



Valoración de Empresas

CORTEFIEL

Caso de Estudio

2010

PROFESOR
Avelino A. Vegas



Esta publicación está bajo licencia Creative Commons Reconocimiento, Nocomercial, Compartirigual, (by-nc-sa). Usted puede usar, copiar y difundir este documento o parte del mismo siempre y cuando se mencione su origen, no se use de forma comercial y no se modifique su licencia. Más información: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/>

Índice

1. Introduccción. Situación Actual	3
2. Evolución del Grupo. Modelo de Negocio y Formatos	4
2.1. Evolución del Grupo Cortefiel.....	4
2.2. Modelo de Negocio. Formatos	5
3. Resultados del Ejercicio 2004	7
3.1. Ingresos Consolidados y evolución de los negocios.....	7
3.2. Resultados.....	9
4. Evolución Prevista.....	10
4.1. Ventas	10
4.2. Márgenes Brutos	12
4.3. Gastos Operativos.....	13
4.4. Inversiones	13
4.5. Extraordinarios	14
5. Capital Social. Evolución del Precio de la Acción	15
5.1. Composición Accionarial	15
5.2. Evolución del precio de la acción	15
Anexo I – Balance de Situación	17
Anexo II – Compañías cotizadas comparables	18
Anexo III – Transacciones Privadas.....	19

1. Introducción. Situación Actual

El Grupo Cortefiel nace en 1880 como un pequeño negocio de mercería gestionado por los hermanos García-Quirós en la calle Romanones de Madrid. En 1933 comienza la fabricación en serie de camisas y en 1945 la de trajes de caballero, apareciendo entonces por primera vez la marca Cortefiel. En la década de los 80, ante el impulso de la moda joven, el grupo inició su diversificación seguida de su expansión internacional en 1993, siendo el período 2000-2003 el más activo en este sentido, de forma que la superficie comercial gestionada por el grupo creció en más de un 70%.

Una vez consolidada su expansión, al cierre del ejercicio 2004 (28-02-2005), el Grupo Cortefiel contaba con un total de 863 tiendas propias bajo los rótulos comerciales de Cortefiel, Springfiel, Milano, Women Secret, Fifty Factory, Pedro del Hierro (PdH) y Werdin (utilizado únicamente en Alemania). Además, el Grupo comercializaba sus productos a través de 237 tiendas franquiciadas, de las cuales 186 eran en exclusiva, y como incentivo al cliente ofrecía tarjetas de compra para los formatos Cortefiel, Milano y Springfield. Era por tanto un grupo internacional diversificado, que cubría las necesidades de los consumidores mediante tiendas especializadas y cuyos conceptos eran bien conocidos por el gran público.

El grupo tenía como accionistas de referencia a las familias García-Quirós e Hinojosa que controlaban la mayoría del capital social y de los puestos del Consejo de Administración, del que era presidente Gonzalo Hinojosa, quien tomó las riendas del grupo como director general en 1977.

La acción de Cortefiel empezó a cotizar en la Bolsa de Madrid el 14 de julio de 1994 a un precio de 18,6 euros (3.100 pesetas) por unidad, equivalente a 4,66 euros (775 pesetas) a valor actual, tras los dos 'split' llevados a cabo en 1997 y 2001. El comportamiento de la acción fue positivo hasta el final de la burbuja tecnológica y bursátil en 2001 y 2002, año en que la acción vivió sus mínimos a consecuencia de la fallida inversión en Vía Plus Digital y la caída de márgenes del negocio tradicional. Una vez superada la crisis, la acción se recuperó rápidamente, pasando en 2004 a formar parte del índice de mediana capitalización Ibex Medium Cap.. Fue a finales de ese mismo año, cuando comenzaron las especulaciones con posibles operaciones corporativas, debidas fundamentalmente al interés que Cortefiel despertaba en las sociedades de Private Equity por reunir los requisitos necesarios para una adquisición apalancada; esto es: flujos de caja estables, terrenos y activos en propiedad que podrían hacerse líquidos y sector (retail) en crecimiento.

La primera OPA, con el acuerdo de los accionistas mayoritarios, fue lanzada en Mayo de 2005 por Coral Retail (CVC) a 17,90 Euros, y a ella le siguió una contra OPA de dos sociedades de Private equity rivales que valoraba la acción a 18,40 Euros, es decir una levísima mejora sobre la anterior. Aunque no se descartaba la aparición de nuevos postores, sin embargo algunos analistas veían complicado que esto sucediera a la luz del alto precio que, a su juicio, se estaba pagando por la empresa, tanto desde el punto de vista de los flujos de caja esperados en el futuro, como en relación a los múltiplos del mercado o al precio pagado por transacciones similares.

2. Evolución del Grupo. Modelo de Negocio y Formatos

2.1. Evolución del Grupo Cortefiel

Tras una primera etapa centrada en la fabricación y venta de prendas de vestir dentro del formato Cortefiel, en 1977, con el nombramiento de Hinojosa como consejero delegado, el Grupo entendió la necesidad de cambiar el modelo de negocio enfocándolo en cuatro grandes líneas estratégicas:

- Desarrollo de las tiendas Cortefiel, actualizándolas y dirigiéndolas hacia un público más joven y profesional, sin perder de vista el control de costes y gastos.
- Crear nuevos formatos dirigidos a segmentos de mercado pujantes, bien en solitario como en el caso de Milano, Springfield o Women' Secret, bien a través de Joint-ventures como en el caso de Don Algodón o Marks & Spencer España, del que adquirió una participación del 33%, que luego fue paulatinamente reduciendo hasta su salida definitiva.
- Conseguir una reducción significativa de costes, participando en fábricas en países de menores salarios, inicialmente Marruecos, o adquiriendo directamente a terceros en países como China u otros.
- Expansión internacional que permitiese replicar los conceptos de producto y formato ya probados en España.

