



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

# **VALORACIÓN Y ANÁLISIS COMPARATIVO DENTRO DEL SECTOR TEXTIL**

Como pueden afectar las estrategias, la gestión financiera y el modelo de negocio a la valoración de dos empresas con la misma actividad

Autor: D. Manuel Giner Vilar

Director: D. Cecilio Moral Bello



Madrid

Julio 2015

## Tabla de contenidos

1. Resumen ejecutivo.....	6
2. Introducción.....	7
3. Objetivo.....	9
4. Metodología.....	10
5. Estudio comparativo de las valoraciones de Inditex y H&M.....	11
5.1. Análisis introductorio de las compañías.....	11
5.1.1. Inditex.....	11
5.1.1.1. Historia y evolución.....	11
5.1.1.2. Áreas de negocio.....	11
5.1.1.3. Expansión geográfica.....	12
5.1.1.4. Análisis interno : DAFO.....	13
5.1.1.4.1. Fortalezas y debilidades.....	13
5.1.1.4.2. Oportunidades y amenazas.....	13
5.1.1.5. Análisis externo: 5 fuerzas de Porter.....	14
5.1.1.6. Situación actual de la empresa.....	15
5.1.2. Hennes & Mauritz.....	16
5.1.2.1. Historia y evolución.....	16
5.1.2.2. Áreas de negocio.....	17
5.1.2.3. Expansión geográfica.....	18
5.1.2.4. Análisis interno: DAFO.....	19
5.1.2.4.1. Fortalezas y debilidades.....	19
5.1.2.4.2. Oportunidades y amenazas.....	20
5.1.2.5. Análisis externo: 5 fuerzas de Porter.....	20
5.1.2.6. Situación actual de la empresa.....	20
5.1.3. Análisis de coyuntura de los mercados donde operan.....	22
5.2. Explicación teórica de la valoración de empresas.....	24
5.2.1. Métodos de valoración absoluta.....	25
5.2.2. Tipos de métodos por descuento de flujos de caja.....	26
5.2.2.1. Flujo de caja libre (CFL).....	26
5.2.2.2. Flujo de caja para los accionistas (CFac).....	26
5.2.2.3. “Capital cash flow”.....	26
5.2.3. Método a usar en mi proyecto.....	27

5.2.3.1.	Cálculo de los flujos de caja y del WACC.....	27
5.2.3.2.	Cálculo del valor intrínseco de una compañía.....	29
5.3.	Modelo de valoración de Inditex. ....	30
5.3.1.	Análisis de los datos contables pasados de Inditex (2008-2014).....	30
5.3.1.1.	Cuenta de resultados Inditex. (Ver anexo 1).....	30
5.3.1.2.	Balance de situación Inditex. (Ver anexo 2).....	31
5.3.1.3.	Flujos de caja libre Inditex. (Ver anexo 3).....	33
5.3.2.	Elaboración del escenario para las proyecciones de Inditex (2015-2024).....	35
5.3.2.1.	Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias. ....	35
5.3.2.1.1.	Estimación de los ingresos. (Ver anexo 4).....	35
5.3.2.1.2.	Estimación de los gastos. (Ver anexo 5).....	36
5.3.2.1.3.	Estimación del beneficio neto. (Ver anexo 6).....	37
5.3.2.2.	Proyección del balance de situación.....	37
5.3.2.2.1.	Estimación de las existencias. (Ver anexo 7).....	37
5.3.2.2.2.	Estimación de los clientes. (Ver anexo 8).....	38
5.3.2.2.3.	Estimación de los acreedores. (Ver anexo 9).....	38
5.3.2.2.4.	Estimación del activo fijo. (Ver anexo 10).....	38
5.3.2.3.	Proyección de los flujos de caja libre. (Ver anexo 11).....	39
5.3.2.4.	Cálculo del valor intrínseco de Inditex.....	39
5.3.2.4.1.	Cálculo del WACC. (Ver anexo 12).....	39
5.3.2.4.2.	Valoración estimada de Inditex. (Ver anexos 13 y 14).....	41
5.4.	Modelo de valoración de H&M.....	43
5.4.1.	Análisis de los datos contables pasados de H&M (2010-2014). ....	43
5.4.1.1.	Cuenta de resultados de H&M. (Ver anexo 15).....	43
5.4.1.2.	Balance de situación H&M. (Ver anexo 16).....	44
5.4.1.3.	Flujos de caja libre H&M. (Ver anexo 17).....	46
5.4.2.	Elaboración del escenario para las proyecciones de H&M (2015-2024). ....	48
5.4.2.1.	Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias de H&M. ....	48
5.4.2.1.1.	Estimación de los ingresos. (Ver anexo 18).....	48
5.4.2.1.2.	Estimación de los gastos. (Ver anexo 19).....	49
5.4.2.1.3.	Estimación del Beneficio neto. (Ver anexo 20).....	49
5.4.2.2.	Proyección del Balance de situación de H&M.....	50
5.4.2.2.1.	Estimación de las existencias. (Ver anexo 21).....	50
5.4.2.2.2.	Estimación de los clientes. (Ver anexo 22).....	50

5.4.2.2.3.	Estimación de los acreedores. (Ver anexo 23) .....	50
5.4.2.2.4.	Estimación del activo fijo. (Ver anexo 24) .....	51
5.4.2.3.	Proyección de los flujos de caja libre de H&M. (Ver anexo 25 ).....	51
5.4.2.4.	Cálculo del valor intrínseco de H&M. ....	52
5.4.2.4.1.	Cálculo del WACC. (Ver anexo 26) .....	52
5.4.2.4.2.	Valoración estimada de la H&M. (Ver anexos 27 y 28).....	53
5.5.	Análisis comparativo del valor intrínseco de Inditex y H&M.....	55
6.	Conclusiones. ....	59
7.	Futuras líneas de investigación.....	61
8.	Bibliografía.....	62
8.1.	Libros.....	62
8.2.	Informes.....	62
9.	Anexos.....	63
9.1.	Inditex. ....	63
9.1.1.	Anexo 1: Cuenta de pérdidas y ganancias de Inditex (2008-2014).....	63
9.1.2.	Anexo 2: Balance de situación de Inditex (2008-2014). ....	64
9.1.3.	Anexo 3: Flujos de caja libre, NOF y Capex de Inditex (2008-2014).....	65
9.1.4.	Anexo 4: Estimación de las ventas de Inditex (2015-2024).....	66
9.1.5.	Anexo 5: Estimación de los gastos de Inditex (2015-2024).....	66
9.1.6.	Anexo 6: Estimación del beneficio neto de Inditex (2015-2024). ....	67
9.1.7.	Anexo 7: Estimación de las existencias de Inditex (2015-2024). ....	68
9.1.8.	Anexo 8: Estimación de los clientes de Inditex (2015-2024).....	68
9.1.9.	Anexo 9: Estimación de los proveedores de Inditex (2015-2024).....	68
9.1.10.	Anexo 10: Estimación del activo fijo (2015-2024). ....	68
9.1.11.	Anexo 11: Proyección de las NOF, Capex y flujos de caja libre de Inditex (2015-2024). 69	
9.1.12.	Anexo 12: Cálculo del WACC de Inditex (2015-2024).....	70
9.1.13.	Anexo 13: Valoración estimada de Inditex. ....	71
9.1.14.	Anexo 14: Análisis de sensibilidad de Inditex.....	71
9.2.	H&M.....	72
9.2.1.	Anexo 15: Cuenta de pérdidas y ganancias de H&M (2010-2014).....	72
9.2.2.	Anexo 16: Balance de situación de H&M (2010-2014).....	73
9.2.3.	Anexo 17: Flujos de caja libre, NOF y Capex de H&M (2010-2014). ....	74
9.2.4.	Anexo 18: Estimación de ventas de H&M (2015-2024).....	75

9.2.5.	Anexo 19: Estimación de gastos de H&M (2015-2024). .....	75
9.2.6.	Anexo 20: Estimación del beneficio neto de H&M (2015-2024). .....	76
9.2.7.	Anexo 21: Estimación de las existencias de H&M (2015-2024). .....	76
9.2.8.	Anexo 22: Estimación de los clientes de H&M (2015-2024). .....	76
9.2.9.	Anexo 23: Estimación de los proveedores de H&M (2015-2024). .....	77
9.2.10.	Anexo 24: Estimación del activo fijo de H&M (2015-2024). .....	77
9.2.11.	Anexo 25: Proyección de las NOF, Capex y flujos de caja libre de H&M (2015-2024). 77	77
9.2.12.	Anexo 26: Cálculo del WACC de H&M (2015-2024). .....	78
9.2.13.	Anexo 27: Valoración estimada de H&M. ....	79
9.2.14.	Anexo 28: Análisis de sensibilidad de H&M. ....	80

## 1. Resumen ejecutivo.

El trabajo propuesto y realizado trata de la valoración de Industria de Diseño Textil S.A y de Hennes & Mauritz AB, ambas compañías del sector textil, líderes mundiales del mismo y cotizadas en bolsa.

