil EUR | FY2023<br>mil EUR | FY2022<br>mil EUR | FY2021<br>mil EUR | FY2020<br>mil EUR |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>A) Operaciones continuadas</b>                                                |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>1. Importe neto de la cifra de negocios</b>                                   | <b>14.786.057</b> | <b>14.440.150</b> | <b>14.068.721</b> | <b>12.507.609</b> | <b>10.432.000</b> |
| 2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación    | n.d.              | 1                 | 4                 | -12               | 5                 |
| 3. Trabajos realizados por la empresa para su activo                             | 59.945            | 46.357            | 167.362           | 147.103           | 112.549           |
| 4. Aprovisionamientos                                                            | -9.820.538        | -9.702.174        | -9.681.914        | -8.611.201        | -7.303.980        |
| 5. Otros ingresos de explotación                                                 | 174.578           | 200.910           | 191.032           | 174.422           | 191.072           |
| 6. Gastos de personal                                                            | -2.581.410        | -2.520.785        | -2.353.409        | -2.139.485        | -2.088.681        |
| 7. Otros gastos de explotación                                                   | -1.460.652        | -1.413.892        | -1.650.077        | -1.392.350        | -1.818.056        |
| 8. Amortización del inmovilizado                                                 | -515.040          | -527.632          | -563.103          | -506.875          | -586.798          |
| 9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras              | n.d.              | n.d.              | n.d.              | n.d.              | 5                 |
| 11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado                     | 64.816            | -29.110           | -152.555          | 15.851            | -1.780.267        |
| <b>A1) Resultado de explotación</b>                                              | <b>707.756</b>    | <b>493.825</b>    | <b>26.061</b>     | <b>195.062</b>    | <b>-2.842.151</b> |
| 15. Ingresos financieros                                                         | 17.387            | 8.730             | 8.642             | 1.646             | 18.329            |
| 16. Gastos financieros                                                           | -125.901          | -135.882          | -130.445          | -136.983          | -150.873          |
| 17. Variación de valor razonable en instrumentos financieros                     | 1.653             | 153               | n.d.              | n.d.              | -3                |
| 18. Diferencias de cambio                                                        | -3.453            | 3.153             | 5.650             | 2.456             | -11               |
| 19. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros          | 971               | 24.000            | 20.078            | -132              | -57.391           |
| <b>A2) Resultado financiero</b>                                                  | <b>-109.343</b>   | <b>-99.846</b>    | <b>-96.075</b>    | <b>-133.013</b>   | <b>-189.949</b>   |
| 21. Participación en beneficios (pérdidas) de sociedades puestas en equivalencia | 83.899            | 60.938            | 43.640            | 23.150            | 16.145            |
| <b>A3) Resultado antes de impuestos</b>                                          | <b>682.312</b>    | <b>454.917</b>    | <b>-26.374</b>    | <b>85.199</b>     | <b>-3.015.955</b> |
| 24. Impuestos sobre beneficios                                                   | -149.828          | 47.803            | -101.385          | -34.334           | -79.738           |
| <b>A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas</b>         | <b>532.484</b>    | <b>502.720</b>    | <b>-127.759</b>   | <b>50.865</b>     | <b>-3.095.693</b> |
| <b>B) Operaciones interrumpidas</b>                                              |                   |                   |                   |                   |                   |
| 25. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impu | n.d.              | n.d.              | 1.008.186         | 71.857            | 146.784           |
| <b>A5) Resultado del ejercicio</b>                                               | <b>532.484</b>    | <b>502.720</b>    | <b>880.427</b>    | <b>122.722</b>    | <b>-2.948.909</b> |
| Resultado atribuido a la sociedad dominante                                      | 511.758           | 479.573           | 870.150           | 120.203           | -2.945.362        |
| Resultado atribuido a socios externos                                            | 20.726            | 23.147            | 10.277            | 2.519             | -3.547            |

Fuente: Elaboración propia, (SABI Informa - CCAA ECI, s. f.)

La cuenta de resultados del Grupo El Corte Inglés describe una trayectoria de recuperación y mejora de la rentabilidad muy marcada desde el ejercicio 2020, fuertemente condicionado por la pandemia. La cifra de negocios ha crecido desde los 10.432M€ de FY2020 hasta los 14.786M€ de FY2024, un avance acumulado del 41,7%. El grueso de esta recuperación se concentró en FY2021 (+19,9%) con la reapertura de la actividad, mientras que los crecimientos posteriores se han normalizado en torno al 2-3% anual (+2,4% en FY2024), señal de que la fase de rebote se ha agotado y el Grupo opera ya en un régimen de crecimiento maduro.

La mejora más significativa se produce en la rentabilidad operativa. El resultado de explotación pasa de unas pérdidas de 2.842M€ en FY2020 a un beneficio de 708M€ en FY2024, mientras que el EBITDA ajustado encadena una progresión sostenida (804M€, 951M€, 1.081M€ y 1.209M€) con una expansión del margen desde el 6,7% hasta el 8,2%. Esta mejora se apoya en el creciente peso de la marca propia, el control de la estructura de costes y el apalancamiento operativo, y se ve respaldada por un margen bruto que se mantiene sólido en torno al 33,6% pese a la presión inflacionaria sobre los aprovisionamientos. El resultado financiero también mejora de forma notable, desde los -190M€ de FY2020 hasta los -109M€ de FY2024, consecuencia directa del desapalancamiento, que ha permitido reducir los gastos financieros pese al entorno de subida de tipos.

Los resultados del grupo son positivos, la parte operativa crece y las cuentas se sanean, mejorando los márgenes. El beneficio neto crece apenas un 6,7% en el último ejercicio (de 480M€ a 512M€), una cifra que esconde la verdadera mejora del negocio, ya que el resultado antes de impuestos aumentó un 50% (de 455M€ a 682M€). Aunque el año FY2024 refleje mejor la realidad, los ejercicios previos están algo alterados y merecen la pena ser analizados. FY2023 se benefició de un impuesto positivo de 48M€, frente a una tributación ya normalizada en FY2024. El año que puede generar más confusión es el FY2022, cuando las operaciones interrumpidas aportaron 1.008M€ provenientes de la plusvalía por la venta del 50,01% del negocio asegurador, lo que permitió cerrar el ejercicio con un beneficio de 880M€ pese a que las operaciones continuadas arrojaron pérdidas de 128M€. Todos estos elementos deben depurarse para estimar la capacidad de generación de beneficio normalizada del Grupo.

Por último, merece atención la contribución creciente del resultado de sociedades puestas en equivalencia, que ha avanzado de manera ininterrumpida (16M€, 23M€, 44M€, 61M€ y 84M€) y que, pese a quedar fuera del EBITDA, ya representa cerca del 12% del resultado antes de impuestos en FY2024, reflejando el buen comportamiento de Financiera ECI y del negocio asegurador participado. En conjunto, la cuenta de resultados confirma una mejora operativa real y sostenida, pero solo apreciable en toda su magnitud cuando se neutralizan los efectos fiscales y extraordinarios que afectan a la comparabilidad de la serie.

El análisis de ratios confirma que El Corte Inglés opera con una rentabilidad estructuralmente superior a la de su sector de referencia. El margen bruto se sitúa en el 33,6% en FY2024, frente a una media del retail general europeo del 24,9% según la base de datos de Damodaran, y describe además una mejora sostenida desde el 30,0% de FY2020. Esta ventaja de aproximadamente nueve puntos porcentuales se explica por el creciente peso de la marca propia y por un posicionamiento de gama media-alta que aleja a ECI del retailer generalista puro. La superioridad se traslada también al margen EBITDA, que alcanza el 8,2% en FY2024 (prácticamente el doble del 4,2% de FY2022 y muy por encima de la media sectorial del 5,5%), lo que evidencia que la mejor rentabilidad no se diluye en la estructura de costes operativos, sino que se mantiene hasta el resultado de explotación.

Es conveniente añadir al análisis el margen sobre el beneficio neto, especialmente relevante en el caso de ECI porque una parte significativa de sus resultados no transita por el EBITDA. El beneficio neto atribuible representa el 3,5% de las ventas en FY2024 (3,2% si se depura el resultado a su componente recurrente de 470M€), un nivel ajustado pero coherente con la naturaleza del negocio retail. La amplia distancia entre el margen EBITDA (8,2%) y el margen neto (3,5%) la absorben la elevada amortización (consecuencia directa de un balance intensivo en activos), los gastos financieros y una carga fiscal creciente. Frente a estos efectos que reducen el margen, el resultado neto

incorpora en cambio partidas que el EBITDA ignora pero que son recurrentes y positivas, en particular la contribución de las sociedades puestas en equivalencia (84M€ en FY2024), que recoge el negocio financiero y asegurador participado. Por ello, el margen neto constituye la medida de rentabilidad más completa para ECI, al capturar la totalidad de las fuentes de resultado del grupo.

La eficiencia operativa se confirma en los ratios de productividad y estructura. Las ventas equivalen a 5,7 veces los gastos de personal, proporción estable en el entorno de 5,7-6,0x desde FY2021, lo que indica una masa salarial bien dimensionada que no se ha deteriorado pese a la inflación salarial del periodo. En paralelo, el apalancamiento medido como Activo Total sobre Patrimonio Neto se reduce de 2,80x en FY2020 a 2,05x en FY2024, reflejo de un balance progresivamente más capitalizado gracias al refuerzo de los fondos propios y a la reducción de la deuda.

La gestión del capital circulante es uno de los puntos más favorables del análisis. El ciclo de conversión de efectivo es negativo y estructural, situándose en -48 días en FY2024. ECI cobra a sus clientes en apenas 12 días y rota sus existencias en 69 días, mientras dilata el pago a proveedores hasta los 129 días. El negocio se financia, por tanto, con el circulante de sus proveedores, rasgo habitual en el comercio minorista. La rotación de inventario, de 7,9 veces al año, se sitúa por debajo de la media del sector retail general (10,4x) y muy lejos del alimentario (18,3x), pero ello no responde a ineficiencia sino al mix de producto del grupo (moda, hogar y electrónica, de rotación más lenta y mayor valor unitario), plenamente coherente con la naturaleza de gran almacén.