Los profundos cambios en el sector textil a comienzos de los años 80, caracterizados por la diferenciación de marcas, el rejuvenecimiento de la moda y el abaratamiento de costes, hizo comprender al Grupo la necesidad de diversificar sus formatos, adaptándose al tipo de moda que demandaba el mercado. Ante el enorme esfuerzo de recursos humanos y financieros que requería este proyecto de diversificación y expansión, el Grupo decidió afrontarlo de forma gradual, dando a su vez entrada en el capital a socios externos tales como Goldman, el BCH o el grupo Rostchild que financiaran su expansión, hasta que la venta de su autocartera al salir a Bolsa le permitió saldar su deuda.

Desde el punto de vista organizativo, el Grupo estaba basado en sus líneas de negocio (Cortefiel, Springfield...), que funcionaban con un alto grado de autonomía, si bien los servicios comunes tales como administración, informática o recursos humanos, se gestionaban centralizadamente. De igual forma, la gestión de los inventarios y stocks globales, aunque físicamente localizados en los almacenes de las fábricas y en las propias tiendas, se realizaba de forma centralizada. En cuanto a la imagen, estrategia de comunicación y política de precios de venta al público, era cada línea de negocio quien la definía, aunque siempre bajo las directrices y objetivos de margen bruto que el grupo tenía asignados a los diferentes formatos. Asimismo, y a diferencia de la estrategia de competidores como El Corte Inglés que utilizaban la misma tarjeta para todos sus productos, cada formato del Grupo tenía su propia tarjeta de fidelización de clientes.

2.2. Modelo de Negocio. Formatos

Los principales formatos creados por el Grupo Cortefiel son los siguientes:

Cortefiel

- Mercado medio/alto masculino y femenino tradicional > 20 años
- Marcas propias y de diseñadores (Pedro del Hierro)
- Ciudades > 150 K habitantes. Superficie media: 470 m²
- Tarjeta de cliente Cortefiel

Milano (1984)

- Mercado masculino de trajes, camisas y accesorios (profesional medio > 25 años)
- Monomarca Milano. Submarcas: Oro, Basic, Evoluzione y Ceremonia.
- Ciudades > 500K habitantes. Superficie media: 300 m²
- Tarjeta de Cliente Milano

Springfield (1988)

- Mercado medio/bajo de ropa informal para chicos jóvenes (20-30 años)
- Monomarca Springfield
- Ciudades > 100 K habitantes. Superficie media: 145 m²
- Tarjeta de cliente Springfield

Women' Secret (1993)

- Mercado medio de ropa interior y complementos para mujer (18-35 años)
- Monomarca Women' Secret. Submarca: Only for Kids
- Ciudades > 100K habitantes. Superficie media: 150 m²
- Tarjeta de cliente Wow

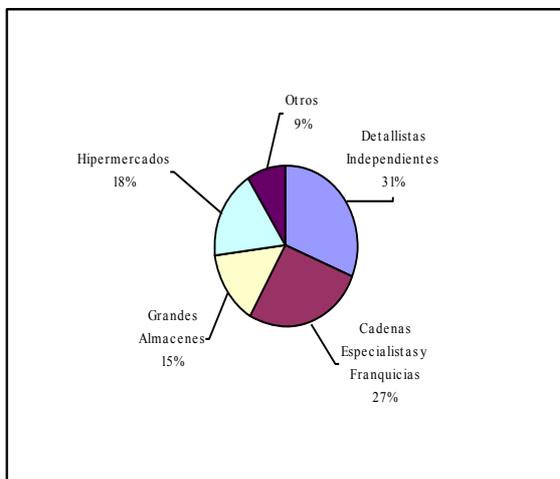
Si bien el grupo apostó por otros formatos, el Grupo abandonó alguno de ellos por falta de éxito o por divergencias con su estrategia. Así en 2003 salió de la cadena Don Algodón en la que había entrado en 1985, e igualmente salió del accionariado de Marks & Spencer España, donde entró en 1989 y llegó a tener el 33%, liquidando su participación en 1999, poco antes del cierre de todos los almacenes de la firma británica en España como consecuencia de su crisis global. Igualmente, en 2001 Cortefiel lanzó una OPA hostil contra la cadena rival Adolfo Domínguez, que finalmente no tuvo éxito por la oposición de la mayoría del capital.

En 2000, Cortefiel adquirió la cadena alemana Werdin, como parte de su estrategia de expansión internacional, ampliando de 20 a 88 tiendas de ropa vaquera en el país, con una superficie de venta similar a la de Springfield en España.

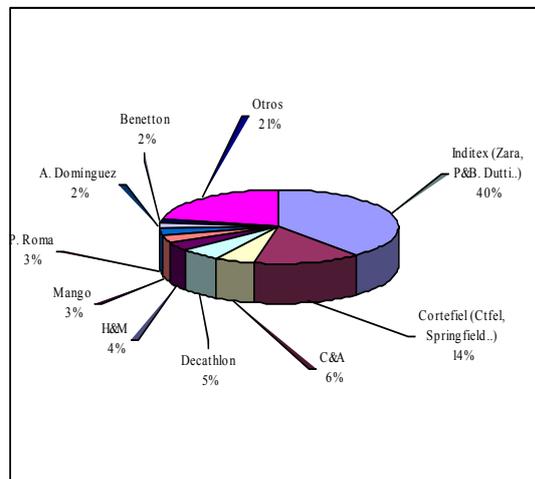
A cierre de 2001, el crecimiento de cada uno de los formatos era diferente, siendo los más pujantes Women' Secret con el 52% de crecimiento y Springfield con el 16%, mientras que Cortefiel y Milano lo hacían al 4-5%. Para entonces las ventas de Springfield ya habían superado las de Cortefiel y representaban el 42% del total del grupo, frente al 41% de este último.