Como parte introductoria del trabajo he realizado un análisis general de ambas compañías, con un recorrido por la historia y evolución de ambas, un análisis de sus áreas de negocio y su expansión geográfica, un análisis interno con un DAFO y un análisis externo mediante las 5 fuerzas de Porter, seguido de un análisis de la situación financiera actual de la empresa. También he hecho una breve investigación sobre cómo se encuentra la economía en las zonas geográficas donde tienen distribuidas sus ventas por el mundo.

Seguidamente, he hecho hincapié en el marco teórico del tema general del trabajo, con una breve explicación sobre la valoración de empresas, los métodos más comunes y alguna aportación de profesionales del área tratada, y finalmente he profundizado más explicando mi método usado más adelante en la valoración de las dos firmas, el cual ha sido el descuento de flujos de caja libre. Todas cuestiones técnicas, procedimientos utilizados y análisis de los resultados en base al método elegido, han sido explicadas en este apartado.

Con la introducción y el desarrollo de la explicación teórica, he desarrollado mis dos modelos de valoración con las proyecciones de los flujos de caja de ambas compañías hasta 2024. Aparte, he calculado todas las variables necesarias para el proceso de valoración, como es el WACC (rentabilidad exigida y coste de la deuda), el valor residual de la compañía y la deuda financiera para obtener el resultado estimado final. Una vez he obtenido las valoraciones, las cuales han sido curiosas por la diferencia de valor entre ambas siendo las dos empresas parecidas y con resultados contables similares, he hecho un análisis comparativo de ambas, y comparándolas con la valoración que les da el mercado.

He procedido a intentar explicar a que se deben las diferencias en la valoración de las dos empresas, profundizando tanto en sus datos contables y gestión financiera, como en su modelo de negocio y estrategias empresariales.

## 2. Introducción.

El tema general elegido a tratar en el trabajo, es el análisis financiero de dos compañías mediante la valoración de empresas, utilizando métodos de valoración absoluta.

En la actualidad, con la evolución que ha tenido el campo de las finanzas, existen infinidad de métodos de valoración, adaptables para todos, y con los que cada empresa o analista tiene libertad para, según su criterio, elegir cual se amolda mejor a la valoración que pretende llevar a cabo. A día de hoy existen sofisticados procedimientos y depuradas técnicas, aislándose un poco del marco contable de la empresa y basándose más en realizar diferentes escenarios de proyecciones., centrándose más en el valor que es capaz de crear la empresa que en la mera valoración de sus activos y sus pasivos en el balance, o su beneficio neto en la cuenta de resultados.

Pese al perfeccionamiento técnico en el que se encuentra la valoración de empresas, no hace mucho que los procedimientos eran mucho más simples, y por supuesto con una credibilidad y fiabilidad insuficiente. En sus comienzos, el análisis financiero de las compañías se basaba puramente en técnicas contables, con la cuenta de pérdidas y ganancias (y el beneficio neto como su resultado) como piedra angular de todo planteamiento. Poco a poco, la evolución de las finanzas empieza a volver más sofisticada la técnica de análisis, desmarcándose, tal y como he dicho antes, del propio marco contable. Los analistas financieros empiezan a darse cuenta de que lo realmente importante de una empresa, más allá de lo que posea en el presente, es lo que es capaz de generar en un futuro dependiendo de las estrategias y objetivos que tenga.

Hoy en día, el descuento de flujos de caja es el método principal de valoración de empresas, con su gran número de variantes. Este se empezó a utilizar a mediados del siglo XX en EE.UU. y se ha ido perfeccionando hasta considerarse como el método más correcto técnicamente y el de referencia para cualquier valoración. Este posee la característica de, mediante una serie de escenarios de proyecciones, poder calcular el valor intrínseco total de la compañía, descontando sus flujos de caja futuros a una tasa determinada, la cual será el coste de los recursos de la empresa.

A parte del descuento de flujos de caja, existen infinidad de métodos, tal y como he citado arriba, como pueden ser la valoración por múltiplos, comparando la empresa con otras de su sector mediante ratios financieros. Debido a la evolución de los mercados financieros, la situación exige una gestión del valor adecuada, y ello conlleva a una mayor importancia de la valoración de empresas.

Pese a ello, no existe lo que se puede llamar un valor exacto o correcto de una compañía, por más minucioso y aproximado que sea nuestro modelo de valoración. Numerosos expertos en la materia afirman que todo depende de los criterios e hipótesis que cada uno quiera aportar a su valoración, se trata de una mezcla compensada entre conocimientos técnicos de la materia y sentido común acerca de la realidad financiera de cada momento. Cualquier situación extraña en el mercado, un cambio en la coyuntura económica del momento, o un simple cambio en las previsiones, puede hacer que la valoración de una compañía cambie por completo.

Todo esto hace que, en esta área de las finanzas, los profesionales y especialistas tengan cierta libertad individual para crear sus propios modelos financieros, que basados en conocimientos académicos, previsiones y perspectivas de la realidad financiera, hacen que cada profesional pueda tener una visión distinta a la de otros, pero igual de válida y aceptada.



### **3. Objetivo.**

El trabajo tiene un objetivo principal, el cual está desgranado en una serie de objetivos más concretos que más abajo detallaré. Mi decisión al decantarme por este trabajo ha sido por el objetivo principal de profundizar y adquirir más conocimientos técnicos sobre la valoración de empresas, haciendo un análisis de un sector económico (sector textil) mediante la valoración de dos empresas (Inditex y H&M), utilizando un método de valoración concreto.

En primer lugar he de decir que la decisión de elegir este sector, ha sido basada en diversos criterios: la relevancia actual del sector y el tipo de gestión financiera de las empresas que lo forman dependiendo de la actividad que desempeñen. Como relevancia actual entiendo la repercusión mediática que las empresas que lo formen puedan tener y lo atractivo que lo puedan hacer de cara al público, la relevancia que tengan en la actualidad. Como segundo criterio, entiendo que las empresas deban tener una estructura financiera que se adapte bien a mis conocimientos y práctica en la materia, he intentado que sean empresas con una rotación de activos muy alta, en la que su gestión del fondo de maniobra sea muy relevante, y que así fueran interesantes a la hora de calcular sus flujos de caja para hacer su pertinente valoración.

Una vez definido el objetivo principal, el resto de objetivos desgranados vendrían encabezados por el análisis de las cuentas anuales de una compañía, he hecho un análisis de los últimos años de ambas empresas, pudiendo así, hacer un escenario de proyecciones para cada una de ellas y estar en disposición de calcular el valor intrínseco estimado de ambas compañías, mediante un descuento de flujos de caja. Además de este segundo objetivo, dentro del objetivo principal he definido otro más, tratándose de un análisis comparativo entre ambas empresas, comparando sus cotizaciones con el valor previamente estimado década una de ellas, y poder explicar esas variaciones, en base a la evolución del mercado donde operan, sus estrategias empresariales, su gestión financiera y su modelo de negocio.

#### 4. Metodología.

El trabajo realizado, como bien he introducido en los apartados anteriores, se trata de un análisis financiero y la valoración de dos empresas de un mismo sector. Por lo que, para su consecución he seguido unos procedimientos mezclados entre los conocimientos técnicos aprendidos en el master y encontrado en libros sobre la materia y el uso de un razonamiento lógico.

En primer lugar, más allá que la mera introducción de las dos compañías, he hecho un análisis del pasado de ambas, haciendo uso de ratios financieros sobre las cuenta anuales previamente descargadas. Tanto de la cuenta de resultados como del balance de situación he obtenido datos financieros relevantes para poder hacer un análisis de ambas compañías y ver como se está llevando a cabo su gestión financiera, haciendo hincapié en temas de liquidez, gestión de la deuda y rentabilidades del negocio.