Por último, los ratios de solvencia ratifican el saneamiento financiero descrito en el balance. La Deuda Neta<sup>1</sup> sobre EBITDA cae de 3,85x en FY2021 a 1,49x en FY2024, situándose holgadamente por debajo del objetivo interno de política financiera de 2x, mientras que el LTV inmobiliario es de apenas el 11,4%. La combinación de ambos indicadores confirma un perfil crediticio muy sólido y un patrimonio inmobiliario prácticamente libre de cargas, acorde con el rating BBB- de S&P y Fitch (ECI, 2024b).

Todos los datos medios del sector retail europeo son de la base de datos pública de Damodaran (Damodaran, 2026).

## 2.5 ANÁLISIS DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO

Uno de los rasgos que mejor define a El Corte Inglés, y que más lo diferencia de cualquier otro retailer, es que es dueño de la práctica totalidad de sus inmuebles. No alquila sus

---

<sup>1</sup> La deuda neta aparece en dos versiones: pre-IFRS 16 (1.796M€) en el análisis financiero, por ser la que reporta el Grupo y la de su política financiera, y post-IFRS 16 (2.078M€) en la valoración, que incluye los arrendamientos para ser coherente con el EBITDA y el puente a Equity Value.

tiendas, las posee. Esto convierte al Grupo en uno de los mayores propietarios inmobiliarios de España, con una cartera que, según el folleto de emisión de bonos de 2024, está tasada en 15.716 millones de euros a cierre del ejercicio 2024 (eran 15.500 millones un año antes). Las valoraciones las realizan dos tasadores independientes de primer nivel (Jones Lang LaSalle y Savills Aguirre Newman) siguiendo los estándares RICS, lo que da bastante solidez a la cifra de cara a un trabajo de valoración (ECI, 2024b).

Los grandes almacenes y los hipermercados suponen el 87% del valor total, mientras que las oficinas representan un 5%, las naves industriales y la logística otro 4%, y el 4% restante corresponde a otros terrenos y locales comerciales. La cartera está muy concentrada en los edificios donde se realiza la actividad comercial. Y no se trata de activos cualesquiera, una parte muy relevante se encuentra en localizaciones prime de las principales ciudades, con inmuebles emblemáticos como los de Castellana o el complejo de Preciados en Madrid, ubicaciones que por sí solas concentran un valor enorme (ECI, 2024b).

Lo interesante desde el punto de vista de la valoración es que ese valor no aparece reflejado en el balance. El Corte Inglés contabiliza sus inmuebles por el modelo del coste (es decir, a precio de compra menos amortización), de manera que en las cuentas figuran por una cifra muy inferior a su valor real de mercado. Frente a los 15.716 millones de la tasación, en libros los terrenos, las construcciones y las inversiones inmobiliarias suman 7.251 millones (*SABI Informa - CCAA ECI*, s. f.), lo que implica unas plusvalías latentes del orden de 8.465 millones que no afloran en los estados financieros. Es justamente este desajuste entre valor contable y valor de mercado lo que hace que los métodos de valoración basados en beneficios se queden cortos a la hora de capturar lo que realmente vale el Grupo.

A esto se añade un detalle importante, ese patrimonio está prácticamente libre de deuda. El folleto de bonos sitúa el ratio préstamo-valor (Loan to Value) en torno al 13% en 2024, con tendencia a la baja, lo que significa que el inmueble respalda con holgura la deuda del Grupo y le otorga una flexibilidad financiera notable (ECI, 2024b).

## 2.6 PERSPECTIVAS SECTOR RETAIL

A escala global, el comercio minorista afronta el período 2024 a 2026 desde una posición de optimismo prudente. Según el informe *Global Retail Outlook* (Deloitte, 2024), las ventas mundiales del sector superarán los 30 billones de dólares y casi todos los directivos encuestados anticipan un crecimiento de los ingresos (un 90 % neto positivo, con Europa como la región más optimista, un 93 %), además de una mejora moderada de los márgenes operativos (74 %). Aun así, la gestión de la inflación y la reducción de costes continúa siendo la prioridad número uno en todo el mundo. El mismo informe (Deloitte, 2024) señala tres retos sistémicos (el cambio climático, la escasez de mano de

obra y la presión sobre las cadenas de suministro) y tres oportunidades (la salud y el bienestar, el paso de lo masivo a lo "micro" o personalización, y la inteligencia artificial generativa, que el 79 % de los directivos espera que transforme sus organizaciones en tres años). El contexto macroeconómico es desigual, con resiliencia en Estados Unidos, crecimiento modesto en Europa (Alemania ya en recesión), debilidad en China e India como la gran economía más dinámica. El consumidor, presionado por el coste de la vida, se desplaza hacia marcas más baratas y marca propia, de modo que la rentabilidad del comercio electrónico, la gestión de las devoluciones y el retail media (la monetización del dato propio) se convierten en palancas decisivas.

En Europa el panorama es más exigente. El informe State of Retail Europe (McKinsey, 2024) centrado en el comercio no alimentario, muestra que, aunque la facturación nominal creció un 2,3 % anual entre 2019 y 2023, en términos reales cayó un 1,8 %, quedando por debajo de los niveles de 2019 en casi todas las geografías y categorías (con la excepción del cuidado de mascotas). Para el horizonte de 2028 se proyecta un crecimiento real de apenas el 0,6 % anual, con España, Reino Unido y Polonia (entre el 1,5 % y el 2 %) por delante de una Alemania, Francia e Italia estancadas. El estudio subraya la polarización del consumo (alta frente a baja renta), la escasa fidelidad del cliente, el avance de los formatos de descuento y, sobre todo, la consolidación de la omnicanalidad, ya que más de la mitad de los consumidores combina el canal físico y el digital. En ese contexto, los grandes almacenes son el formato más presionado por los resellers digitales, mientras que los ganadores son los minoristas de "alta calidad y confianza" y las plataformas o marketplaces. El propio informe (McKinsey, 2024) propone seis palancas de valor: una propuesta de valor diferencial, el engagement de nueva generación, el comercio omnicanal, el "más allá del retail" (servicios y plataformas), la excelencia operativa de extremo a extremo y la inteligencia artificial.

En el segmento de alimentación, el informe The State of Grocery Retail Europe 2026 (McKinsey, 2026) describe 2025 como un año de estabilización, con una inflación de precios moderada y los márgenes bajo presión (EBIT en torno al 2,8 %). La marca propia alcanza ya el 40 % de cuota y el descuento el 22,4 %, mientras el crecimiento estructural en volumen es casi nulo (0,2 % anual hasta 2030); esto empuja a los operadores hacia el crecimiento "más allá del cesto" (el retail media, con márgenes cercanos al 70 %), la escala mediante operaciones de M&A (un 47 % más que en 2022) y la inteligencia artificial, que ya es la segunda prioridad de los directivos. En España, el informe Perspectivas del Sector Retail. España 2024 (KPMG, 2024) refleja preocupación por la inflación, pero también optimismo empresarial: el 77 % espera aumentar sus ventas, el 66 % invertir más y el 52 % ampliar plantilla. El 73 % sitúa la transformación digital como prioridad estratégica, el canal online supone ya el 18,8 % de la facturación y dos de cada tres minoristas gestionan sus pedidos online desde la propia red de tiendas, lo que confirma la complementariedad entre lo físico y lo digital.

En cuanto a las implicaciones para El Corte Inglés y las perspectivas del Grupo ECI, el diagnóstico es de luces y sombras. Como gran almacén, ECI opera en el formato europeo más cuestionado por la competencia online y por el descuento, dentro de un mercado no alimentario de crecimiento real casi plano y márgenes estrechos (McKinsey, 2024). Sin embargo, su posicionamiento encaja con uno de los arquetipos ganadores que identifica McKinsey, el del minorista de confianza, calidad y experiencia en tienda, y además actúa en uno de los mercados europeos más dinámicos (España, con un crecimiento previsto de entre el 1,5 % y el 2 %) y ante un consumidor más optimista que la media de la Unión Europea (KPMG, 2024). Sus principales fortalezas responden directamente a las tendencias dominantes: una red de tiendas que constituye un activo omnicanal (clave cuando dos de cada tres pedidos se sirven desde el establecimiento), una amplia base de clientes y de datos propios que habilita la monetización vía retail media y los programas de fidelización, y una diversificación (alimentación con Supercor e Hipercor, viajes, seguros y financiación) que materializa la estrategia de "más allá del retail" y reparte el riesgo entre las dinámicas de gran consumo y de no alimentación. Sus retos coinciden con los del sector: proteger los márgenes frente a la presión de costes y a la marca blanca, dar respuesta a la polarización del gasto combinando propuestas premium y de valor, y acelerar la inversión en digitalización e inteligencia artificial para no quedar rezagado. En conjunto, las perspectivas del Grupo ECI apuntan a un crecimiento moderado pero sostenible, condicionado a su capacidad para capitalizar su diferenciación, su red física y su oferta de servicios frente a la competencia digital y de descuento.

### **3. VALORACIÓN DEL GRUPO EL CORTE INGLÉS**

#### **3.1 TESIS DE VALORACIÓN Y MÉTODOS ESCOGIDOS**

Debido al peso (el 87% de la cartera en grandes almacenes), calidad (ubicaciones premium), su infravaloración contable (las plusvalías latentes) y su bajo endeudamiento, el método de suma de partes, que valora el ladrillo a precio de mercado y lo separa del negocio operativo, resulta el más adecuado para reflejar el verdadero valor de El Corte Inglés.

Aunque la suma de partes es el método principal, basar toda la valoración en un solo enfoque sería arriesgado, sobre todo en una empresa que no cotiza y para la que no existe un precio de mercado que sirva de referencia. Por eso se aplican los cuatro métodos y se comparan entre sí. Cada uno aporta una perspectiva distinta del valor del Grupo, y el conjunto permite acotar un rango razonable en lugar de depender de una única cifra.

El descuento de flujos de caja valora el Grupo como negocio en marcha, proyectando la caja que genera la operación. En el caso de El Corte Inglés tiene una particularidad

importante, como la empresa no paga alquiler por sus tiendas (las posee), ese ahorro se traduce en un mayor flujo de caja, de modo que el inmobiliario queda recogido de forma implícita en la proyección. El DCF es, por tanto, un buen termómetro del valor operativo, pero captura el ladrillo a través de los flujos que genera y no a su valor de mercado, por lo que tiende a situarse por debajo de lo que valdrían los activos si se monetizasen.