En 2005, el sector textil en España facturaba casi 20.000 millones de Euros, con un gasto medio en ropa de 650 euros por habitante, a lo largo de 16,5 días de promedio anuales que los españoles dedican a este tipo de compras. La mayor cuota de este mercado correspondía al Corte Inglés, con un 15% del total, seguido por el grupo Inditex, líder en el segmento de tiendas especialistas, con un 10,5% de mercado y en tercera posición el grupo Cortefiel con un 3,5%. La distribución del textil seguía moviéndose hacia la especialización, con un importante ascenso de las cadenas de distribución de ropa deportiva, como Decathlon, que ya conseguía un 1,2% del total.

2005. Distribución de Textil por Canal (%)



Cuota de Mercado Tiendas Especialistas y Franquicias



A febrero de 2005, el grupo contaba con 863 tiendas propias, un 30% de ellas fuera de España, su crecimiento de ventas era del 5,5% anual, impulsado por la progresión de Women' Secret (19%) y Springfield (7%), que compensaban la madurez de los formatos más tradicionales (Cortefiel, Milano PdH).

Tiendas propias por formato y país

Línea Comercial	Datos al 28 de Febrero del Año Indicado									
	España		Francia		Portugal		Alemania y Bélgica		Hungria, Polonia, Austria y Luxemburgo	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Cortefiel y PdH	211	208	2	2	24	24	2	2	-	-
Springfield	201	187	33	38	22	22	57	59	16	14
Milano	9	9	4	5	3	3	-	1	-	-
Women' Secret	133	118	5	4	12	12	16	17	3	3
Douglas	54	48	-	-	9	9	-	-	-	-
Don Algodón	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fifty Factory	8	8	-	-	1	1	-	-	-	-
Werdin	-	-	-	-	-	-	37	36	-	-
Otros	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	617	579	44	49	71	71	112	115	19	17

3. Resultados del Ejercicio 2004

Durante el ejercicio 2004 (finalizado contablemente el 28 de febrero de 2005), la cifra de ventas del Grupo sufrió una desaceleración consecuencia de un entorno económico desfavorable en Europa continental, pues si bien el crecimiento de la economía española había sido notable con cifras de consumo ciertamente positivas, sin embargo las principales economías europeas aún no daban síntomas evidentes de recuperación. La evolución del sector en mercados como el francés o el alemán venía marcada por un sesgo negativo y la deflación había sido la pauta generalizada de precios en dichos mercados, especialmente en Francia.

En este entorno competitivo y con la mirada puesta en el levantamiento de las cuotas a la importación del mercado chino y el acuerdo multifibras con impacto en el mercado a partir del 1 de enero de 2005, el Grupo optó por una estrategia de apuesta por el contenido de marca de sus formatos comerciales no entrando en guerras de precios y optimizando el mix de producto y las posibilidades de up-trading que el reconocimiento de sus marcas le permitía. Ello, junto a una eficaz gestión de inventarios, redujo el impacto de los descuentos facilitando la mejora de márgenes en todas las líneas comerciales.

3.1. Ingresos Consolidados y evolución de los negocios

La cifra de negocios consolidada del Grupo Cortefiel a 28 de febrero de 2005 alcanzó los 971 millones de euros, un incremento del 5,3% sobre el mismo período del ejercicio anterior. De dicha cifra, las ventas en tiendas propias supusieron 916 millones de euros,

con un incremento del 5,5%. El detalle de ventas por tienda y por país se muestra a continuación:

Ventas en tienda por línea comercial y por países

	2004	2003	% Incr		2004	2003	% Incr
Cortefiel	362,7	356,6	1,7%	España	694,4	653,2	6,3%
Springfield	304,6	286,1	6,5%	Francia	38,7	38,5	0,6%
Milano	30,3	30,0	1,0%	Alemania	64,7	64,9	-0,4%
Women' Secret	133,5	111,8	19,4%	Portugal	78,9	74,3	6,1%
Douglas	35,4	33,5	5,5%	Bélgica	23,6	23,2	1,9%
Wedin	37,0	37,2	-0,4%	Resto	15,5	14,1	10,0%
Otros	12,4	13,0	-4,3%	TOTAL	915,7	868,1	5,5%
TOTAL	915,7	868,1	5,5%				

Si se eliminase el cambio en la consolidación del formato Douglas (14 meses en el ejercicio 2003 por el cambio de ejercicio social), el crecimiento en la cifra de negocios consolidada hubiera sido del 5,98% y de 20,8% en dicho formato. A superficie comparable las ventas del grupo en 2005 aumentaron un 3% para el conjunto del año. Este incremento estaba en línea con las expectativas, puesto que el ejercicio se había enfocado más a una mejora del margen. En ese sentido, la mejor gestión del inventario contribuyó a evitar la necesidad de liquidaciones y descuentos agresivos. Por marcas, la situación fue la siguiente:

Cortefiel. La cadena terminó el ejercicio con un incremento en ventas comparables del 1%. Esta cifra, algo inferior de lo estimado en un principio resultó de una estrategia comercial basada en conseguir ventas con mayor margen mediante, entre otras cosas, la reducción de promociones en Club Cortefiel que reorientó su estrategia para incentivar y recompensar la fidelidad de los clientes frente al descuento indiscriminado.

Springfiel presentó un crecimiento en ventas comparables del 7% en el cuarto trimestre del ejercicio, revirtiéndose así la tendencia de la primera mitad del año y terminando con un crecimiento acumulado anual del 2%. A juicio del grupo, este comportamiento de final de año se debió entre otras cosas a una correcta definición de producto y una acerada campaña de comunicación y marketing.

Women' Secret fue la estrella del grupo con un crecimiento en ventas totales del 19,40% y un crecimiento en comparables del 12%, poniendo de manifiesto la fortaleza de la marca y del modelo de negocio.

Douglas cerró el año con un incremento del 5,4% en ventas totales y del 11% en comparable. Como ya se ha indicado, de no haberse producido el cambio en la consolidación de sus cuentas, el incremento en facturación hubiera sido del 20,8%.