En segundo lugar, he materializado unas proyecciones a futuro de las cuentas anuales y los flujos de caja de la compañía en base a un escenario de hipótesis desarrolladas por mí. En él, me he basado tanto en la tendencia del pasado como la situación financiera y económica actual para poder hacer una estimación de los datos contables futuros de las compañías. Con dichas estimaciones he hecho los cálculos pertinentes para obtener los datos necesarios a la hora de calcular los flujos de caja libre de ambas, la inversión en activo fijo neto, la inversión en necesidades operativas de fondos así como las amortizaciones y los beneficios antes de intereses e impuestos.

Paralelamente he hecho los cálculos necesarios para la obtención de la tasa de descuento de las empresas, el coste medio ponderado de capital, haciendo una ponderación entre la rentabilidad exigida por los accionistas y el coste de la deuda, dependiendo del peso que tienen los recursos propios y la deuda financiera neta en los recursos totales empleados por la empresa. Además del cálculo de los costes de capital, también he hecho una estimación de la tasa de crecimiento sostenible para cada empresa, la cual será utilizada en el cálculo del valor residual de las compañías.

Una vez he obtenido todos los datos imprescindibles para la valoración de las compañías, he procedido a calcular todos los flujos de caja libre, el valor residual de ambas, y con ello sacar el valor actual neto de las dos, a lo que le he añadido (o quitado) la deuda financiera neta que poseen las empresas. El resultado de esto es el valor estimado de las compañías. Además del cálculo de la valoración, he creído oportuno realizar un análisis de sensibilidad para cada una de las firmas, para así poder tener a primera vista como varía esa valoración dependiendo de qué tasa de crecimiento y que coste de capital usara.

Finalmente, con la valoración estimada y sabiendo el número de acciones disponibles de cada compañía he podido calcular el precio estimado por acción, el cual he podido utilizar para hacer una comparativa con el mercado. En el análisis he comparado tanto el valor estimado y el valor de mercado, como las valoraciones estimadas entre ellas, para así intentar explicar las diferencias que pueden existir entre ambas en el caso que obtengan valoraciones estimadas diferentes.

## 5. Estudio comparativo de las valoraciones de Inditex y H&M.

### 5.1. Análisis introductorio de las compañías.

#### 5.1.1. Inditex.

##### 5.1.1.1. Historia y evolución.

Industria de Diseño Textil (INDITEX) fue fundada en 1963 por Amancio Ortega Gaona, pese a que en su creación la empresa fue bautizada con el nombre de Confecciones GOA dedicada a la fabricación de prendas de vestir. Su crecimiento fue progresivo y continuado abriendo distintos puntos de fabricación que distribuían sus productos a distintos puntos de Europa.

Fue a partir de entonces, cuando en 1975, se abrió la primera tienda ZARA en La Coruña, España. Durante la siguiente década la marca se extiende por todo el territorio español y en 1985 se funda el holding textil llamado INDITEX. Tras la creación del grupo, toda la producción se dirige hacia la cadena Zara y se produce la salida hacia otros países, con aperturas a partir de 1988 en ciudades como Oporto, París y Nueva York.

En la década de los 90 el grupo empieza a expandirse con nuevas marcas como Pull&Bear o Massimo Dutti, y diez años más tarde, en 2001, INDITEX salta al parqué, con una salida a bolsa el 23 de mayo por un valor de un billón de pesetas. Dos meses más tarde el grupo ya pertenecía al IBEX 35.

A partir de su salida a bolsa la progresión alcista del grupo fue imparable, abriendo y creando nuevas tiendas y marcas, con Uterqüe como su última cadena creada, ahora mismo cuenta con presencia en 88 países y cerca de 130.000 empleados en todo el mundo.

##### 5.1.1.2. Áreas de negocio.

Cada enseña comercial de INDITEX se encuentra dirigida y diferenciada para un público objetivo, cada una de estas áreas son las siguientes:

- Zara: es la cabecera del grupo, comercializa ropa de diseño y calidad a precios muy competitivos para hombres y mujeres de entre 20 y 35 años, así como ropa para bebés y niños. Zara repercute en más del 65% del volumen de negocio del grupo.
- Pull and Bear: centrada en moda casual tanto para hombres como mujeres. Supone cerca del 7% del volumen de negocio.
- Massimo Dutti: se centra en moda de más calidad, tanto para mujer como para hombre, a precios más altos, con servicios como sastrería y camisería. Su negocio tiene un peso aproximado del 7% sobre el grupo.
- Bershka: creada para satisfacer al público femenino joven, se expande también al segmento masculino, de entre 13 y 23 años. Tiene un peso del 10% sobre el volumen total.
- Stradivarius: enseña adquirida que ofrece ropa para el público femenino joven, con ambientación dinámica y tiendas amplias. Representa sobre el 6% del total del grupo.
- Oysho: cadena especializada en ropa interior femenina, para dormir y para la práctica del deporte. Supone un 2% del volumen de negocio.

- Zara Home: especializada en artículos para decorar la casa, tanto con textil en ropa de cama, mesa baño, como con vajillas, cristalerías, etc. Volumen de negocio cercado al 2.5%
- Uterqüe: como último formato comercial del grupo, especializado en accesorios, complementos de moda y selección de prendas de piel de alta calidad, con un toque más exclusivo. Volumen de negocio de cerca del 1% del total de INDITEX.

Gráfico 1: Tiendas Inditex 2013 por mercado. Fuente: Informe Anual Inditex 2013

#### NÚMERO DE TIENDAS POR CADENA

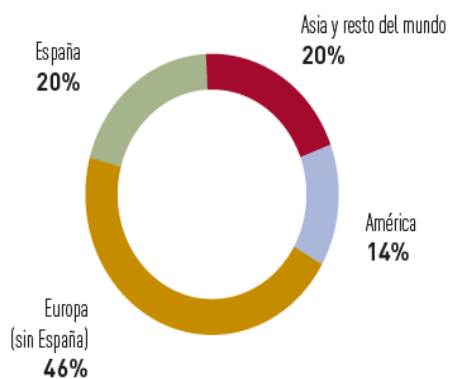
	EUROPA		ASIA Y RESTO DEL MUNDO		AMÉRICA		TOTALES	
	mercados	tiendas	mercados	tiendas	mercados	tiendas	mercados	tiendas
Zara	43	1.307	26	450	18	234	87	1.991
Pull & Bear	35	638	18	153	10	62	63	853
Massimo Dutti	34	495	19	123	10	47	63	665
Bershka	36	706	20	165	10	83	66	954
Stradivarius	30	669	17	158	9	31	56	858
Oysho	21	414	12	89	6	46	39	549
Zara Home	18	309	16	50	11	35	45	394
Uterqüe	6	51	8	15	1	10	15	76

#### 5.1.1.3. Expansión geográfica.

Inditex es el grupo textil de retail mas grande del mundo, con presencia en 88 países y una expansión aún latente. Tal y como se explica arriba, desde su creación en La Coruña, pasando por la apertura de sus primeras tiendas fuera de España, en Oporto durante 1988, hasta llegar a la presencia mundial en América, Asia, Europa, África y Oceanía en la actualidad. El grupo lleva una progresión de una media de 300-400 nuevas tiendas cada año, haciendo un total de unas 6.700 a finales de 2014.

Gráfico 2: Ventas Inditex 2013 por área geográfica. Fuente: Informe Anual Inditex 2013

#### Ventas por áreas geográficas



#### **5.1.1.4. Análisis interno: DAFO.**

Una vez analizada la historia y evolución de la compañía, sus áreas de negocio y su expansión geográfica, he hecho un análisis DAFO para detallar cuales son las debilidades, fortalezas, amenazas y oportunidades de la empresa.

##### **5.1.1.4.1. Fortalezas y debilidades.**

En cuanto a las fortalezas encontramos como principal, la rapidez con la que la empresa ofrece sus productos de diseño y calidad, su flexibilidad en la integración vertical de todas sus actividades de negocio, su fuerte sistema financiero, con escasa deuda y una buena gestión de caja. Además de estas fortalezas encontramos su buena rotación de productos, cambian los diseños cada pocos días, su gran sistema de servicio post-venta y su imagen como marca reconocida en todo el mundo.