El método de múltiplos comparables parte de cómo cotizan empresas similares. Se ha tratado de aplicar ajustes al múltiplo EV/EBITDA, pero finalmente se han descartado para el resultado de la valoración. A pesar de no haber comparables directos se han buscado los que mejor representan el mix de líneas de negocio de ECI.

Las transacciones precedentes recurren a operaciones reales sobre el capital del Grupo (la entrada de Mutua Madrileña en 2022 y la salida de Al Thani en 2022). Su ventaja es que reflejan lo que un inversor ha estado dispuesto a pagar de verdad por el conjunto de la empresa, inmuebles incluidos. Su limitación, en cambio, es la escasez de operaciones recientes y el hecho de referirse a participaciones minoritarias, lo que obliga a tomar sus resultados con cierta cautela.

En los apartados siguientes se desarrolla cada uno de estos métodos por separado, con sus supuestos y sus cálculos, y al final del capítulo se comparan todos los resultados. Como se verá, los métodos que valoran el negocio en funcionamiento tienden a ofrecer cifras más contenidas, mientras que la suma de partes, al incorporar el inmobiliario a precio de mercado, suele situarse por encima. Esa diferencia entre los dos enfoques será uno de los puntos centrales del análisis, porque ayuda a separar qué parte del valor de El Corte Inglés procede de su negocio y qué parte de su patrimonio inmobiliario.

Antes de entrar en cada método conviene aclarar un paso que es común a todos ellos, el puente del valor de empresa (Enterprise Value) al valor de las acciones (Equity Value). La mayoría de los métodos no calculan directamente lo que vale el capital de la compañía, sino el valor del conjunto del negocio, de modo que hace falta una serie de ajustes para llegar a lo que realmente corresponde al accionista.

Al valor de empresa se le resta la deuda financiera neta (la deuda con coste menos la caja y las inversiones financieras líquidas, incluyendo los pasivos por arrendamiento bajo NIIF 16) y se le restan los intereses minoritarios (la parte del patrimonio que no pertenece a la sociedad dominante). A cambio, se le suman las participaciones en sociedades fuera del perímetro de consolidación. Estas últimas se incorporan porque su resultado no forma parte del EBITDA del Grupo (se integran por el método de la participación, por debajo del beneficio operativo), por lo que ningún método basado en el EBITDA las recoge. De ahí que se valoren por separado en el apartado anterior y se añadan en este puente.

Este mismo ajuste se aplica de forma idéntica en los cuatro métodos, lo que garantiza que los resultados terminen todos en el mismo nivel (el valor de las acciones) y sean, por tanto, directamente comparables entre sí en la triangulación final.

### 3.2 VALORACIÓN DE LAS PARTICIPADAS FUERA DEL PERÍMETRO DE CONSOLIDACIÓN

Dentro del Grupo El Corte Inglés existe un conjunto de sociedades que no se consolidan globalmente, sino que se integran por el método de la participación, al ser participaciones en las que el Grupo tiene influencia significativa pero no control (normalmente en torno al 49-50% del capital). Se trata, principalmente, de Financiera El Corte Inglés, de las dos compañías aseguradoras (Seguros ECI Vida, Pensiones y Reaseguros y Centro de Seguros) y de la participación en Sephora. Su resultado no forma parte del EBITDA del Grupo, ya que aparece por debajo del beneficio operativo, en la línea de puesta en equivalencia. Como ningún método basado en el EBITDA las recoge, se valoran por separado y se incorporan después en el puente al valor de las acciones.

Para estimar su valor se ha empleado un método de múltiplos. A la aportación de cada sociedad al resultado del Grupo en 2024 se le ha aplicado el múltiplo de capitalización de mercado sobre beneficio neto (es decir, un PER) propio de su sector, tomado de la base de datos de Damodaran para Europa en 2025, (Damodaran, 2026). De este modo, a la contribución de la financiera se le aplica el múltiplo del sector de servicios financieros, a las aseguradoras el de seguros, y a la participación en Sephora el de belleza y cosmética. La suma de todas las participaciones (excluyendo KIO Networks, como se explica a continuación) arroja un valor aproximado de 1.147 millones de euros.

*Figura 4 . Composición de los beneficios de las sociedades puestas en equivalencia*

| Sociedad                                      | Beneficio puesto en equivalencia FY 2024 | Sector                  | Múltiplo PER | Valor aproximado (miles de €) |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------|--------------|-------------------------------|
| Financiera El Corte Inglés E.F.C, S.A         | 24.587                                   | Servicios financieros   | 11,2x        | 275.866                       |
| Seguros ECI Vida, Pensiones y Reaseguros, S.A | 20.272                                   | Seguros Vida            | 16,4x        | 331.447                       |
| Centro de Seguros, S.A                        | 9.565                                    | Seguros general         | 13,5x        | 128.745                       |
| Sephora Cosméticos España, S.L                | 12.487                                   | Belleza y cosmética     | 31,5x        | 392.966                       |
| KIO Networks España, S.A                      | 16.120                                   | Tecnológica/Data Center | —            | —                             |
| Otras empresas                                | 868                                      | Media mercado           | 20,5x        | 17.777                        |
| <b>Total</b>                                  | <b>83.899</b>                            |                         |              | <b>1.146.801</b>              |

*Fuente: Elaboración propia, (SABI Informa - CCAA ECI, s. f.)*

Conviene señalar una exclusión importante. KIO Networks, que hasta octubre de 2024 se integraba por el método de la participación, pasó a consolidarse globalmente tras la adquisición por parte del Grupo del 50% restante de su capital (nota 10 de las cuentas anuales consolidadas, (ECI, 2024a)). Esto significa que su valor ya queda recogido dentro del negocio operativo de El Corte Inglés, por lo que incluirla de nuevo en este apartado supondría contabilizarla dos veces. Por ese motivo se excluye de la valoración de las participadas.

### 3.3 MÚLTIPLOS COMPARABLES

#### 3.3.1 Selección de los comparables (peer group)

El primer paso en este método de valoración es hacer una buena selección de compañías comparables que hagan una actividad similar a la sociedad a valorar. En el caso de ECI es bastante complejo por todas las líneas de negocio que realiza. Para cubrir todas estas actividades se han escogido compañías que, en conjunto, replican el perfil de negocio de ECI: un gran almacén, empresas de comercio minorista de moda, hogar y cosmética, y operadores de gran distribución alimentaria para capturar la actividad de Supercor e Hipercor.

En concreto, el peer group está formado por cinco compañías cotizadas:

- Marks & Spencer (Reino Unido), cadena de grandes almacenes con una oferta integrada de alimentación, moda y hogar que la convierte en el comparable más directo de ECI.
- Next plc (Reino Unido), especialista en moda, hogar y belleza que cubre las líneas de negocio no alimentarias de ECI.
- Ahold Delhaize (Países Bajos), uno de los mayores grupos de distribución alimentaria de Europa, referencia para la actividad de Supercor e Hipercor.
- Tesco (Reino Unido), el mayor supermercado del Reino Unido con un modelo de hipermercado comparable al formato de Hipercor.
- Carrefour (Francia), grupo de hipermercados con presencia directa en España y el comparable geográfico más próximo a ECI dentro del segmento de gran distribución.

La principal limitación de este peer group es que ninguna de las cinco compañías replica por sí sola la totalidad del modelo de negocio de ECI (que combina gran almacén, moda, alimentación, viajes, seguros y servicios financieros), por lo que el conjunto de comparables debe interpretarse como una aproximación diversificada y no como una equivalencia exacta. Adicionalmente, todas las empresas seleccionadas cotizan en mercados regulados europeos y reportan bajo IFRS, lo que garantiza la homogeneidad contable necesaria para la comparación de múltiplos.

*Figura 5. Tabla de comparables (peer group)*

| Empresa   | Sectores                          |
|-----------|-----------------------------------|
| M&S       | Comercio minorista y alimentación |
| Next      | Comercio minorista                |
| Ahold     | Alimentación                      |
| Tesco     | Comercio minorista y alimentación |
| Carrefour | Alimentación                      |

### 3.3.2 Múltiplo EV/EBITDA

Este múltiplo es un estándar del sector para comparar empresas, relacionando el Enterprise Value (valor de la empresa) con el EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). El múltiplo medio de nuestro peer group es de 9,9x, consistente con el valor medio para el sector retail (categoría general) en Europa 2024 según la base de datos de Damodaran, que es de 9,64x, lo que da solidez a la selección realizada (Damodaran, 2026).

Figura 6. Múltiplos EV/EBITDA “peer group”

|                    | M&S   | Next plc | Ahold | Tesco | Carrefour | Media |
|--------------------|-------|----------|-------|-------|-----------|-------|
| Múltiplo EV/EBITDA | 12,6x | 12,3x    | 8,6x  | 8,7x  | 7,1x      | 9,9x  |

Fuente: Elaboración propia (Investing.com, s. f.)

### 3.3.3 Valor de las acciones (Equity Value)

Tras aplicar los ajustes entre el Enterprise Value y el Equity Value (restando la deuda neta e incorporando los activos y pasivos no operativos correspondientes), el resultado obtenido mediante el múltiplo EV/EBITDA es de un valor para los accionistas de 10.286 millones de euros. Además, se ha aplicado un descuento del 5% por iliquidez ya que ECI no es una compañía cotizada y sus comparables si lo son, este descuento es el estándar según Damodaran para compañías grandes y estables pero no cotizadas, (Damodaran, 2005).

### 3.3.4 Múltiplo ajustado EVR/EBITDAR

Junto al EV/EBITDA se ha calculado también el múltiplo EVR/EBITDAR, una variante que busca corregir la principal distorsión de la comparación: el hecho de que la mayoría de los peers alquilan sus tiendas mientras que El Corte Inglés las posee. El EBITDAR es el beneficio operativo antes de amortizaciones y antes del coste de los arrendamientos, de modo que sitúa a todas las compañías en la misma base, con independencia de si ocupan sus inmuebles en propiedad o en alquiler. Para que el múltiplo sea coherente, el ajuste se aplica en los dos lados: al denominador se le suma el gasto de alquiler para obtener el EBITDAR, y al numerador se le suma el valor de los arrendamientos capitalizados (el pasivo por arrendamiento bajo NIIF 16) para obtener el EVR. En el caso de los peers, que no publican una única partida de alquiler, este se ha reconstruido a partir de las tres componentes en que la norma descompone los arrendamientos (la amortización del

derecho de uso, los intereses del pasivo por arrendamiento y los gastos de arrendamientos a corto plazo).