Durante el ejercicio 2004/05 se abrieron 140 puntos de venta. De ellos 58 correspondieron a tiendas directamente gestionadas, 53 franquiciadas y 29 córners. El número de puntos de venta a cierre de ejercicio era de 1.100, procediéndose al cierre de 26 establecimientos como consecuencia del plan de saneamiento de la red comercial.

Por su parte, las operaciones internacionales continuaron el proceso de maduración previsto con un importante avance en la convergencia de su rentabilidad con el negocio doméstico que también creció en márgenes, siguiendo criterios de optimización y prudencia en las inversiones directas siendo especialmente selectivos en las nuevas aperturas y el desarrollo del negocio de franquicias que permitió extender la presencia a 37 países sin riesgo de inversión.

3.2. Resultados

El compromiso con los márgenes para el año 2004, tuvo como consecuencia una consolidación de la rentabilidad, madurando la expansión de los años pasados y actuando con cautela en las inversiones directas, a cambio de reforzar el desarrollo internacional con la apertura de franquicias y córners.

El margen bruto a finales de 2004 (28-2-2005) se situó en el 55,64% de los ingresos totales, lo que supuso una mejora de 448 puntos básicos en el ejercicio. La fortaleza del margen bruto fue uno de los aspectos más relevantes en los resultados durante todo el ejercicio. Además de las estrategias de precio, producto y marca ya mencionadas, otros factores que contribuyeron a la mejora fueron las mejores condiciones de compra por evolución de la moneda y el mayor poder de negociación del Grupo, la reducción de la política de descuentos en el formato Cortefiel y la mejor gestión de inventarios en todas las cadenas.

El resultado bruto de explotación (EBITDA) en el año fue de 143,08 millones de euros frente a los 94 millones de euros obtenidos en 2003/04, alcanzando el 14,73% de la cifra de ingresos. Los gastos totales (gastos de personal y otros gastos externos y de explotación) crecieron un 5,47%, ligeramente por debajo de lo presupuestado; si bien en los operativos se observaba un crecimiento algo superior al de ventas por el incremento de los gastos de marketing y publicidad. Tal y como estaba previsto y se había anticipado, el ritmo de crecimiento e gastos a principios del ejercicio había experimentado una importante moderación en la segunda mitad del año.

El resultado de explotación neto de amortizaciones y provisiones (EBIT) alcanzó los 94,41 millones de euros, un 98,13% superior al de 2003/04. Las amortizaciones crecieron un 5,17% en el año. Los resultados extraordinarios negativos incluyeron el saneamiento de la red de tiendas, así como el impacto total del expediente de

regulación de empleo para el cese de la actividad de la fábrica de Madrid por un importe de 4,8 millones de euros.

El beneficio neto de la compañía en el año alcanzó los 62,2 millones de euros lo que supuso un incremento 107% sobre el beneficio neto del año anterior. Dicho resultado confirmó la rentabilidad del proceso de consolidación y la capacidad de absorción del incremento en superficie que resultó del intensivo proceso de expansión del período 2000-2002 y la vuelta a los niveles de rentabilidad anteriores al mismo.

Pérdidas y Ganancias Millones de Euros	Ejercicio	Ejercicio
	2003	2004
Ventas netas	921,3	971,3
Coste de Ventas	-450	-430,8
Margen Bruto	471,3	540,4
% sobre ventas	51,2%	55,6%
Gastos Operativos	-377,4	-397,3
EBITDA	93,9	143,1
% sobre ventas	10,2%	14,7%
Amortización	-46,3	-48,7
Amortización FC	-2,5	-2,7
Resultado Explotación (EBIT)	45,1	91,8
% sobre ventas	4,9%	9,4%
Resultado extraordinario	-2,6	-5,1
Resultado Financiero	-4,6	-3,2
BAI	37,9	83,5
% sobre ventas	4,1%	8,6%
Impuesto sobre sociedades	-7,9	-21,3
Resultado del ejercicio	30,0	62,2
% sobre ventas	3,3%	6,4%

4. Evolución Prevista

4.1. Ventas

La mejora de márgenes experimentada en el último ejercicio permitían ser optimistas acerca del futuro inmediato del grupo.

Tiendas Propias y Franquicias

A igual que en el pasado, la cifra de ventas futura tendría relación directa con la apertura de nuevos centros y el número de metros cuadrados de superficie disponible al público. Mientras que el crecimiento entre 2001 a 2005 se debía fundamentalmente a la apertura de tiendas propias (de 567 en 2001 a 863 en 2005), principalmente de las marcas más importantes, Cortefiel PdH, Springfield y Women' Secret, para los ejercicios siguientes se estimaba un promedio de aperturas de 75 tiendas por año, hasta llegar aproximadamente a las 1.145 tiendas propias en 2010. De hecho para los ejercicios 2006 y 2007 ya había comprometidos más de 84 contratos de apertura, el 23% fuera de España, de los cuales la mayor parte correspondía a la marca Women' Secret con 76 nuevas tiendas. Por otro lado, dentro del proceso de revisión de la rentabilidad por centro, se consideraba necesario el cierre de aproximadamente 55 tiendas en los próximos 5 años, sobre todo de las marcas Women' Secret y Springfield.

En cuanto a los “corners” o espacios de las marcas en centros comerciales propios tanto en España como en el resto del mundo, si bien seguirían aumentando en número, tampoco se consideraban contribuyentes decisivos a la rentabilidad del negocio. Por el contrario, se estimaba que las franquicias (186 en 2004) serían la vía de crecimiento más potente durante los próximos años, contando firmar entre 50 y 60 nuevas franquicias por años, con unos crecimientos a partir de 2007 del 2% y 1% en Springfield y Women' Secret respectivamente.