Centrándonos en las debilidades nos damos cuenta que, pese a tener menos, la empresa cuenta con unos puntos débiles importantes. La primera podría ser la escasa diferenciación de la marca, el hecho de tener los precios realmente bajos hace que cualquier persona pueda comprar y vestir ropa de alguna de sus cadenas, otro punto a mencionar sería la competitividad que podría haber entre varias de sus cadenas como Zara, Pull&Bear y Stradivarius, que van dirigidas a un público objetivo parecido y podrías robarse cuota de mercado entre ellas, no debe de ser un problema siempre y cuando se controle la rentabilidad de todas ellas. Por último mencionar la política de personal, escaso poder de decisión y baja remuneración, así como gran rotación de personal que desencadena en una baja motivación.

##### **5.1.1.4.2. Oportunidades y amenazas.**

Una vez analizadas las debilidades y las fortalezas del grupo, pasamos con sus oportunidades y amenazas. Primero analizamos las oportunidades, por ejemplo nuevos sectores de la población en los que abrir mercado, mujeres embarazadas, personas de avanzada edad y el aumento progresivo de la preocupación del hombre por su cuidado e imagen hacen que el grupo tenga vías para expandirse hacia más segmentos. Inversión en I+D, debido a su gran sistema financiero el grupo puede acceder a nuevas tecnologías que le permitan ser más eficiente y desarrollar mejores productos, y por última oportunidad sería la venta on-line en países donde aún no está presente.

Relacionado con las amenazas, encontramos por ejemplo su distribución geográfica, debido a su extensión por 87 países hace que el grupo tenga que adaptarse a cada cultura, esto también deriva en un problema con la legislación de cada país, ya que debe atenerse a legislaciones muy distintas dependiendo de dónde ejerza su actividad. Por último encontramos que los clientes son cada vez más exigentes y más inconformistas, esperan más a precios más bajos, esto hace que el grupo se tenga que ir adaptando y haciendo su negocio más eficiente, a la vez que desarrolla mejores diseños.

#### 5.1.1.5. Análisis externo: 5 fuerzas de Porter.

Para hacer este análisis utilizaremos las 5 fuerzas de Porter, medida de análisis del entorno específico de una compañía. En primer lugar nos detendremos en el poder de negociación de los proveedores, en el sector textil los proveedores tienen un escaso margen de negociación puesto que estos se encuentran condicionados por las decisiones que tomen las propias empresas del sector textil. Además el grupo está integrado verticalmente, excepto en países como Brasil, Marruecos o Turquía, donde tienen externalizado el servicio de confección, esto hace que todos los proveedores se encuentren dentro de la misma empresa.

En cuanto a los productos sustitutivos, en una empresa como INDITEX, el poder de sustitución es alto debido a la gran rotación de productos, con ciclos de vida cortos y en productos centrados en sacar una buena relación calidad-precio. Como siguiente punto la rivalidad entre competidores, Inditex se enfrenta a numerosos competidores tanto dentro del país como fuera. La competencia en este sector es alta, Las principales empresas a las que se enfrenta Inditex son H&M y GAP como empresas internacionales así como empresas nacionales que se han expandido internacionalmente: Mango, Blanco, Cortefiel, Adolfo Domínguez, etc.

Como cuarta fuerza analizamos las barreras de entrada, Si miramos el sector minorista de distribución de ropa, entendemos que no es complicado introducirse en el mercado ya que, siguiendo los procedimientos marcados en las leyes, cualquiera puede abrir un establecimiento. Pero si nos introducimos en el mundo de las grandes multinacionales y la distribución mayorista, las empresas van a tener mayores beneficios al aprovecharse de su posición dominante así como de las economías de escala, de contratos con mayores ventajas, así como de su experiencia previa en el mercado. La situación del mercado actual, con una gran variedad de marcas y podría decirse que saturado, un contexto económico complicado, un consumidor cada vez más exigente todo esto lleva a considerar que el mercado no pasa por su mejor momento, pese a la mejora de resultados de la compañías líderes.

Por último, la última fuerza a analizar es el poder de negociación de los clientes, en este caso, encontramos que debido a la gran oferta de productos similares, a prácticamente los mismos precios, el cliente puede decidir sobre dónde comprar sin temor a no encontrar lo que se ajuste a sus necesidades, se podría afirmar que tienen poder de negociación.

### 5.1.1.6. Situación actual de la empresa.

Como último paso del análisis introductorio voy a hacer una síntesis de la situación actual de la empresa y de su evolución a lo largo de los últimos años para así tener, una imagen clara de la situación financiera de la empresa.

En primer lugar podemos observar cual ha sido la evolución a nivel ingresos, beneficio neto, EBITDA, FCF y empleados.

Gráfico 3: Crecimiento de empleados (2009-2013). Fuente: Informe anual Inditex 2013

#### Número de empleados

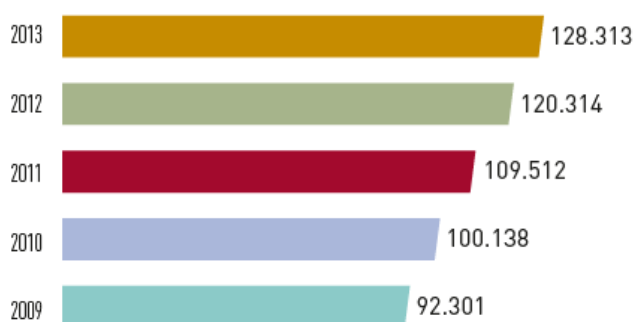
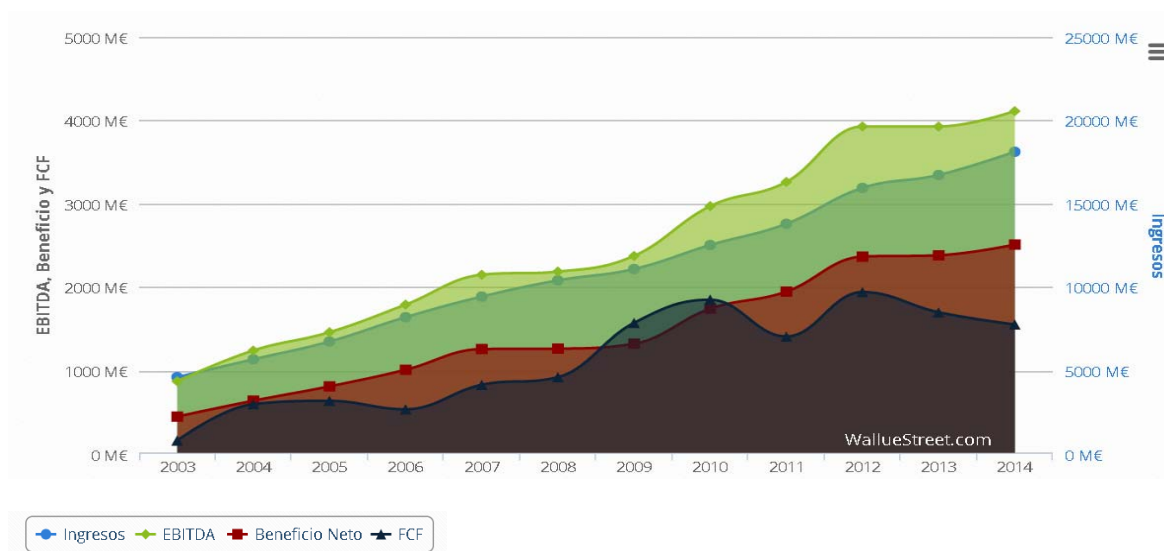
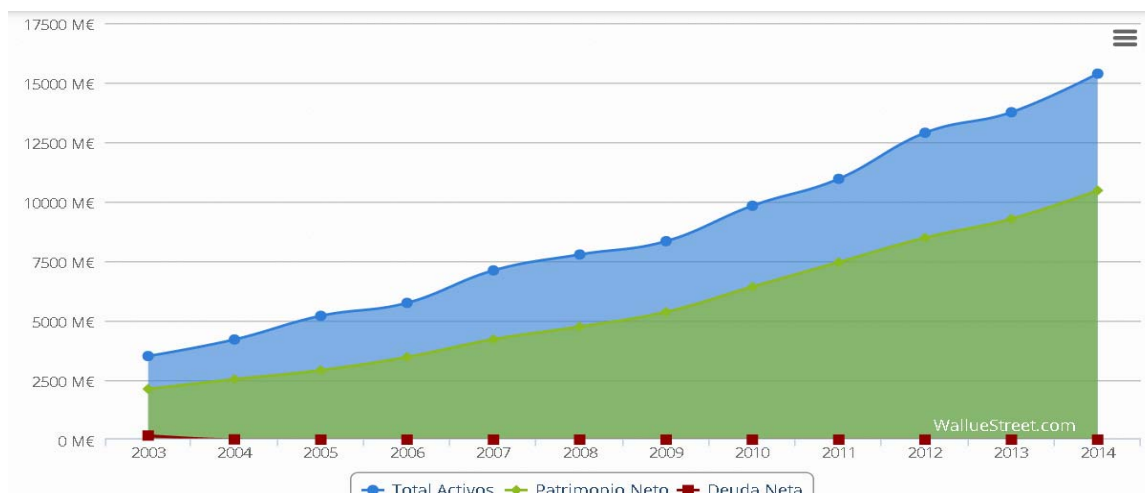