El múltiplo medio resultante es de 6,9x, sensiblemente inferior al 9,9x del EV/EBITDA. Esta diferencia no responde a un error de cálculo, sino a la propia mecánica del método: los arrendamientos se capitalizan a unas seis u ocho veces la renta anual, muy por debajo del entorno de diez veces al que cotiza el negocio, de manera que al mezclar ambos componentes el múltiplo combinado se arrastra a la baja. Aplicado al EBITDAR de El Corte Inglés (que, al ser propietario y apenas pagar alquiler, prácticamente coincide con su EBITDA), arroja un valor para las acciones de 6.846 millones de euros.

Aun así, este múltiplo se ha excluido de la valoración final. El motivo es conceptual porque el múltiplo tasa los edificios prime del Grupo a precio de inquilino y no a su valor de mercado, por lo que ofrece un suelo poco representativo y queda muy alejado de la media del resto de enfoques. Lejos de invalidar el análisis, este resultado refuerza el argumento central del trabajo, ya que confirma que los múltiplos basados en beneficios, incluso los que neutralizan el efecto del alquiler, siguen sin capturar el valor del patrimonio en propiedad, que solo aflora plenamente mediante la suma de partes.

### 3.4 TRANSACCIONES PRECEDENTES

El grupo El Corte Inglés no cotiza en bolsa, pero en los últimos años se han producido operaciones sobre su capital que sirven como referencia de mercado. Las dos transacciones relevantes tuvieron lugar en 2022: la entrada de Mutua Madrileña (El Economista, 2021), que adquirió un 8% del Grupo por 555 millones de euros, y la venta por parte del jeque Al Thani (a través de su vehículo Primefin) de la mitad de su participación, un 5,53% del capital, por 500 millones de euros, de los que unos 385 corresponden al precio de las acciones (el resto son compensaciones e intereses del préstamo participativo de 2015) (Fashion Network, 2023). A estas dos operaciones se añade, como referencia más reciente, la autovaloración que el propio Al Thani realiza de su 5,53% restante en sus cuentas de 2024, cifrada en 774,7 millones de euros (El Economista, 2025).

#### 3.4.1 Obtención del múltiplo

A partir del precio y del porcentaje de cada operación se obtiene el valor implícito de las acciones (Equity Value), dividiendo el importe pagado entre el porcentaje. La operación de Mutua implica un equity value de 6.938 millones; la venta de Al Thani, de 6.962 millones; y su autovaloración de 2024, de 14.009 millones. Convirtiendo cada equity value en valor de empresa (sumando la deuda financiera neta y los intereses minoritarios y restando las participadas) y dividiendo por el EBITDA correspondiente, se obtienen los múltiplos EV/EBITDA implícitos: 8,94x en la operación de Mutua, 8,97x en la de Al Thani

y 12,44x en la autovaloración, este último en línea con los múltiplos de los comparables cotizados.

#### 3.4.2 Valor de las acciones (Equity Value) y prima de control

Aplicando esos múltiplos al EBITDA actual de El Corte Inglés (1.209 millones) y reconstruyendo el valor de las acciones mediante el puente habitual (restando la deuda neta y los minoritarios y sumando las participadas), las dos transacciones de 2022 implican un valor del capital de entre 9.782 y 9.814 millones de euros.

Ahora bien, estas operaciones se refieren a participaciones minoritarias, que no otorgan el control de la compañía. Para valorar el 100% del Grupo es necesario incorporar una prima de control, es decir, el sobreprecio que un comprador estaría dispuesto a pagar por hacerse con el control. En el caso de ECI está más que justificado por el “poder” que otorgaría dicho control, mediante la venta del patrimonio inmobiliario o una posible salida a bolsa. Según un reciente informe de KPMG, la prima de control en mercados estables europeos es de 27,9%<sup>2</sup> (KPMG, 2026).

Aplicando esa prima del 27,9% a las dos transacciones, el valor del 100% del capital se sitúa en un rango de entre 12.511 y 12.552 millones de euros.

#### 3.4.3 La autovaloración de Al Thani (Primefin)

La autovaloración de Primefin debe tratarse de forma distinta. No procede de una transacción entre partes independientes, sino de una valoración que el propio accionista realiza de su participación mediante un descuento de flujos de caja, cuyos supuestos concretos se desconocen. Tasa el 100% del Grupo en torno a 14.000 millones de euros y, por referirse ya al conjunto de la empresa, no se le aplica prima de control (lo contrario supondría un doble cómputo).

Esta cifra debe tomarse con cautela. A modo de contraste, alcanzar esos 14.000 millones con el modelo de descuento de flujos desarrollado en este trabajo exigiría asumir un crecimiento de ventas en torno al 6,8% anual, muy por encima de la media histórica del Grupo (2,5%, excluido el efecto de la pandemia), si bien no es posible conocer las hipótesis que sostienen la valoración de Primefin. Además, llegada su primera ventana de salida en julio de 2025, Al Thani optó por mantener su participación en lugar de

---

<sup>2</sup> La prima de control aplicada procede del informe de KPMG sobre primas de control que, si bien se centra en los mercados de Europa central y del Este, recoge también la prima estimada para los mercados desarrollados europeos, situada en el entorno del 27,8%. Es esta última referencia, propia de mercados desarrollados como el español, y no la de los países emergentes, la que se ha tomado para la valoración.

venderla, lo que sugiere que el precio realizable en una venta efectiva se situaría por debajo de su valoración contable (El Economista, 2025).

En conjunto, el método de transacciones precedentes (ya ajustadas por la prima de control) y la autovaloración del mayor accionista sitúan el valor del 100% del capital de El Corte Inglés en un rango de entre 12.500 y 14.000 millones de euros aproximadamente.

### 3.5 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

#### 3.5.1 Proyecciones financieras

Las figuras 7 y 8 recogen la proyección de ventas a partir de la cual se estiman los flujos de caja libres para la empresa (FCFF). Con el fin de ofrecer una horquilla de valoración en lugar de una cifra única, se han construido dos escenarios, uno pesimista y otro optimista. Estos escenarios no pretenden representar ni un óptimo económico ni una situación de crisis, sino acotar el rango de valor más probable bajo distintos supuestos de crecimiento.

Las ventas se proyectan a un ritmo del 2,52 % anual en el escenario pesimista y del 3,52 % en el optimista. El extremo inferior se corresponde con el crecimiento medio de las ventas de El Corte Inglés en los ejercicios posteriores a la pandemia, una vez excluido el rebote de reapertura de FY2021; la horquilla 2,5 %-3,5 % es, además, coherente con las previsiones de crecimiento del sector recogidas en los informes del punto 2.6 (KPMG, 2024) y (McKinsey, 2026) una vez incorporada la inflación esperada a su crecimiento real. El resto de los parámetros operativos (márgenes, circulante y amortización) se mantienen constantes en ambos escenarios y se han fijado a partir de la media de los estados financieros de ECI de los últimos cinco ejercicios.

La inversión en activo fijo (CAPEX) se ha estimado a partir del plan estratégico del Grupo, que contempla 3.000 millones de euros de inversión entre 2025 y 2030, de los que 650 millones se ejecutaron en 2025 (Investing.com, 2025).

*Figura 7. Proyecciones de los flujos de caja, escenario optimista*

| Miles de euros | Forecast       |                |                |                |                |                | Suposiciones del DCF                                  |        |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------------------------------------------|--------|
|                | FY2024         | FY2025         | FY2026         | FY2027         | FY2028         | FY2029         |                                                       |        |
| Ventas         | 14.786.057     | 15.306.198     | 15.844.636     | 16.402.015     | 16.979.002     | 17.576.286     | Escenario optimista de crecimiento                    | 3,52%  |
| EBITDA         | 1.209.000      | 1.251.530      | 1.295.556      | 1.341.131      | 1.388.309      | 1.437.146      | Margen Ebitda promedio reportado                      | 8,18%  |
| Capex          | 492.000        | 650.000        | 587.500        | 587.500        | 587.500        | 587.500        | Ratio WC/ventas                                       | -7,69% |
| Var. WC        |                | 39.993         | 41.400         | 42.856         | 44.364         | 45.924         | Tasa impositiva                                       | 25%    |
| Impuestos      |                | 179.593        | 185.911        | 192.451        | 199.221        | 206.229        | Crecimiento amortización (igual que el de las ventas) | 3,52%  |
| <b>FCFF</b>    | <b>497.000</b> | <b>461.930</b> | <b>563.545</b> | <b>604.036</b> | <b>645.952</b> | <b>689.342</b> |                                                       |        |
| D&A            | 515.040        | 533.158        | 551.913        | 571.328        | 591.426        | 612.232        |                                                       |        |
| EBIT           | 693.960        | 718.372        | 743.643        | 769.802        | 796.882        | 824.915        |                                                       |        |

*Fuente: Elaboración propia*

Figura 8. Proyecciones de los flujos de caja, escenario pesimista

| miles de euros | Forecast   |            |            |            |            |            | Suposiciones del DCF                                  |        |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------------------------------|--------|
|                | FY2024     | FY2025     | FY2026     | FY2027     | FY2028     | FY2029     |                                                       |        |
| Ventas         | 14.786.057 | 15.158.337 | 15.539.991 | 15.931.253 | 16.332.367 | 16.743.580 | Escenario pesimista de crecimiento                    | 2,52%  |
| EBITDA         | 1.209.000  | 1.239.440  | 1.270.646  | 1.302.638  | 1.335.436  | 1.369.059  | Margen Ebitda promedio reportado                      | 8,18%  |
| Capex          | 492.000    | 650.000    | 587.500    | 587.500    | 587.500    | 587.500    | Ratio WC/ventas                                       | -7,69% |
| Var. WC        |            | 28.624     | 29.345     | 30.084     | 30.841     | 31.617     | Tasa Impositiva                                       | 25%    |
| Impuestos      |            | 177.858    | 182.336    | 186.927    | 191.633    | 196.458    | Crecimiento amortización (igual que el de las ventas) | 2,52%  |
| FCFF           | 497.000    | 440.206    | 530.155    | 558.295    | 587.144    | 616.718    |                                                       |        |
| D&A            | 515.040    | 528.008    | 541.302    | 554.930    | 568.902    | 583.226    |                                                       |        |
| EBIT           | 693.960    | 711.432    | 729.345    | 747.708    | 766.534    | 785.833    |                                                       |        |

Fuente: Elaboración propia

### 3.5.2 Cálculo de la tasa de descuento (WACC)

El coste de la deuda (kd) se ha aproximado mediante el cupón medio de las últimas emisiones de bonos del Grupo (El Corte Inglés, 2024), que asciende al 3,88 %.