Cortefiel y PdH

Para estas marcas se auguraba un ritmo de aperturas de 13 nuevas tiendas anuales, si bien con un formato de tienda más reducidas de 300 m², en lugar de los más de 400 m² de media histórica. La mayor inversión en publicidad así como los planes de desarrollo de dos nuevas colecciones en otoño-invierno y la potenciación de los accesorios se pensaba tendría repercusión en los crecimientos de ventas de esta marca. En cuanto a las inversiones, la notable antigüedad de estas tiendas (superior a cinco años en la mayoría de los casos) haría necesarias inversiones para sus reformas.

Springfield

Se esperaba que las ventas de Springfield estuvieran en línea con los altos crecimientos registrados en los últimos ejercicios y que habían permitido abrir un promedio de 20 nuevas tiendas anuales. El lanzamiento de una nueva línea para la temporada 2006-07 con la introducción de los vaqueros “Etiqueta Negra” y la contratación de un nuevo diseñador eran elementos que hacían confiar en la consolidación de dicho crecimiento, muy ligado por otra parte a la novedad de las tiendas, resultando superior en las de menor antigüedad.

Women' Secret

El Grupo apostaba fuertemente por esta marca, esperando que sus crecimientos se mantuvieran en línea con los históricos, si bien el nuevo mix de locales, con mayores aperturas en el extranjero y por tanto menor venta por m², hacía prever una moderación en el crecimiento de ventas por m² (1,5% en 2006 y 2% en 2007). Dado que se estimaba abrir unas 220 - 230 tiendas en el período 2006-2010 (un tercio de ellas en el extranjero), ello se traduciría en anuales de ventas cercanos al 20%. En esta marca, la antigüedad de las tiendas no se consideraba determinante puesto que la progresión del negocio era casi uniforme en todas ellas.

Otros

Para 2006, se estimaba que el Grupo dejaría de participar en la sociedad conjunta con Douglas, con la consiguiente disminución del volumen de ventas, lo que supondría una reducción de la tendencia media de crecimiento de ventas netas totales en el 2007. Otros factores que se consideraba podían afectar al crecimiento futuro de las ventas, aparte del incremento de publicidad previsto, eran el cambio en las condiciones de las tarjetas de fidelización de Cortefiel, que pasarían a ser de obtención y canjeo de puntos generados por la compra de artículos, en lugar de los descuentos que se concedían a todos los clientes que poseían la tarjeta, premiando de este modo a aquellos que más hacían uso de ella.

4.2. Márgenes Brutos

Varios factores habían contribuido a la mejora de márgenes en los últimos ejercicios. De una parte, el incremento de las importaciones de Asia, en concreto de China, a precios menores, derivados de la eliminación de cuotas a partir de enero de 2005 por la apertura del mercado chino y su adhesión a la OMC. Y si bien en junio de ese mismo año se habían impuesto de nuevo cuotas a determinadas categorías, se estimaba que el porcentaje de compras de importación del Grupo seguiría incrementándose del 46,5% del total en febrero de 2005 a 53,5% en 2010. Otro de los factores determinantes en la mejora de los márgenes desde el 2003 al 2005 había sido el beneficio obtenido por el tipo de cambio dólar-euro, al comprar más barato en dólares, reduciendo así los costes de ventas y ganando margen. Por último, la mejora en la gestión de las fábricas, con la reducción de los excedentes de producción de las mismas, así como el cambio en el mix de las ventas con mayor contribución de las marcas con más margen, se entendía contribuirían a favorecer el margen del Grupo.

En concreto, los márgenes de las tiendas propias se esperaba evolucionaran desde el 47,6% al cierre de 2003 a aproximadamente el 57,2% en 2004. Este espectacular salto permitía ser optimista a futuro, estimando que el margen se pudiera mantener próximo a este nivel para los años siguientes. Las marcas con mayor contribución al margen

bruto del grupo serían Cortefiel, PdH y Springfield, esperando una progresión importante para Women' Secret. Por su parte, el margen de las franquicias (24,3% en 2003), obviamente inferior al de las tiendas propias, se estimaba tenía un recorrido de mejora importante, de forma que pudiera superar holgadamente el 30% en los próximos años.

4.3. Gastos Operativos

Los costes de personal futuros estarían obviamente relacionados con las nuevas aperturas, ajustándose los incrementos salariales a la inflación prevista. El resto de costes operativos seguirían en línea con las ventas, si bien el mayor volumen permitiría diluir algunos costes, lo que conllevaría una ligera reducción como porcentaje de las ventas. Por último, en cuanto los gastos de alquiler, se esperaba un significativo incremento en el monto total de los mismos, como consecuencia de las operaciones de *sale and lease-back* previstas (venta de tiendas en propiedad y posterior alquiler de las mismas), que se traduciría en un total de 13,4 millones de euros anuales a partir de 2007.

En cuanto a las franquicias, dado que la mayoría de los costes corrían por cuenta de los franquiciados, prácticamente todo el margen bruto de esta línea acabaría llegando a la línea de EBITDA.

4.4. Inversiones

Las inversiones a futuro se centraban en la reforma de tiendas existentes y las nuevas aperturas. En cuanto a estas últimas, las mayores inversiones correspondían a las líneas Cortefiel y PdH, Springfield y Women' Secret. Las superficies estimadas estarían en línea con las históricas, excepto en el caso de Coertefiel y PdH, cuyas tiendas se reducirían de tamaño, desde los 450 m² de promedio a unos 300 m² en el futuro.

Inversiones realizadas por período

Mill. Euros corrientes	feb-00	feb-01	feb-02	feb-03	feb-04	feb-05
Inversiones Totales	-56,4	-75,2	-89,1	-61,5	-46,3	-48,5
Total Tiendas	474	567	736	788	831	863
Inversión/tienda	-0,12	-0,13	-0,12	-0,08	-0,06	-0,06
	Promedio 6 años históricos					-0,09
Ventas	599,1	674,6	795	846	921,3	971,3
% Inversión/ventas	-9,40%	-11,10%	-11,20%	-7,30%	-5,0%	-5,0%
	Promedio 6 años históricos					-8,20%

4.5. Extraordinarios

A corto plazo, probablemente en el ejercicio 2005, que terminaba el 28 de febrero de 2006, sería necesaria una provisión por depreciación de stocks de 38,3 millones de euros, mientras que los beneficios provenientes de la venta de la línea de negocio de Douglas prevista para dicho ejercicio, se estimaban en 19,4 millones de euros. Por último los gastos por cierre de tiendas y de la fábrica de Madrid ascenderían a 7 millones de euros. Al año siguiente, se pensaba cerrar una macro operación de venta y lease-back de edificios y terrenos propiedad del grupo que generaría un resultado extraordinario de más de 200 millones de euros.