Gráfico 4: Evolución EBITDA, ingresos, beneficio neto y FCF (2003-2014)



Como se aprecia en los gráficos anteriores la empresa ha tenido un crecimiento sostenible durante la última década, tanto a nivel de ingresos (superando los 18.000 mill. € en 2014), EBITDA y beneficio neto (hasta cerca de los 2.50 mill € en 2014), pero con un descenso de su flujo de caja libre desde 2012. Esto podría deberse, ya que el EBITDA tiene un crecimiento continuado, a un aumento de la inversión en activos fijos y/o en capital circulante, pero esto será analizado más adelante en el proyecto.

Gráfico 5: Evolución activos, patrimonio neto y deuda neta (2003-2014)



Analizando su balance de situación encontramos un fuerte crecimiento en activos, mayoritariamente en activos corrientes, con una gran gestión de caja y de rotación de existencias. A ello se le suma un crecimiento sostenido de su patrimonio neto, con una reducción año a año de su deuda neta. Esto significa que su deuda a largo plazo se ha ido reduciendo, aumento tanto el patrimonio neto como el pasivo a corto plazo para financiar ese capital circulante, necesario para hacer crecer el negocio.

### 5.1.2. Hennes & Mauritz.

#### 5.1.2.1. Historia y evolución.

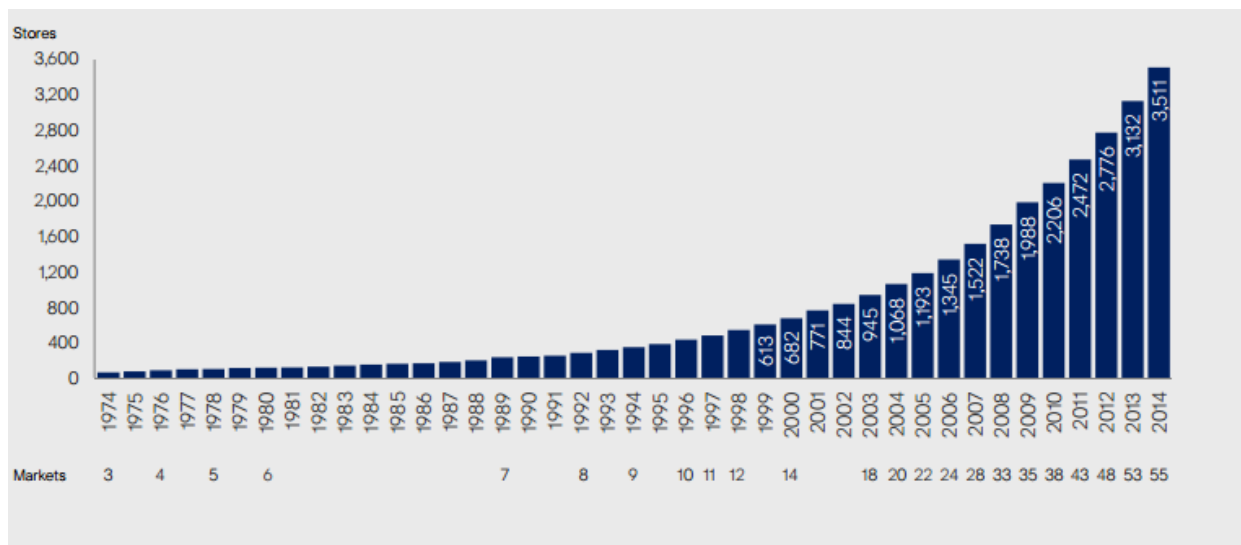
En 1947 se abrió la primera tienda Hennes en Västerås (Suecia) que ofrecía prendas de mujer. En la actualidad, el Grupo H&M ofrece moda para todo el mundo bajo las marcas H&M, COS, Monki, Weekday, Cheap Monday y & Other Stories, así como moda para el hogar con H&M Home.

La historia del gran gigante del moda de H&M se remonta a mediados del siglo XX cuando su creador Erling Persson abrió en Suecia su primera tienda de ropa femenina a menor precio llamada Hennes. Unos años más tarde, en 1968, el nombre comercial cambió por el de Hennes & Mauritz (de ahí las siglas H&M) y comenzó a incluir en sus instalaciones ropa para infantil y masculina. Con el tiempo, la firma fue adquiriendo popularidad y H&M comenzó sus trabajos junto a reputados diseñadores de moda como Roberto Cavalli, Madonna o Versace entre otros muchos. Además, la empresa supo adaptarse a la perfección a las nuevas tecnologías incluyendo el sector de ventas por Internet.

En 1974 la empresa H&M salió a bolsa en el mercado de Estocolmo, y a partir de entonces empezó su expansión internacional. En 1976, el negocio llegó a Londres, continuando por Alemania, Los Países Bajos (1980), Francia (1998), Estados Unidos (2000), España (2000), Austria, Hong Kong y Shanghái (2007), Tokio (2008), Rusia, Pekín y el Líbano (2009), Corea del Sur, Israel y Turquía (2010), Croacia, Singapur, Marruecos, Jordania y Rumanía (2011).



Gráfico 6: Expansión de tiendas histórica de H&M. Fuente: Informe anual H&M 2014



#### 5.1.2.2. Áreas de negocio.

H&M nace de una única tienda de ropa de mujer en Västerås (Suecia) y ha ido pasando a formar un grupo de seis marcas diferentes y 3.600 tiendas en todo el mundo. Hennes & Mauritz está compuesto por seis cadenas independientes: H&M, COS, Monki, Weekday, Cheap Monday y & Other Stories.

- H&M: el equipo de diseño de H&M crea moda para hombres y mujeres complementando la ropa con complementos. H&M tiene tiendas en 58 mercados repartidos por todo el mundo, mientras que la venta por Internet está disponible en 21 países.
- COS: Moderno, atemporal, táctil y funcional. Bajo el lema de supeditar la moda al estilo, COS propone un guardarropa contemporáneo. Un diseño exquisito y de calidad excepcional que trasciende temporadas con colecciones de mujer, hombre y niños. COS está disponible en tiendas de 25 mercados y por Internet en 19 países europeos.
- Monki: una experiencia de moda: prendas, accesorios y un concepto de tienda caracterizado por el desenfadado, la creatividad y un diseño gráfico a todo color. Monki ofrece prendas urbanas, informales e individualistas dirigidas principalmente a las chicas jóvenes, aunque la marca sea sinónimo de estilo personal para todas las edades. Las colecciones Monki están disponibles en tiendas de 12 países y por Internet en 18 mercados europeos.
- Weekday: marca de moda y denim moderna y concienciada que ofrece moda internacional con influencias del diseño escandinavo. Tienen marcas propias y una oferta seleccionada de diseñadores externos. El futuro de la moda y de la sociedad son dos aspectos siempre presentes en su trabajo. Weekday está presente en 6 países y es posible comprar a través de Internet en 18 mercados europeos.