Para el coste de los recursos propios (ke) se ha partido de la beta desapalancada del sector retail general en Europa (0,74), obtenida de la base de datos de (Damodaran, 2026), apalancándola después con la estructura de capital de ECI<sup>3</sup>. Dicha estructura se ha estimado tomando como deuda (D) la deuda financiera neta reportada por el Grupo y como recursos propios (E) el equity implícito en la última transacción identificada en el método de transacciones precedentes. Al tomar otro método de valoración para calcular la estructura de capital se asume cierta circularidad, pero es la única alternativa al tratarse de una empresa no cotizada. Como tasa libre de riesgo (rf) se ha empleado la rentabilidad del bono alemán a diez años (2,50 %) y como prima de riesgo de mercado la estimada por Damodaran para España en 2025 (5,78 %) (Damodaran, 2026). Aplicando el modelo CAPM se obtiene un coste de los recursos propios del 7,73 % (ke).

La tasa de descuento se ha calculado mediante la fórmula del coste medio ponderado del capital (WACC):

Figura 9. Fórmula WACC

$$WACC = \left[ kd * (1 - t) * \frac{D}{D + E} \right] + \left[ ke * \frac{E}{D + E} \right]$$

Donde t es el tipo impositivo (25 %). El WACC resultante es del 6,62 %, un nivel coherente con el de una compañía madura que opera en un mercado estable como es el caso de ECI.

<sup>3</sup> Al no cotizar El Corte Inglés, no existe un valor de mercado de sus fondos propios con el que estimar la estructura de capital, por lo que se ha empleado el equity implícito en la última transacción identificada sobre el capital del Grupo. Este procedimiento introduce una circularidad inevitable (se utiliza una valoración para estimar la tasa de descuento que, a su vez, se emplea en la valoración), que se asume de forma consciente por ser la única alternativa disponible en una compañía no cotizada y constituir, además, una práctica habitual en la valoración de este tipo de empresas. La estructura de capital resultante es, en todo caso, coherente con la media del sector.

### 3.5.3 Valor terminal

El valor terminal se ha estimado mediante la perpetuidad de Gordon:

*Figura 10. Fórmula Valor Terminal*

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCFF * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

La tasa de crecimiento a perpetuidad (g) se ha fijado en el 2 %, en línea con el objetivo de inflación del Banco Central Europeo. No se ha perpetuado la tasa empleada en las proyecciones de ventas (2,52 %-3,52 %) porque esta refleja la fase de recuperación de corto plazo del Grupo y no resultaría sostenible de forma indefinida. Un crecimiento del 2 % es además coherente con el crecimiento real estructuralmente bajo que los informes sectoriales proyectan para el retail europeo a largo plazo.<sup>4</sup> La aplicación de la fórmula arroja un valor terminal de 15.174 millones de euros en el escenario optimista y de 13.602 millones en el pesimista.

### 3.5.4 Valor de las acciones (Equity Value)

Una vez estimados los flujos de caja libres y el valor terminal de cada escenario, basta con descontarlos a la tasa WACC para obtener el valor de empresa (Enterprise Value). Tras aplicar el puente habitual (restando la deuda financiera neta y los intereses minoritarios y sumando las participadas fuera del perímetro de consolidación), el valor de las acciones (Equity Value) asciende a 12.401 millones de euros en el escenario optimista y a 11.078 millones en el pesimista.

El descuento de flujos es un método estándar en la valoración de empresas, pero en el caso concreto de El Corte Inglés no resulta el más adecuado, ya que valora el patrimonio inmobiliario de forma implícita (a través del ahorro de no soportar gasto por alquiler) y no a su valor de mercado, por lo que tiende a infravalorarlo. Constituye, por tanto, un argumento adicional a favor de la valoración por suma de partes.

---

<sup>4</sup> El valor terminal se calcula a partir del flujo de caja del último año proyectado (FY2029) por corresponder este ya a un nivel de inversión normalizado y sostenible. En dicho ejercicio el CAPEX (587,5 millones de euros) se ha estabilizado en un importe prácticamente equivalente a la amortización del periodo (en torno a 600 millones), lo que refleja una inversión de mantenimiento propia de una compañía madura en estado estacionario, suficiente para sostener su base de activos y crecer a la tasa de perpetuidad (g = 2%). No se perpetúa, por tanto, el pico de inversión del plan estratégico (650 millones en 2025), sino un CAPEX recurrente y sostenible. Por ello resulta razonable proyectar el flujo del último año, dado que la relación CAPEX/amortización ya se encuentra en equilibrio y no distorsiona la perpetuidad.

### 3.6 SUMA DE PARTES

Por el gran valor de la cartera inmobiliaria de ECI, lo óptimo es emplear el método de suma de partes. Este valora de forma diferente cada “rama” del negocio, en este caso, se valora por una parte el negocio operativo de ECI mediante un descuento de flujos y por otra la cartera inmobiliaria mediante una tasación independiente. Para ello debemos “sacar” el valor de los inmuebles del negocio operativo, es decir, incluir un gasto de alquiler hipotético en el descuento de flujos, emulando lo que sucedería si no fuese poseedor de esos inmuebles. El propio marco IVS (Valortis, 2025), respalda el método de valoración por suma de partes al ser el más fiable y preciso en este tipo de casos, donde otros métodos no capturan correctamente el valor de los inmuebles, pieza clave en la valoración.

#### 3.6.1 Descuento de flujos de caja ajustado con gastos de alquiler

En esta parte se valora El Corte Inglés excluyendo su patrimonio inmobiliario, es decir, el negocio puramente operativo. Para ello se repite el descuento de flujos del apartado 3.5 introduciendo dos ajustes: se imputa el alquiler de mercado que el Grupo pagaría si no fuese propietario de sus tiendas y se elimina la amortización de los edificios, que dejan de formar parte del negocio operativo al integrarse en el patrimonio inmobiliario.<sup>5</sup>

El alquiler se ha estimado, como método principal, a partir de las compañías comparables. Dado que ninguna de ellas publica una única partida de “alquiler”, este se ha reconstruido sumando las tres componentes en que la NIIF 16 descompone los arrendamientos: la amortización del derecho de uso (ROU), que recoge la parte de “principal” de la renta; los intereses del pasivo por arrendamiento, que reflejan su componente financiera; y los gastos de arrendamientos a corto plazo, de bajo valor y variables, que se registran directamente como gasto. La suma de las tres aproxima el alquiler económico de cada comparable, y dividiéndolo entre sus ventas (ajustado por el porcentaje de inmuebles que cada compañía alquila frente a los que posee, para homogeneizar la cifra) se obtiene un ratio “gasto de alquiler/ventas” comparable entre los cinco peers, cuya media asciende al 5,45 %, ver en la figura 11. Aplicando ese ratio sobre las ventas de retail de ECI, que representan el 84 % de los ingresos del Grupo y

---

<sup>5</sup> El valor terminal del negocio operativo se obtiene con el mismo criterio descrito en el apartado 3.5.3: se proyecta el flujo del último año a una tasa de perpetuidad del 2%, manteniendo un CAPEX normalizado de 587,5 millones de euros. En este caso, dicho CAPEX se sitúa además por encima de la amortización del negocio operativo (469 millones, una vez excluida la amortización de los edificios que dejan de ser propiedad), de modo que se asume una reinversión superior a la depreciación. Se trata de un supuesto deliberadamente prudente que, al reducir el flujo terminal, en ningún caso infla el valor del negocio operativo; dado que este ya resulta marginal o negativo, no altera la conclusión, sino que la refuerza: el valor del Grupo reside en su patrimonio inmobiliario.

son las que se generan en los inmuebles que posee, resulta un alquiler de mercado de aproximadamente 700 millones de euros anuales.

*Figura 11. Cálculo del ratio gastos de alquiler/ventas*

|                                       | M&S             | Next plc      | Ahold Delhaize  | Carrefour       | Tesco           |
|---------------------------------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Intereses del alquiler                | 119,94          | 56,49         | 465,00          | 225,00          | 468,60          |
| Corto plazo /variables / otros        | 22,50           | 10,30         | 41,00           | 104,00          | 29,00           |
| Amortización (ROU)                    | 164,72          | 178,29        | 1.378,00        | 721,00          | 685,60          |
| <b>Total gastos alquiler</b>          | <b>307,16</b>   | <b>245,08</b> | <b>1.884,00</b> | <b>1.050,00</b> | <b>1.183,20</b> |
| Activos propios                       | 4.537           | 828           | 13.490          | 12.370          | 20.588          |
| Derechos de uso (ROU)                 | 1.737           | 850           | 11.006          | 4.600           | 6.701           |
| % de inm. que posee                   | 72,31%          | 49,33%        | 55,07%          | 72,89%          | 75,44%          |
| % de inm. alquilado                   | 27,69%          | 50,67%        | 44,93%          | 27,11%          | 24,56%          |
| <b>Total gastos alquiler ajustado</b> | <b>1.109,31</b> | <b>483,68</b> | <b>4.193,13</b> | <b>3.873,11</b> | <b>4.817,59</b> |
| Ventas                                | 16.027          | 8.006         | 107.128         | 82.102          | 85.506          |
| <b>Ratio (gasto alquiler/ventas)</b>  | <b>6,92%</b>    | <b>6,04%</b>  | <b>3,91%</b>    | <b>4,72%</b>    | <b>5,63%</b>    |

*Fuente: Elaboración propia mediante las CCAA de cada compañía. Se ha aplicado el tipo de cambio euro libra del 10/06/26, de 1,16€/libra.*

La media de los peers (5,45%) se ha contrastado con un segundo método, consistente en aplicar los cap rates de mercado sobre el valor de tasación del patrimonio (GAV). Tomando los prime yields publicados por Savills y CBRE para cada tipología de activo (en torno al 4,5 % en grandes almacenes prime, el 5 % en oficinas, el 5,3 % en logística y el 6 % en otros activos), se obtiene una renta de mercado (NOI) de unos 725 millones de euros, equivalente a alrededor del 5,7 % de las ventas de retail (CBRE, 2024; Savills, 2024, 2026). La práctica coincidencia entre ambos métodos, en el entorno de los 700 a 725 millones de euros, confirma la solidez de la cifra empleada.