Proyecciones de Balance a corto plazo

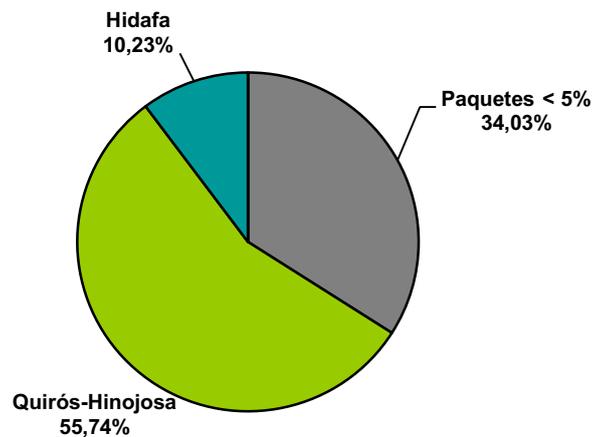
Balance de situación estimado (Millones Euros)			
	2003	2004	2005
Inmovilizado material	277,7	264,4	284,8
VNC activos vendidos			-9,6
Aumento por activos Lease back			
Ventas de activos			
Activos Fijo	277,7	264,4	275,2
Existencias	253,9	246,1	228,4
Otras cuentas a cobrar	38,5	39,2	42
Cuentas a cobrar	42	51,2	17,5
Otras cuentas a pagar	-28	-42,8	-41,1
Cuentas a pagar	-177,4	-168,9	-173,1
Capital Circulante operativo	129	124,8	73,7
otras provisiones	-5	-5,4	-5,4
Fondo de comercio	13,1	13	13
Capital empleado	414,8	396,7	356,5
Caja y bancos	9,3	11,5	79,5
Deuda financiera	-111,7	-49,4	
Deuda neta	-102,4	-37,9	79,5
Activos netos	312,4	358,8	435,9
Reservas	270,7	284,9	347,1
Capital social	11,7	11,7	11,7
Resultados netos	30	62,2	77,1
Activos netos	312,4	358,8	435,9

5. Capital Social. Evolución del Precio de la Acción

5.1. Composición Accionarial

A 28 de febrero de 2005 el capital social de la Sociedad Dominante estaba representado por 78.210.000 acciones de 0,15 euros de nominal cada una y admitidas a cotización oficial.

Los mayores accionistas de la empresa eran las familias García-Quirós e Hinojosa , que a través de diversas sociedades poseían el 55,74% del capital, seguidos por Hidafa S.L. propiedad de la familia mexicana Gómez-Sáinz, que ya en 2003 poseía un 5,2% de acciones adquiridas en el mercado por 29 millones de Euros. El consejo de administración estaba formado por quince miembros, nueve de ellos procedentes de las familias mayoritarias y uno de Hidafa, siendo el resto independientes.



5.2. Evolución del precio de la acción

Al inicio de los años 2000, la cotización de la acción de Cortefiel estuvo fuertemente condicionada por la revalorización de los valores tecnológicos, como consecuencia de la entrada del grupo en Vía Plus a finales de 1998. Vía Plus era una red de terminales de autoservicio interactivas, similares a los cajeros bancarios, instaladas en lugares cubiertos que permitían la compra interactiva de unos 36.000 productos, desde viajes hasta ordenadores. La inversión en Vía Plus alcanzaba los casi 30 Millones de Euros, de los que Cortefiel era accionista al 25% y Altadis al 75%. Las perspectivas de futuro de esta apuesta tecnológica auparon la cotización de la acción hasta alcanzar un máximo de 27,5 Euros en Enero de 2000, moviéndose a lo largo del propio año y del siguiente en el entorno de los 20 Euros. Sin embargo el fracaso de Vía Plus llevó al Grupo a realizar una provisión por el monto total de la inversión realizada, lo que unido

a los acontecimientos políticos del propio año 2001, provocaron que la acción terminara el año a menos de un tercio del valor que tenía al principio del mismo.

En los años 2002 y 2003 la situación no mejoró, y a la incertidumbre del momento se añadió la publicación de resultados del Grupo por debajo de lo esperado, consecuencia de un dólar fuerte y una competencia creciente, lo que provocaba una erosión de márgenes con repercusión directa en el beneficio.

Fue a finales de 2003 cuando la acción comenzó a despuntar de nuevo como consecuencia de las mejores perspectivas de beneficios, impulsados por la mejora del margen bruto en función de las razones ya apuntadas. Por fin, en 2004 el valor volvió a rebasar los 10 euros cerrando el año en 11,64, y entrando Cortefiel a formar parte del índice Ibex Medium Cap®. Paralelamente, la creciente actividad de las entidades de *Private Equity* en España iba alimentando rumores de OPA, lo que elevó el precio de la acción, que registró un incremento superior al 15% solo en los cuatro primeros meses de 2005.