- Cheap Monday: las colecciones de Cheap Monday combinan influencias de la moda urbana y las subculturas con las vibraciones de las pasarelas. Los vaqueros son la prenda fetiche de la marca que se completa con ropa y accesorios de tendencia a un precio asequible para todos. Cheap Monday está disponible en tiendas retail seleccionadas de diferentes países en todo el mundo, así como en tiendas propias y online en 18 mercados europeos.
- & Other stories: el lanzamiento de & Other Stories tuvo lugar en marzo de 2013 y ofrece una variada colección de prendas de vestir, calzado, bolsos, bisutería y productos de belleza. La marca crea prendas a la última prestando especial atención a la calidad y a la meticulosidad en los detalles, así como a la expresión personal y al estilo. & Other Stories se inauguró en Europa con tiendas en 7 países y con ventas por Internet en 12 mercados.

Gráfico 7: Nuevas tiendas por marca de H&M. Fuente: Informe anual H&M 2014

	H&M	& other Stories	COS	MONKI	NTWTFSS WEEKDAY	Other	GROUP TOTAL
New stores net during the year	325	9	29	13	1	2	379
Number of stores 30 Nov 2014	3,261	17	114	92	22	5*	3,511**

### 5.1.2.3. Expansión geográfica.

H&M está creciendo con calidad, sostenibilidad y alta rentabilidad. H&M ofrece una amplia y variada gama de moda para todo el mundo y sigue inaugurando nuevas tiendas y la venta online en todo el mundo. Aún hay margen de expansión del Grupo tanto en mercados existentes como en nuevos países.

H&M continúa creciendo en mercados nuevos y existentes con un enfoque centrado en la calidad, la sostenibilidad y una rentabilidad continuada.

El objetivo de crecimiento de H&M es aumentar el número de tiendas en un 10-15% al año, así como también las ventas en unidades comparables. La expansión incluye H&M, COS, Monki, Weekday, Cheap Monday, & Other Stories y H&M Home. Este fuerte ritmo de expansión se mantiene en 2015 con un total de 400 nuevas tiendas más. China y Estados Unidos son dos de los países con mayor expansión en estos momentos y también vemos grandes posibilidades de crecimiento en mercados nuevos y existentes.

Gráfico 8: Expansión geográfica H&M. Fuente: Informe anual 2014 H&M

COUNTRY	NEW STORES NET DURING THE YEAR	NO. OF STORES 30 NOV 2014	COUNTRY	NEW STORES NET DURING THE YEAR	NO. OF STORES 30 NOV 2014
Germany	22	440	Portugal	3	30
USA	51	356	Hungary	2	35
United Kingdom	8	253	South Korea	6	22
France	8	205	Czech Republic	5	43
China	86	291	Ireland	1	20
Sweden	-1	176	Singapore	4	10
Netherlands	5	135	Croatia	1	14
Italy	16	132	Malaysia	11	18
Spain	3	159	Mexico	3	6
Switzerland	6	93	Slovenia	-	12
Norway	4	118	Australia	3	3
Austria	1	73	Slovakia	2	15
Denmark	2	99	Luxembourg	-	10
Belgium	5	78	Bulgaria	5	16
Poland	18	140	Chile	-	1
Japan	12	51	Latvia	3	6
Canada	6	72	Serbia	3	5
Russia	20	71	Estonia	3	6
Finland	2	60	Lithuania	4	6
Greece	3	30	Philippines	3	3
Turkey	10	30	Franchise*	20	130
Romania	10	38	<b>TOTAL</b>	<b>379</b>	<b>3,511</b>

#### 5.1.2.4. Análisis interno: DAFO.

Siguiendo la estructura utilizada con INDITEX, pasamos a analizar las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de H&M con un análisis DAFO.

##### 5.1.2.4.1. Fortalezas y debilidades.

Como principal fortaleza encontramos el bajo precio y el buen diseño de sus prendas, que ofrecen al cliente una gran variedad de ropa de moda sin tener que pagar precios abusivos. Como pasaba con INDITEX, H&M también cuenta con una imagen de marca muy reconocida en todo el mundo, lo que le ofrece una sostenibilidad y rentabilidad muy fuerte, con clientes fidelizados. Como última fortaleza observamos las grandes habilidades de marketing y comunicación que atesoran, hacen que su equipo de marketing lance la marca H&M con un gran impacto por todo el mundo.

En cuanto a la debilidades encontramos que la baja calidad de sus productos, con una vida útil bastante corta que obliga a sus clientes a renovar constantemente de fondo de armario. H&M depende de sus proveedores los cuales están localizados en el este de Europa, lo que supone un problema por el grado de dependencia y el riesgo que eso conlleva. Como último, y derivado de la falta de control sobre proveedores, se encuentra el escaso control sobre la

fabricación de sus prendas de vestir, algo que no ocurre con INDITEX debido a su integración vertical.

#### **5.1.2.4.2. Oportunidades y amenazas.**

Como gran oportunidad de H&M se encuentra su expansión hacia nuevos segmentos de la población, como el público adolescente, así como también la mejora de sus ventas on-line. Como tercera oportunidad encontramos que H&M podría expandirse a nuevos mercados donde aún no se encuentra presente, o cuenta con escasa presencia. Por último H&M tiene la posibilidad de empezar una integración vertical que le aporte control sobre sus proveedores, su producción y su distribución.

Por último, en el análisis de las amenazas encontramos como la más importante, la fuerte competencia, sobre todo con marcas como INDITEX, la cual obliga a las empresas del sector a innovar de forma constante, y aplicar una gran rotación de productos, lo cual hace que la empresa deba estar en constante movimiento. Otra amenaza importante sería el crecimiento de los costes laborales en India, China y Bangladesh, lo cual provoca que la empresa no pueda producir de una forma tan barata, y pueda afectar a su eficiencia productiva.

#### **5.1.2.5. Análisis externo: 5 fuerzas de Porter.**

El análisis del entorno específico mediante las 5 fuerzas de Porter, sería idéntico al realizado para INDITEX, puesto que ambas empresas operan dentro de un mismo sector y en actividades y mercados parecidos.

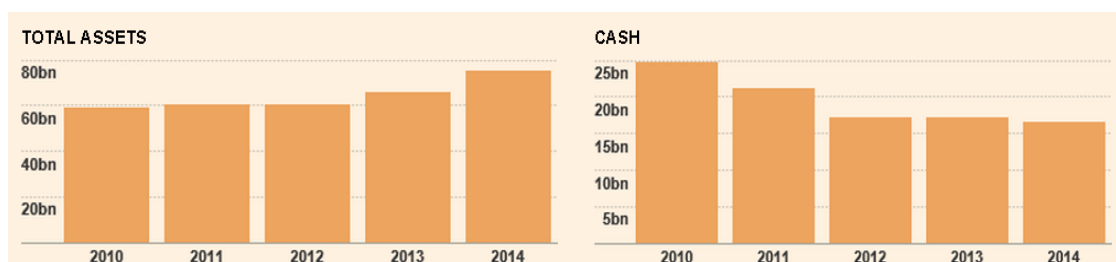
#### **5.1.2.6. Situación actual de la empresa.**

Para analizar la situación actual de Hennes & Mauritz tomaremos variables como el número de empleados, las tiendas distribuidas por el mundo, su balance y su cuenta de resultados. H&M, al igual que Inditex, ha tenido una evolución con una tendencia alcista en la última década, con un crecimiento sostenible y progresivo.

En primer lugar cabe decir que H&M ha tenido un crecimiento en el número de sus empleados de una media del 11% en términos anuales, en 2009 tenía alrededor de 76.000 empleados, en 2013 tubo 116.000 llegando a tener 132.000 a finales de 2014. Esto da señales de la positiva evolución de la compañía durante los últimos años. Esto viene representado también por el gráfico añadido anteriormente, donde se plasmaba la evolución en número de tiendas desde la creación de la compañía llegando a alcanzar a finales de 2014 el número de 3.511, 379 más respecto al año anterior.

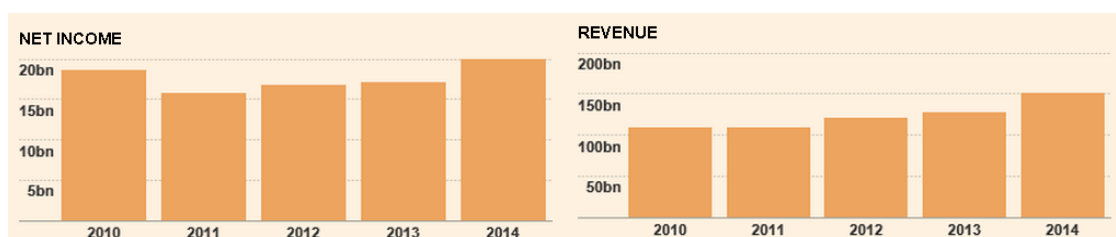
Centrándonos en sus datos financieros, vemos también un crecimiento sostenido de sus ventas, beneficio neto, así como un aumento de su masa de activo aumentando el patrimonio neto y el pasivo corriente, sin necesidad de aumentar la deuda, la cual es 0.