En cuanto a la amortización, al dejar de ser propietario de los edificios el negocio operativo no debe amortizarlos, por lo que se ha eliminado la amortización de Construcciones (Nota 5) e Inversiones inmobiliarias (Nota 6), por un importe conjunto de 46 millones de euros, manteniendo el resto (maquinaria, mobiliario, equipos, intangible y los derechos de uso de los inmuebles que ECI ya tiene alquilados) (ECI, 2024a). La amortización pasa así de 515 a 469 millones de euros. Este ajuste eleva el EBIT y hace que el negocio operativo pase a tributar, reflejando correctamente la fiscalidad de un inquilino, que deduce el alquiler, pero no la amortización de un edificio que no posee.

Figura 12. Proyecciones de los flujos de caja ajustados, escenario optimista

| miles de euros               | FY2024         | Forecast       |             |               |               |               |
|------------------------------|----------------|----------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
|                              |                | FY2025         | FY2026      | FY2027        | FY2028        | FY2029        |
| Ventas                       | 14.786.057     | 15.306.198     | 15.844.636  | 16.402.015    | 16.979.002    | 17.576.286    |
| Ventas que soportan alquiler | 12.420.288     | 12.857.206     | 13.309.494  | 13.777.693    | 14.262.362    | 14.764.080    |
| EBITDA                       | 1.209.000      | 1.251.530      | 1.295.556   | 1.341.131     | 1.388.309     | 1.437.146     |
| Capex                        | 492.000        | 650.000        | 587.500     | 587.500       | 587.500       | 587.500       |
| Var. WC                      |                | 39.993         | 41.400      | 42.856        | 44.364        | 45.924        |
| Impuestos                    |                | 20.651         | 25.500      | 30.520        | 35.716        | 41.094        |
| Ajuste alquileres            |                | 700.176        | 724.806     | 750.303       | 776.697       | 804.020       |
| <b>FCFF</b>                  | <b>497.000</b> | <b>-79.304</b> | <b>-851</b> | <b>15.664</b> | <b>32.759</b> | <b>50.456</b> |
| D&A                          | 468.749        | 468.749        | 468.749     | 468.749       | 468.749       | 468.749       |
| EBIT                         | 740.251        | 82.605         | 102.001     | 122.079       | 142.863       | 164.378       |

Fuente: Elaboración propia

Figura 13. Proyecciones de los flujos de caja, escenario pesimista

| miles de euros               | FY2024         | Forecast       |                |               |              |               |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|---------------|
|                              |                | FY2025         | FY2026         | FY2027        | FY2028       | FY2029        |
| Ventas                       | 14.786.057     | 15.158.337     | 15.539.991     | 15.931.253    | 16.332.367   | 16.743.580    |
| Ventas que soportan alquiler | 12.420.288     | 12.733.003     | 13.053.592     | 13.382.253    | 13.719.188   | 14.064.607    |
| EBITDA                       | 1.209.000      | 1.239.440      | 1.270.646      | 1.302.638     | 1.335.436    | 1.369.059     |
| Capex                        | 492.000        | 650.000        | 587.500        | 587.500       | 587.500      | 587.500       |
| Var. WC                      |                | 28.624         | 29.345         | 30.084        | 30.841       | 31.617        |
| Impuestos                    |                | 19.320         | 22.757         | 26.280        | 29.892       | 33.596        |
| Ajuste alquileres            |                | 693.412        | 710.870        | 728.768       | 747.117      | 765.928       |
| <b>FCFF</b>                  | <b>497.000</b> | <b>-94.668</b> | <b>-21.136</b> | <b>-9.827</b> | <b>1.767</b> | <b>13.653</b> |
| D&A                          | 468.749        | 468.749        | 468.749        | 468.749       | 468.749      | 468.749       |
| EBIT                         | 717.000        | 77.279         | 91.027         | 105.121       | 119.570      | 134.382       |

Fuente: Elaboración propia

Con todo ello, el valor terminal resultante es de 1.113 millones de euros en el escenario optimista y de 301 millones en el pesimista. Sin embargo, una vez imputado el alquiler de mercado los flujos de caja intermedios son muy reducidos o negativos, de modo que el valor de empresa (Enterprise Value) se sitúa en 807 millones de euros en el escenario optimista y en apenas 114 millones en el pesimista. Tras el puente al valor del accionista, restando la deuda financiera neta y los intereses minoritarios y sumando las participadas fuera del perímetro de consolidación, el valor del negocio operativo resulta negativo, entre -226 y -919 millones de euros. Este resultado nos muestra que cuando se obliga al negocio a pagar un alquiler de mercado por unos inmuebles que hoy posee, la explotación comercial por sí sola no tiene valor, lo que confirma que la práctica totalidad del valor de El Corte Inglés reside en su patrimonio inmobiliario y no en el negocio operativo, y constituye el principal argumento a favor de la valoración por suma de partes.

### 3.6.2 Valoración de los activos inmobiliarios

El punto de partida para estimar el alquiler hipotético es el valor de mercado del patrimonio inmobiliario del Grupo. En lugar de elaborar una tasación propia, que quedaría fuera del alcance de este trabajo y carecería de la fiabilidad de una valoración profesional, se han tomado directamente las cifras que el propio El Corte Inglés publica, elaboradas por tasadores independientes. Esta decisión dota a la valoración de mayor objetividad y solidez, algo especialmente relevante en un activo tan singular y difícil de comparar como el de un gran almacén en ubicaciones prime.

El valor bruto de los activos (Gross Asset Value, GAV) del ejercicio FY2024 asciende a 15.716 millones de euros y se ha obtenido de la presentación de resultados a inversores de FY2024, pública en la página web del Grupo (ECI, 2025). Para los ejercicios anteriores se han empleado los GAV recogidos en esas mismas presentaciones y en los informes de emisión de bonos, de 15.500 millones de euros en FY2023 y 16.000 millones en FY2022. Estas valoraciones las realizan dos tasadores independientes de primer nivel, Jones Lang LaSalle (JLL) y Savills Aguirre Newman, conforme a los estándares RICS, lo que refuerza su fiabilidad de cara a la valoración.

La composición del GAV por tipología de activo procede del informe de emisión de deuda de FY2024 (ECI, 2024b), que desglosa la cartera en grandes almacenes e hipermercados (87 %), oficinas (5 %), naves industriales y logística (4 %) y otros terrenos y locales comerciales (4 %).

El importe de la tasación corresponde al valor de los inmuebles bajo la hipótesis de que el Grupo los mantiene en explotación, escenario esperable en una compañía como ECI conforme al principio de empresa en funcionamiento. No obstante, para enriquecer el análisis, se ha estimado además el importe que obtendría el Grupo en caso de una hipotética venta, neto del impuesto sobre la plusvalía generada y de los costes de transacción. El valor contable de la cartera inmobiliaria (terrenos, construcciones e inversiones inmobiliarias) asciende a 7.251 millones de euros, muy por debajo del valor de tasación, lo que arroja una plusvalía latente de 8.465 millones de euros. Aplicando un tipo impositivo del 25 % sobre dicha plusvalía (2.116 millones de euros) y unos costes de transacción del 5 % sobre el valor de venta (786 millones de euros), el valor neto de la cartera en caso de venta ascendería a 12.814 millones de euros.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> En el escenario de venta se asume que la plusvalía latente tributaría al tipo general del Impuesto sobre Sociedades (25%) y que la operación soportaría unos costes de transacción del orden del 5% sobre el valor de venta. Este tratamiento se adopta como escenario estándar y más probable. Una enajenación efectiva podría presentar particularidades (venta de activos frente a venta de sociedades, posibles exenciones o diferimientos por reinversión), pero se toma el caso base por prudencia y simplicidad.

### 3.6.3 Valor total de la suma de partes

Una vez valorados por separado el negocio operativo y la cartera inmobiliaria, la valoración por suma de partes se obtiene agregando ambos componentes. Al valor del negocio operativo estimado en el apartado 3.6.1 se le añade el valor de mercado del patrimonio inmobiliario, aplicando el puente al valor del accionista descrito en el apartado 3.1; conviene recordar que el valor del negocio operativo ya incorpora la deducción de la deuda financiera neta y de los intereses minoritarios, así como la suma de las participadas fuera del perímetro de consolidación, de modo que basta con incorporar el valor de los inmuebles para alcanzar el valor del patrimonio neto del Grupo.

El negocio operativo aporta, como se ha visto, un valor negativo, de entre -226 y -919 millones de euros según el escenario, reflejo de que la explotación comercial, una vez se le imputa un alquiler de mercado, no genera valor por sí sola. El grueso del valor procede, por tanto, de la cartera inmobiliaria, que se incorpora bajo dos hipótesis. En la primera, coherente con el principio de empresa en funcionamiento, el Grupo mantiene sus inmuebles y estos se computan por su tasación íntegra, esto es, 15.716 millones de euros. En la segunda se contempla una hipotética venta, en cuyo caso al valor de tasación se le restan el impuesto sobre la plusvalía latente (un 25 % sobre los 8.465 millones de diferencia entre el valor de mercado y el contable) y unos costes de transacción del 5 %, lo que reduce el valor de la cartera a 12.814 millones de euros.