Por fin, el 12 de mayo de 2005, Coral Retail, controlada por el fondo de *Private Equity* CVC, lanzó una OPA a 17,90 euros por acción, alcanzando un acuerdo con los máximos accionistas de Cortefiel por el que éstos se comprometían a aceptar su oferta mientras que no hubiera otra un 8% superior o, lo que era lo mismo, que llegara a los 19,33 Euros. La posibilidad de un guerra de OPAs hizo que la cotización rebasara la cifra de los 17,90 euros, lo que invitaba a pensar en nuevas ofertas, como así sucedió, y pocos días más tarde entraron en escena los otros dos fondos, PAI y Permira ofreciendo 18,40 euros, dentro de una jugada que les permitía ganar tiempo hasta saber quién se llevaría el gato al agua. La solución final fue la alianza entre los tres, y finalmente CVC desistió como oferente en solitario, aceptando participar en MEP Retail, la sociedad controlada por PAI y Permira. MEP mantuvo la última OPA a 18,40 condicionada a la consecución de un 75% de Cortefiel, teniendo garantizado de antemano la aceptación del 55,74% del capital correspondiente a los mayoritarios, puesto que esta última oferta era aún mejor que la anterior.

Cotización a cierre de año (natural y contable) y movimientos significativos

Fecha	Máx	Mín	Cierre	Volumen	
12/05/2005	18,58	18	18,55	4.000.739	OPA
11/05/2005	16,1	15,46	15,96	586.402	
28/02/2005	13,65	13,2	13,56	79.380	
30/12/2004	11,64	11,45	11,64	99.306	
27/02/2004	9,79	9,51	9,78	187.818	
30/12/2003	7,37	7,3	7,3	476.075	
28/02/2003	4,25	4,12	4,2	65.690	
30/12/2002	4,38	4,29	4,35	160.939	
09/10/2002	3,24	2,94	3	424.935	MIN
28/02/2002	5,72	5,65	5,67	78.197	
28/12/2001	6,33	6,19	6,33	135.141	
17/05/2001	20,48	20,15	20,2	126.928	
11/01/2001	21	19,32	19,5	201.644	
29/03/2000	26	25,5	26	22.415	
07/01/2000	27,5	26,24	27,5	37.912	MAX
30/12/1999	26	24,5	26	67.226	

El coeficiente Beta del valor calculado utilizando una serie mensual de cinco años (sesenta observaciones) fue de 1,08. En 2005, la rentabilidad de los Bonos del Estado se estimaba en torno al 4%, mientras que la prima de mercado derivada de estudios empíricos sobre los retornos de valores en exceso de los rendimientos de instrumentos de deuda del Estado en series de tiempo muy largas se aproximaba al 5%.

Anexo I – Balance de Situación
CORTEFIEL, S.A.
BALANCES DE SITUACIÓN AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2005 Y AL 28 DE FEBRERO DE 2005
(Miles de Euros)

	30/09/05	28/02/05	PASIVO	30/09/05	28/02/05
ACTIVO					
INMOVILIZADO:			FONDOS PROPIOS (Nota 9):		
Gastos de establecimiento	1.699	1.959	Capital suscrito	11.731	11.731
Inmovilizaciones Inmateriales (Nota 5)- Coste	1.829	3.905	Prima de emisión	794	794
Amortizaciones	5.375	9.117	Reserva de revalorización	2.997	2.997
Inmovilizaciones materiales (Nota 6)- Coste	(3.546)	(5.212)	Reservas-	162.750	127.106
Amortizaciones	55.420	62.335	Reserva legal	2.406	2.406
Inmovilizaciones financieras (Nota 7)- Participaciones en Empresas del Grupo	122.921	133.229	Otras reservas	160.344	124.700
Participaciones en Empresas Asociadas	(67.501)	(70.894)	Beneficio del ejercicio	56.018	38.644
Créditos a empresas del Grupo y Asociadas	81.864	73.577	Total fondos propios	234.290	176.272
Cartera de valores a largo plazo	172.592	163.256			
Otros créditos a largo plazo	9.728	9.658	PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS (Nota 10)	322	972
Fianzas y depósitos constituidos a largo plazo	12.888	10.988			
Provisiones	1.057	1.057			
Total Inmovilizado	140.812	141.776			
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	47	63	ACREEDORES A LARGO PLAZO:	24.101	40.604
ACTIVO CIRCULANTE:			Deudas con entidades de crédito (Nota 11)	1.798	1.807
Existencias (Nota 8)	72.894	57.413	Otros acreedores	25.899	42.411
Deudores-	237.506	198.725	Total acreedores a largo plazo	27.697	44.624
Cientes por ventas y prestaciones de servicios	20.134	29.203	ACREEDORES A CORTO PLAZO:	5.581	8.730
Empresas del Grupo y Asociadas (Nota 15)	208.686	163.907	Deudas con entidades de crédito (Nota 11)	150.175	131.777
Deudores varios	3.505	3.440	Deudas con Empresas del Grupo (Nota 16)	19.585	16.152
Administraciones Públicas (Nota 12)	6.350	3.344	Deudas por compras o prestaciones de servicios	17.351	16.692
Provisiones	(1.169)	(1.169)	Otras deudas no comerciales-	7.172	10.337
Inversiones financieras temporales	94	352	Administraciones Públicas (Nota 12)	10.179	6.355
Tesorería	1.148	354	Remuneraciones pendientes de pago	214	288
Ajustes por periodificación	916	1.433	Ajustes por periodificación	192.906	173.639
Total activo circulante	312.558	258.277	Total acreedores a corto plazo	214	288
TOTAL ACTIVO	453.417	400.116	PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS A CORTO PLAZO	-	4.822
			TOTAL PASIVO	453.417	400.116

Anexo II – Compañías cotizadas comparables

Todas las cifras en millones de monedas local							
Compañía	País	Valor de negocio	Capitalización		EBIT %	EBITDA %	Beneficio antes de ext. %
			Bursátil	Fecha			
LINDEX AB	Suecia	5.408	5.789	ago-05	7.5%	11.8%	5.9%
NEXT PLC	Reino Unido	4.039	3.707	jul-05	15.1%	17.6%	10.5%
BENETTON GROUP SPA	Italia	2.264	1.730	sep-05	8.3%	13.4%	5.5%
ADOLFO DOMINGUEZ	España	230	267	sep-04	18.1%	21.8%	12.7%
MARKS & SPENCER GROUP PL	Gran Bretaña	9.659	7.560	sep-05	9.5%	12.8%	5.6%
Media compañías					11.7%	15.5%	8.1%