Gráficos 9 y 10: Total de activos y caja en SEK (2010-2014). Fuente: Markets, Financial Times.



Como se observa en los gráfico anteriores, H&M ha tenido un aumento de su masa de activos durante los últimos años, sin embargo ha ido drenando su nivel de caja, siendo a priori un síntoma negativo, ya que al no tener deuda no ha tenido que usar la caja para repagarla. Esto puede deberse a que ha estado usando la caja para sus necesidades operativas de financiación, que ha podido pagar más dividendos o que simplemente tenia exigencias de pago más altas.

Gráfico 11 y 12: Beneficio neto y total de ingresos en SEK (2010-2014). Fuente: Markets, Financial Times.

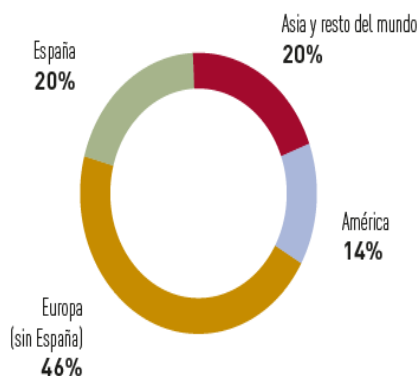


En los gráficos de arriba se puede apreciar lo que ya venía comentando con anterioridad, un aumento progresivo y sostenido de los ingresos totales, así como de su beneficio neto anual. Se puede observar que el beneficio disminuyo en 2011, pero continuó su escalada desde entonces hasta hoy, también se puede concluir que, viendo el crecimiento comparado entre beneficio neto e ingresos, la empresa ha mantenido los mismos márgenes de explotación.

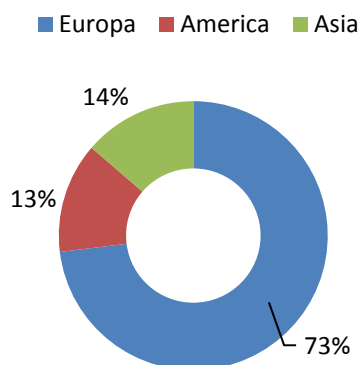
### 5.1.3. Análisis de coyuntura de los mercados donde operan.

Gráficos 13 y 14: Ventas por áreas geográficas Inditex 2013 (izquierda) y Hennes & Mauritz 2014 (derecha). Fuentes: Informes anuales Inditex y H&M 2013 y 2014.

Ventas por áreas geográficas



Ventas por mercado 2014

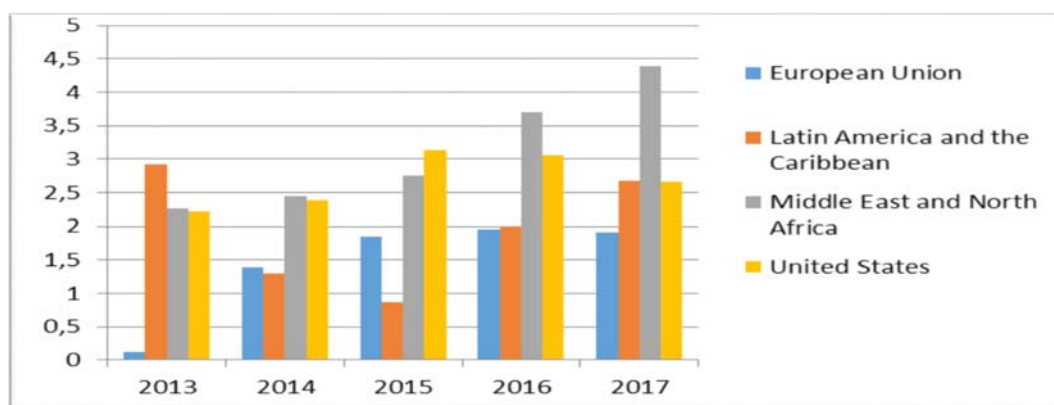


Como podemos observar en ambos gráficos, ambas empresas tienen una distribución parecida de las ventas, con la diferencia de que Inditex hace el 20% de sus ventas en España. Esta cifra se irá disminuyendo en beneficio de Asia que verá aumentado su peso en las ventas de más del 25-30%, más exactamente en el mercado chino. Se espera que Inditex mantenga sus ventas en América del Norte y del Sur, así como en Europa (exceptuando España). Inditex a su vez espera tener también una fuerte presencia en Rusia y en Estados Unidos, con el paso de los años, haciendo fuerte su presencia en dichos mercados. En estos momentos, ningún mercado tiene un peso de más del 5% sobre el total de sus ventas, excepto España.

En cuanto a H&M, en el gráfico se aprecia que un 73% de las ventas son generadas en Europa haciendo un total de 13.000 mill. €, del cual un 27% se efectúan en Alemania, un 10% en Reino Unido y otro 10% en Francia, el otro 53% restante se reparte mayoritariamente entre países del sur, centro y norte de Europa, teniendo Europa del este un peso minúsculo sobre el total de ventas. En cuanto a América (2.360 mill. €), casi la totalidad de ese 13% proviene de Estados Unidos, seguido de Canadá, aunque con una aportación muy reducida. Finalmente las ventas procedentes de Asia (2.400 mill. €), se reparten mayoritariamente entre China que aporta un 40% de las ventas asiáticas, y después le siguen Japón, Rusia y Oriente Medio aportando entre un 14% y un 15%.

Gráfico 15: Crecimiento PIB esperado (2013-2017) en distintas zonas del mundo.

### Crecimiento PIB esperado en % (2013-2017)

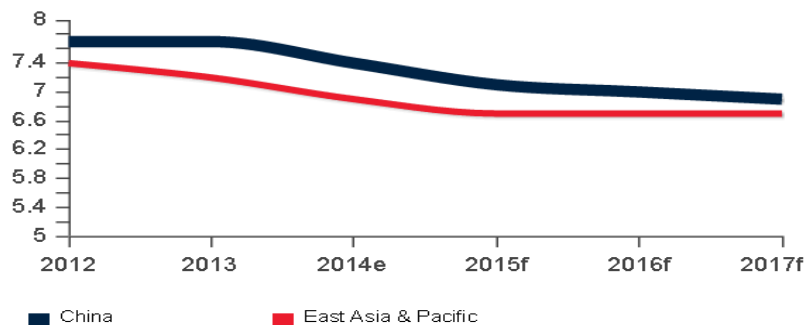


En el gráfico propuesto arriba, podemos observar las estimaciones de crecimiento económico para los próximos 4 años en Europa, América y Oriente medio, zonas geográficas de vital importancia para ambos gigantes del textil. Europa, como continente con más peso en las ventas de ambos grupos, tiene un crecimiento esperado alcista y sostenible para los próximos años alcanzando un 2% de media, con España superando la media europea, se espera que sea sobre el 2,5% en 2014, y mantenga una tendencia alcista a largo plazo, lo cual sería muy positivo para Inditex, con unas ventas del 20% en nuestro país. También en Europa, se espera que Alemania tenga un crecimiento de la economía sostenible, aunque algo más bajo que en España, esto repercutiría de forma muy positiva sobre H&M cuyas ventas en dicho país representan también un 20% del total.

Otro de los mercado clave en el porvenir de las dos firmar es Estados Unidos, cuyo PIB está creciendo muy por encima de la UE, a niveles del 2,5% en 2014 y cerca del 3% esperado en los años siguientes. Por ahora no es un mercado con un peso mayoritario sobre las ventas de los dos grupos, sin embargo sus respectivas estrategias de expansión se centran en mercados como este, con nuevas aperturas de tiendas.

Como último mercado importante a analizar del gráfico, se encuentra Oriente Medio, mercado de cierta relevancia para H&M, con un crecimiento del PIB esperado (3,5% en 2016 y 4,5% en 2017) muy superior al de otros mercados más desarrollados como Europa y Estados Unidos.