Combinando ambos elementos se obtiene el siguiente rango de valor para el patrimonio neto del Grupo (millones de euros):

*Figura 14. Resultados valoración por suma de partes*

| Escenario                         | Optimista | Pesimista |
|-----------------------------------|-----------|-----------|
| Manteniendo los inmuebles         | 15.490 M€ | 14.797 M€ |
| En caso de venta de los inmuebles | 12.588 M€ | 11.895 M€ |

*Fuente: Elaboración propia*

De este modo, la valoración por suma de partes sitúa el valor del patrimonio neto de El Corte Inglés en un rango aproximado de 11.900 a 15.500 millones de euros<sup>7</sup>, en función

<sup>7</sup> En el puente al valor del accionista se emplea la deuda financiera neta post-NIIF 16 (2.078 millones de euros), coherente con la base utilizada en el resto de la valoración. Conviene precisar que el alquiler de mercado imputado al negocio operativo recae sobre los inmuebles en propiedad y se registra como un gasto de explotación, sin generar por ello un pasivo por arrendamiento adicional en la deuda neta. Los únicos pasivos por arrendamiento incluidos en esa deuda neta son los correspondientes a los inmuebles que el Grupo ya tiene alquilados a terceros, cuyos costes (amortización del derecho de uso e intereses del arrendamiento) se mantienen en el flujo de caja operativo. De este modo, ningún inmueble se computa dos veces: los que están en propiedad se reflejan una sola vez, a su valor de tasación, con el alquiler imputado como gasto del negocio, y los

de que se asuma o no la venta del patrimonio y del escenario de proyección. La amplitud del rango se explica fundamentalmente por el tratamiento fiscal de los inmuebles, siendo el escenario de mantenimiento el más representativo de la realidad del Grupo y el de venta una cota inferior una vez descontada la fricción fiscal. En cualquier caso, el resultado confirma la conclusión central del trabajo: dado que el negocio operativo apenas aporta valor, la valoración del Grupo depende esencialmente de su patrimonio inmobiliario, algo que solo la suma de partes captura plenamente y que los métodos basados en beneficios (descuento de flujos y múltiplos) tienden a infravalorar.

### 3.7 TRIANGULACIÓN DE LOS MÉTODOS Y COMPARACIÓN

Los cuatro métodos empleados no arrojan un resultado único, sino un rango que va desde los 10.286 millones de euros de los comparables hasta los 15.490 millones de la suma de partes manteniendo los inmuebles. La media de los métodos sitúa el valor del patrimonio neto del Grupo en el entorno de los 12.113 a 12.955 millones de euros.

La elección de la suma de partes como método principal no es una preferencia estética, sino una consecuencia directa del análisis de los estados financieros (apartado 2.4) y del patrimonio inmobiliario (apartado 2.5). El activo no corriente concentra el 79,5% del balance, los terrenos y construcciones figuran en libros por 7.251 millones frente a un valor de tasación de 15.716 millones (una plusvalía latente cercana a los 8.500 millones), y el Grupo es propietario de la práctica totalidad de su red de tiendas. Ningún método basado en beneficios puede capturar un activo de esta magnitud cuando ese activo apenas transita por la cuenta de resultados. Lo confirma uno de los datos más reveladores del trabajo: los ingresos por alquiler representan menos del 1% de las ventas, porque El Corte Inglés no rentabiliza su patrimonio inmobiliario, sino que lo ocupa para su propia actividad. Su valor está, por tanto, latente en el activo y no en la P&L, y solo la suma de partes lo hace aflorar.

El método de comparables (10.286 millones en su versión EV/EBITDA) constituye el suelo de la valoración, y su lectura conecta de forma natural con el análisis de ratios y con las perspectivas del sector. Valora el negocio por sus beneficios, aplicando a su EBITDA el múltiplo medio al que cotizan los retailers comparables (en torno a 9,9 veces), un nivel coherente con un ROE de apenas el 7% sobre una base de activos muy elevada (una rentabilidad modesta para el tamaño del patrimonio que la sostiene). Se trata, además, de un múltiplo de mercado razonable y no especialmente generoso, en línea con un formato, el del gran almacén, que según los informes sectoriales (apartado 2.6) es el más presionado por el comercio electrónico y por el descuento. Por eso, incluso aplicando los múltiplos a los que el mercado paga hoy el sector, la valoración por

---

ya arrendados quedan recogidos de forma consistente entre el flujo de caja y la deuda neta. El puente no incurre, por tanto, en doble cómputo.

comparables se queda por debajo de los métodos que incorporan el patrimonio inmobiliario: mide el valor de El Corte Inglés como negocio en marcha y tal como opera hoy, pero no el de sus activos.

El descuento de flujos (entre 11.078 y 12.401 millones) ocupa la zona central y refleja el valor en funcionamiento, con el inmobiliario recogido de forma implícita a través del ahorro de no soportar un gasto por alquiler. Recoge, además, la mejora operativa real descrita en el apartado 2.4 (la expansión del margen EBITDA del 6,7% al 8,2%, el desapalancamiento desde 3,85 hasta cerca de 1,5 veces y un circulante negativo que financia el propio ciclo del negocio), así como un coste de capital reducido (6,62%) propio de una compañía madura, saneada y con grado de inversión. Su hipótesis de crecimiento, deliberadamente prudente (entre el 2,5% y el 3,5%), está anclada en las previsiones del sector, que apuntan a un crecimiento real cercano a plano en el comercio no alimentario europeo y a una posición algo más favorable del mercado español.

Las transacciones precedentes (entre 12.511 y 14.012 millones una vez incorporada la prima de control) aportan la referencia del mercado, es decir, lo que inversores reales han estado dispuestos a pagar. La prima de control aplicada está justificada precisamente porque el control es lo que permitiría reorganizar y monetizar el patrimonio inmobiliario (mediante una salida a bolsa o una venta), un valor que el accionista minoritario no puede capturar por sí solo.

El resultado que cose todo el análisis es el del negocio operativo aislado. Una vez se le imputa un alquiler de mercado (en torno a 700 millones anuales) por los inmuebles que hoy posee, la explotación comercial pasa a valer entre 226 y 919 millones negativos. Dicho de otro modo, si El Corte Inglés tuviera que pagar renta por el suelo que pisa, el negocio minorista por sí solo no generaría valor. Esta conclusión es plenamente consistente con todo lo anterior (el ROE reducido, los ingresos por alquiler inferiores al 1% de las ventas y la presión estructural sobre el formato), y confirma que el valor de El Corte Inglés reside en su patrimonio inmobiliario y en las participadas fuera de consolidación, y no en la venta de productos, alimentación o comercialización de viajes.

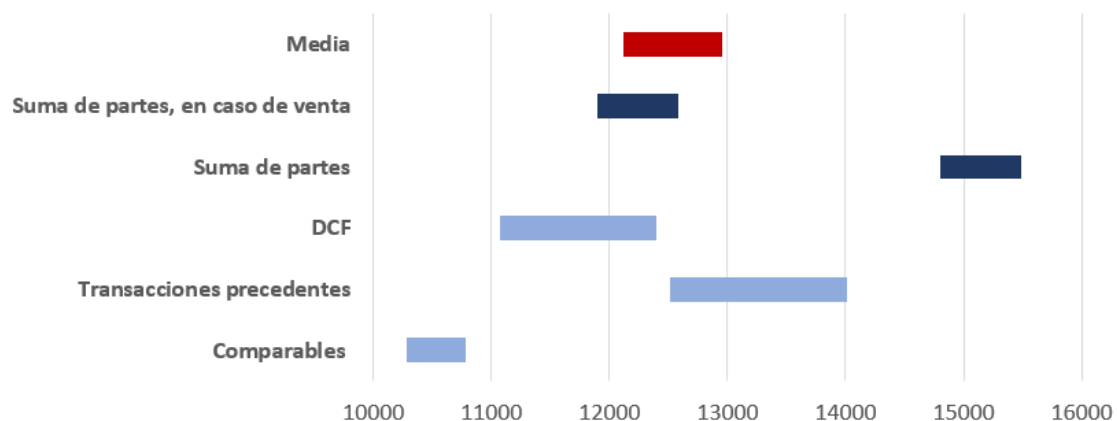
El caso de Al Thani ayuda a entender los límites de esta valoración. Su vehículo, Primefin, tasa el Grupo en 14.000 millones mediante un descuento de flujos propio que, replicado con el modelo de este trabajo, exigiría un crecimiento de ventas en torno al 6,8% anual, muy por encima del 2,5%-3,5% que aquí se ha empleado por prudencia. Lejos de ser necesariamente una cifra inflada, esa valoración puede reflejar unas expectativas de crecimiento más optimistas que las nuestras, sostenidas por catalizadores que el accionista conoce de cerca como el plan estratégico que contempla 3.000 millones de inversión en CAPEX hasta 2030 y la posibilidad, apuntada en varias ocasiones, de una salida a bolsa que aflorase el valor del patrimonio inmobiliario. Encaja, de hecho, con su decisión de no vender en la ventana de julio de 2025, ya que, si valora el Grupo por encima de lo que obtendría hoy en el mercado, lo coherente es esperar.

En última instancia, los métodos pueden ordenarse según lo que son capaces de observar. Las transacciones precedentes, los comparables y el descuento de flujos reflejan el valor que puede estimarse de forma prudente con la información disponible, anclado en los resultados actuales y en lo que el mercado ha pagado realmente, pero sin incorporar plenamente el valor de mercado del patrimonio inmobiliario. La suma de partes actúa como nexo entre esa visión conservadora y otra más optimista. Por un lado incorpora el inmobiliario a su valor de tasación (la pieza que los demás métodos no capturan) y, por otro, deja la puerta abierta a una valoración superior si mejoran las expectativas de crecimiento de las ventas, ya que el negocio operativo que acompaña al inmueble se revaloriza con ellas. Probablemente ahí resida buena parte de la diferencia con la valoración de Al Thani, una misma cartera inmobiliaria, sólida y tasada por terceros, combinada con un negocio operativo que cada cual proyecta con un optimismo distinto.

Con todo, la valoración razonada de este trabajo se sitúa en una horquilla de 11.000 a 13.000 millones de euros de patrimonio neto, tomando la suma de partes como método de referencia (en su escenario de venta, en torno a 12.000 millones, por ser el más realista y prudente). Es una estimación deliberadamente conservadora, construida sobre lo observable, que al mismo tiempo reconoce un recorrido al alza nítido. Si el plan de inversión de 3.000 millones acelera el crecimiento, si se concreta la salida a bolsa del patrimonio inmobiliario, o si simplemente el mercado decide reconocer el valor de un ladrillo hoy infravalorado en el balance, la valoración se aproximaría a los 14.000 millones en los que el principal accionista cifra el Grupo. En definitiva, El Corte Inglés vale hoy, de forma defendible, del orden de 11.000 a 13.000 millones de euros, pero se asienta sobre un patrimonio inmobiliario que mantiene esa puerta abierta a más.