Todas las cifras en millones de monedas local								
Compañía	País	Valor de negocio	Capitalización		Multiplos			
			Bursátil	Fecha	x Ventas	x EBITDA	x EBIT	PER
LINDEX AB	Suecia	5.408	5.789	ago-05	1.0x	8.8x	13.8x	18.7x
NEXT PLC	Reino Unido	4.039	3.707	jul-05	1.4x	7.8x	9.0x	11.9x
BENETTON GROUP SPA	Italia	2.264	1.730	sep-05	1.3x	9.7x	15.8x	18.1x
ADOLFO DOMINGUEZ	España	230	267	sep-04	1.6x	7.5x	9.0x	15.0x
MARKS & SPENCER GROUP PL	Gran Bretaña	9.659	7.560	sep-05	1.2x	9.6x	13.2x	17.5x
Media compañías					1.3%	8.7x	12.2x	15.x

Compañías comparables. Cálculos con últimos Estados Financieros

Todas las cifras en millones de monedas local								
Compañía	País	Valor de negocio	Capitalización		Multiplos			
			Bursátil	Fecha	x Ventas	x EBITDA	EBIT	PER
LINDEX AB	Suecia	5.408	5.789	ago-06	1,0x	7,9x	11,1x	15,9x
NEXT PLC	Reino Unido	4.010	3.707	ene-06	1,3x	7,9x	9,1x	12,5x
BENETTON GROUP SPA	Italia	2.202	1.730	ene-06	1,3x	7,9x	12,9x	16,1x
ADOLFO DOMINGUEZ	España	241	267	dic-05	1,7x	7,6x	9,0x	15,8x
MARKS & SPENCER	Gran Bretaña	9.654	7.560	mar-06	1,2x	8,8x	11,5x	15,8x
Media compañías					1,3x	8,0x	10,7x	14,7x

Compañías comparables. Cálculos con resultados estimados de consenso del sector

Anexo III – Transacciones Privadas

Cifras en miles de unidades de moneda local

Fecha transacción	Nombre adquirida	Nacionalidad	Descripción comprador	% Adquirido	Precio
30/09/2005	Mariella Burani Fashion Group SpA	Italia	Fondo de inversión y capital de riesgo	6%	22.300
14/09/2005	French Connection Group pic	Reino Unido	Minorista no alimentario	6%	25.196
29/07/2005	Jane Norman Ltd	Reino Unido	Gerencia de la propia compañía	100%	169.873
04/07/2005	Conseptor ASA	Noruega	Servicios de Inversión	23%	9.486
02/02/2005	Rubicon Retail Ltd	Reino Unido	Minoristas de calzado deportivo	100%	202.143
31/01/2005	Camaieu SA	Francia	Servicios a empresas	40%	204.000
31/01/2005	Phase Eight Ltd	Reino Unido	Minorista de ropa femenina	100%	39.096
20/12/2004	bameys New York Inc	EEUU	Diseñador de ropa y calzado	100%	294.340
25/10/2005	Marks & Spencer Group plc	Reino Unido	Minorista de ropa y calzados deportivo	28%	3.314.421
10/03/2004	Adolfo Dominguez SA	España	Fabricantes de jabones y perfumes	9%	15.000
19/03/2003	Caramelo SA	España	Fabricante de ropa minorista	30%	20.000

Cifras en miles de unidades de moneda local

Fecha transacción	Nombre adquirida	Valor de las acciones 100 %	Valor Negocio (100%)	Múltiplo de ventas	Múltiplo de EBITDA	Múltiplo EBIT	PER
30/09/2005	Mariella Burani Fashion Group SpA	371.666	53.928	1,2x	9,89x	15,96x	30,66x
14/09/2005	French Connection Group pic	399.949	326.716	0,82x	5,24x	7,13x	12,17x
29/07/2005	Jane Norman Ltd	169.873	164.887	2,17x	11,63x	13,81x	21,46x
04/07/2005	Conseptor ASA	40.617	42.815	0,70x	9,55x	12,40x	14,33x
02/02/2005	Rubicon Retail Ltd	202.143	201.255	0,57x	5,55x	6,79x	9,87x
31/01/2005	Camaieu SA	515.151	483.965	1,23x	6,04x	7,57x	12,56x
31/01/2005	Phase Eight Ltd	39.096	38.131	1,09x	8,02x	9,77x	13,06x
20/12/2004	bameys New York Inc	216.398	294.340	0,98x	11,61x	17,44x	41,22x
25/10/2005	Marks & Spencer Group plc	11.879.646	14.643.442	1,22x	9,14x	11,73x	14,93x
10/03/2004	Adolfo Dominguez SA	176.387	165.686	1,38x	7,64x	10,08x	16,15x
19/03/2003	Caramelo SA	66.666	74.559	1,06x	14,09x	19,23x	30,46x
				Media	1,0x	7,8x	10,6x
				Mediana	1,0x	7,6x	14,3x

Referencias:

- BORME 34 (17/02/2006). MEP Retail España S.L. Sociedad *Unipersonal*.
<http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BORME-C-2006-34040>
- Cortefiel S.A. Cuentas Anuales Consolidadas 2003, 2004 y 2005.
- Cortefiel S.A. Informes Anuales 2001-2005
- CNMV. Cortefiel S.A. Hechos Relevantes (2005-2007)
- Diario Expansión. 14/03/2006. Cortefiel saca a la venta 32 activos inmobiliarios valorados en 250 millones.
- El País. 12/07/2005. Cortefiel condiciona el éxito de la OPA de MEP Retail a que eleve su oferta por encima de 19,33 euros.
- PriceWaterhouseCoopers. Informe de Valoración Cortefiel y Sociedades Dependientes (2005)