A modo de resumen se muestra la figura 15 donde aparecen todos los métodos de valoración previamente mencionados a modo de horquilla entre su valor máximo y mínimo.

*Figura 15. Football field – Valoración ECI, Equity Value, Millones de euros*



*Fuente: Elaboración propia con datos del modelo descritos durante el trabajo.*

#### **4. CONCLUSIONES DEL TRABAJO**

El objetivo principal de este trabajo era estimar el valor de las acciones del Grupo El Corte Inglés a cierre del ejercicio 2024-2025. De forma coherente con la tesis defendida, ese valor se obtiene mediante la suma de partes, situándose entre 11.895 y 12.588 millones de euros si se contempla la venta del patrimonio inmobiliario y entre 14.797 y 15.490 millones si el Grupo mantiene sus inmuebles en explotación. Ambos rangos quedan respaldados por la media del conjunto de métodos aplicados (12.113 a 12.955 millones), que sirve de contraste y confirma el orden de magnitud de la valoración.

En cuanto al método, la conclusión es que la forma más fiable de valorar una compañía como El Corte Inglés requiere que el patrimonio inmobiliario se valore por su tasación independiente y el negocio operativo, ya despojado de esos inmuebles, mediante un descuento de flujos. Solo así se recogen a la vez el valor de los activos y el de la explotación, algo que ningún método aislado consigue.

El análisis confirma también la solidez financiera del Grupo. En los últimos ejercicios ha reducido su deuda neta de 3,85 a 1,49 veces EBITDA, ha ampliado su margen EBITDA del 6,7% al 8,2% y ha recuperado el grado de inversión, una trayectoria que respaldan el plan estratégico 2025-2030 (con 3.000 millones de inversión comprometida) y los hechos posteriores analizados (los resultados del ejercicio 2025/2026 y la mejora de rating de Fitch).

Por último, el resultado más revelador es que el negocio operativo por sí solo apenas tiene valor. Una vez se le imputa un alquiler de mercado por los inmuebles que hoy posee, su valoración resulta incluso negativa (entre 226 y 919 millones), lo que demuestra que la práctica totalidad del valor de El Corte Inglés no reside en la venta de productos, sino en su patrimonio inmobiliario, tasado en 15.716 millones frente a los 7.251 a los que figura en libros. Esa es, en el fondo, la razón por la que la suma de partes es el único método capaz de reflejar lo que verdaderamente vale el Grupo.

#### **5. HECHOS POSTERIORES**

La valoración desarrollada en este trabajo toma como fecha de corte el ejercicio cerrado a 28 de febrero de 2025 (FY2024), que era el último con cuentas anuales auditadas disponibles en el momento de elaborar el modelo. Con posterioridad, el 15 de junio de 2026, El Corte Inglés hizo públicos los resultados de su ejercicio 2025-26 (cerrado el 28 de febrero de 2026), que conviene recoger por su relevancia.

En dicho ejercicio el Grupo alcanzó un volumen global de ingresos de 17.247 millones de euros y una cifra de negocios de 14.988 millones (un 2% más a superficie comparable). El EBITDA creció un 4,7% hasta los 1.266 millones, mientras que el beneficio neto se elevó un 22,8% hasta los 628 millones (522 millones en términos recurrentes, un 11% más). La deuda financiera neta se redujo en otros 148 millones,

hasta los 1.648 millones, situando el ratio de endeudamiento en 1,3 veces EBITDA, el nivel más bajo en cerca de dos décadas. Los ingresos por comercialización de espacios, por su parte, crecieron un 14,4% hasta los 95 millones, manteniéndose aun así en niveles testimoniales respecto al total (ECI, 2026).

En paralelo, la agencia Fitch elevó la calificación crediticia del Grupo desde BBB- hasta BBB, con perspectiva estable, apoyándose en la mejora sostenida de los márgenes, la reducción de la deuda y el aumento de los beneficios.

Estos resultados confirman y refuerzan la trayectoria descrita a lo largo del trabajo (crecimiento moderado de los ingresos, expansión continua de los márgenes y desapalancamiento progresivo) y no alteran las conclusiones de la valoración. Si acaso, la combinación de un EBITDA algo mayor y una deuda neta inferior elevaría ligeramente el valor estimado del Grupo, sin modificar su idea central: que el valor de El Corte Inglés reside fundamentalmente en su patrimonio inmobiliario y que la suma de partes es el método más adecuado para reflejarlo. La mejora del rating, además, apuntaría a un coste de la deuda algo menor y, por tanto, a un WACC marginalmente más bajo, lo que también jugaría a favor de la valoración.

## **6. BIBLIOGRAFÍA Y**

- CBRE. (2024). *Offices, Market Data—Figures Fourth Quarter 2024 Spain*.  
<https://www.cbre.com/insights/figures/offices-market-data-figures-fourth-quarter-2024-spain>
- Damodaran. (2005). *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*.
- Damodaran. (2026). *Damodaran Base de datos*.  
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Deloitte. (2024). *Global Retail Outlook*. Deloitte.  
<https://www.deloitte.com/global/en/industries/consumer/analysis/global-retail-outlook.html>
- ECl. (s. f.). *Historia ECl*. Recuperado 24 de junio de 2026, de  
<https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/quienes-somos/historia/>
- ECl. (2024a). *CCAA Memoria*.  
<https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/informacion-financiera/informes-y-presentaciones/>
- ECl. (2024b). *Emisión de bonos y rating corporativo ECl*.  
<https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/informacion-financiera/emisiones-y-rating/>
- ECl. (2025). *Presentaciones a inversores ECl*.  
<https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/informacion-financiera/informes-y-presentaciones/>
- El Economista. (2021). *Mutua Madrileña toma el 8% de El Corte Inglés y sella un acuerdo en seguros y fondos de inversión*.  
<https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/11455164/10/21/Mutua-Madrilena-toma-el-8-de-El-Corte-Ingles.html>
- El Economista. (2025). *El catari Al Thani revaloriza su 5,5% en El Corte Inglés un 47% desde 2022 ante su primera oportunidad para vender*.  
<https://www.eleconomista.es/retail-consumo/noticias/13443498/07/25/el-catari-al-thani-revaloriza-su-55-en-el-corte-ingles-un-47-desde-2022-ante-su-primera-oportunidad-para-vender.html>
- Fashion Network. (2023). *Venta Al Thani*. FashionNetwork.com.  
<https://es.fashionnetwork.com/news/El-corte-ingles-pago-500-millones-de-euros-por-la-adquisicion-de-la-mitad-de-las-acciones-de-al-thani,1507553.html>
- Investing.com. (s. f.). *Investing.com—Stock Market Quotes & Financial News*.  
 Recuperado 24 de junio de 2026, de <https://www.investing.com/>

- Investing.com. (2025). *El Corte Inglés invertirá más de 3.000 millones de euros hasta 2030 para seguir creciendo* Por EFE.  
<https://es.investing.com/news/stock-market-news/el-corte-ingles-invertira-mas-de-3000-millones-de-euros-hasta-2030-para-seguir-creciendo-3231061>
- KPMG. (2024). *Informe perspectivas retail*. KPMG.  
<https://kpmg.com/es/es/informes-publicaciones/2024/07/perspectivas-espana-2024-retail.html>
- KPMG. (2026). *Control premium in CEE*. KPMG.  
<https://kpmg.com/pl/en/insights/business-transformation/control-premium-in-cee-2016-2025.html>
- McKinsey. (2024). *European nongrocery retail transition and transformation*. McKinsey. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-retail-europe>
- McKinsey. (2026). *The state of grocery retail europe*. McKinsey.  
<https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-retail-europe>
- SABI Informa—CCAA ECI. (s. f.). Recuperado 24 de junio de 2026, de  
[https://sabi.informa.es/version-20230626-19-0/Report.serv?\\_CID=106&product=sabiinforma&SeqNr=0](https://sabi.informa.es/version-20230626-19-0/Report.serv?_CID=106&product=sabiinforma&SeqNr=0)
- Savills. (2024). *Savills España | La inversión inmobiliaria en logístico en Europa alcanzó 37.900 millones de euros en 2024, un 14% más*.  
<https://www.savills.es/publicaciones/noticias/375739/la-inversion-inmobiliaria-en-logistico-en-europa-alcanzo-37.900-millones-de-euros-en-2024--un-14--mas>
- Savills. (2026, abril 20). *Retail en España 2026*.  
<https://www.savills.es/publicaciones/research.aspx?currentSitePageId=264033&sitePageId=390122-0>
- Valortis. (2025, octubre 1). *Valortis | Normas Internacionales de Valoración (IVS 2025)*. <https://valortis.com/guias/valoracion-de-empresas/normas-internacionales-de-valoracion-ivs/>

## 7. ÍNDICE DE FIGURAS

|                                                                                       |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 1 Organigrama societario grupo El Corte Inglés .....                           | 9  |
| Figura 2 Balance consolidado, grupo El Corte Inglés .....                             | 11 |
| Figura 3 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, grupo El Corte Inglés .....      | 13 |
| Figura 4 . Composición de los beneficios de las sociedades puestas en equivalencia .. | 20 |
| Figura 5. Tabla de comparables (peer group) .....                                     | 21 |
| Figura 6. Múltiplos EV/EBITDA “peer group” .....                                      | 22 |
| Figura 7. Proyecciones de los flujos de caja, escenario optimista .....               | 25 |
| Figura 8. Proyecciones de los flujos de caja, escenario pesimista .....               | 26 |
| Figura 9. Fórmula WACC .....                                                          | 26 |
| Figura 10. Fórmula Valor Terminal .....                                               | 27 |
| Figura 11. Cálculo del ratio gastos de alquiler/ventas.....                           | 29 |
| Figura 12. Proyecciones de los flujos de caja ajustados, escenario optimista .....    | 30 |
| Figura 13. Proyecciones de los flujos de caja, escenario pesimista.....               | 30 |
| Figura 14. Resultados valoración por suma de partes.....                              | 32 |
| Figura 15. Football field – Valoración ECI, Equity Value, Millones de euros.....      | 35 |