Gráfico 16: Previsión crecimiento PIB en China y zona del este de Asia y del Pacífico (2012-2017). Fuente: Datos económicos del Banco Mundial.



En el gráfico anterior se observa el crecimiento económico esperado de China comparado con países del este Asiático y del Pacífico. Se parecía una expansión económica en ambos mercados, aunque descendente con el paso de los años, según las previsiones ambos mercados van a tener un crecimiento parecido de entre el 7% y el 8% anual.

China es un mercado donde H&M e Inditex esperan aumentar tiendas y ventas de forma exponencial en los próximos años, gran parte de sus esfuerzos en las estrategias de expansión irán dirigidos hacia este país.

## 5.2. Explicación teórica de la valoración de empresas.

“La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? Y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sentido común (o a falta de ambos).”<sup>1</sup>

En la actualidad existen infinidad de métodos para valorar una compañía, ya sea por descuento de flujos de caja o por múltiplos. Pero este trabajo se basa en unas valoraciones por descuento de flujos de caja, proyectando resultados y balance a futuro y descontándolo para sacar el valor intrínseco de la compañía. Cabe reseñar que el valor que se obtiene mediante un método de valoración no es lo mismo que el precio de mercado, por ello el principal objetivo de la obtención del valor de la firma es poder tener conclusiones propias sobre si el valor está sobrevalorado o infravalorado en el mercado. Mediante el cálculo de los flujos de caja descontados (métodos de valoración de absoluta) calculamos el valor intrínseco de la compañía, mientras que usando los múltiplos (métodos de valoración relativa) como método de valoración, se determina el valor actual de la corporación comparándola con sus competidoras.

“Podemos decir que una empresa vale, como cualquier otro elemento susceptible de ser comprado o vendido, el precio que alguien esté dispuesto a pagar por ella.”<sup>2</sup> Esta afirmación viene a decirnos una verdad absoluta, el valor de una compañía es totalmente objetivo. Es por ello que existen infinidad de métodos, basados en infinidad de hipótesis y coyunturas. Dependiendo de quien la valore y la confianza que este tenga en esa compañía, su valor puede ser muy distinto al de otra valoración. “En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa.”<sup>3</sup>

Desde un punto de vista más académico, riguroso y minucioso, los métodos más utilizados son los descuentos de flujos de caja, dentro de los cuales se encuentran varias variantes. Este tipo de métodos es el que requiere de más conocimientos técnicos, debido al nivel de profundidad del mismo, y el número de datos a tratar. En mi caso, tomándolo desde una perspectiva académica, aplicando conocimientos técnicos y sentido común, las valoraciones de Inditex y de H&M se harán por un método de valoración absoluta, aplicando un descuento de flujos de caja.

---

<sup>1</sup> Autor: Pablo Fernández - Libro: Métodos de valoración de empresas

<sup>2</sup> Autor: Francisco López - Libro: Valoración de empresas

<sup>3</sup> Autor: Pablo Fernández - Libro: Métodos de valoración de empresas



### 5.2.1. Métodos de valoración absoluta.

Como he citado en el apartado anterior, la principal diferencia entre ambos métodos es la forma en que se calcula el valor de la compañía, mediante la proyección y descuento de los flujos de cada de la empresa (valoración absoluta) o la comparación con empresas del sector (valoración relativa). En el caso de mi trabajo, puesto que voy a usar un método de valoración absoluta, me dispondré a hablar sobre los distintos métodos de descuentos de flujo de caja.

“Los métodos conceptualmente correctos para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos: consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros”.<sup>4</sup>

Los métodos de descuento de flujos de caja (discounted cash-flow) intentan determinar el valor de una compañía a través de la estimación de los flujos de dinero que la misma será capaz de generar en el futuro, para más adelante, descontarlos al presente a una tasa de descuento apropiada dependiendo del riesgo que dicha compañía posea. “El valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad- proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados”.<sup>5</sup>

Sea cual sea el método basado en los flujos de caja, todos parten de la misma expresión:

$$VA = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

Siendo:

- CF = flujos de caja esperados en el periodo correspondiente.
- VR = valor residual de la empresa en el año “n”. Es el valor descontado de todos los flujos a partir de ese periodo.
- K = tasa de descuento aplicada según el riesgo de los flujos de fondos.

---

<sup>4</sup> Autor: Pablo Fernández - Libro: Métodos de valoración de empresas

<sup>5</sup> Autor: Pablo Fernández - Libro: Métodos de valoración de empresas

### 5.2.2. Tipos de métodos por descuento de flujos de caja.

Tal y como he comentado en apartados anteriores, existe un gran abanico de posibilidades a la hora de elegir que método usar, dentro de los métodos de valoración absoluta. Dependiendo del resultado que busquemos y del tipo de empresa que tengamos que analizar.

#### 5.2.2.1. Flujo de caja libre (CFL).

Es el flujo de caja operativo, flujo de caja generado por las operaciones sin tener en cuenta el endeudamiento. La fórmula para el cálculo de los flujos de caja libre sería la siguiente:

$$CFL = EBIT - \text{Impuestos} + \text{Amortizaciones} - \text{Inversión en C.Circulante} + \text{Inversión en Inmovilizado}$$

Para el cálculo de los flujos de caja libres se usaría el WACC (Coste medio ponderado de deuda y acciones) como tasa de descuento. Al resultado del valor actual de los flujos proyectados, habría que añadirle o quitarle la deuda financiera neta de la compañía en cuestión, con lo que obtendríamos el valor estimado de la misma.

#### 5.2.2.2. Flujo de caja para los accionistas (CFac).

El flujo de caja disponible para el accionista se calcula deduciendo los pagos de principal de la deuda e intereses (después de impuestos) al flujo de caja libre y sumando la incorporación de nueva deuda. Como síntesis es el flujo de dinero disponible para la empresa después de haber cubierto las necesidades operativas de financiación (NOF), la reinversión en activos fijos (Capex) y las necesidades de pago de deuda e intereses.

Los flujos de caja disponible para los accionistas resultan de la siguiente fórmula:

$$CFac = B^o \text{ Neto} + \text{Amortizaciones} - \text{Inversión en Inmovilizado} - \text{Inversión en C.Circulante} +/- \text{Incremento de la deuda.}$$

Para el cálculo del valor de la compañía con este método, se usa la rentabilidad exigida al acciones ( $K_e$ ), como tasa de descuento apropiada.

#### 5.2.2.3. "Capital cash flow".

El Capital cash flow (CCF) resulta de la suma de los flujos de caja para los poseedores de deuda más los flujos de caja para los accionistas.

Este flujo de dinero es la operación resultante de la siguiente fórmula:

$$CCF = B^o \text{ Neto} + \text{Amortizaciones} + \text{Intereses} - \text{Inversión en C.Circulante} - \text{Inversión en Inmovilizado}$$

La tasa de descuento aplicada al descuento de estos flujos es el WACC (Coste medio ponderado de capital).

### 5.2.3. Método a usar en mi proyecto.

#### 5.2.3.1. Cálculo de los flujos de caja y del WACC.

En el caso de mi proyecto, el método de descuento de flujos más apropiado sería el descuento de flujos de caja libre. Con este método podemos saber cuáles son los flujos de caja generados por una empresa desde un punto de vista operativo. Se trata de dos empresas con escasa deuda y que no repercute prácticamente en el resultado de las compañías.

La tasa de descuento aplicada en este método es el WACC, el coste medio ponderado de las acciones y de la deuda. La tasa de descuento saldría de la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e * \left( \frac{\text{Recursos propios} + \text{Deuda}}{\text{Recursos propios}} \right) + K_d * (1 - t) * \left( \frac{\text{Recursos propios} + \text{Deuda}}{\text{Recursos propios}} \right)$$

Dentro del cálculo del WACC, encontramos dos operaciones distintas: el cálculo de la rentabilidad esperada por los accionistas ( $K_e$ ) y el coste de la deuda después de impuestos ( $K_d$ ).

Para el cálculo del  $K_e$  podríamos utilizar cualquiera de estos dos métodos:

- Crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_e = \left( \frac{Div_1}{P_0} \right) + g$$

$Div_1$  = dividendos a percibir en el periodo siguiente =  $Div_0 * (1 + g)$ .

$P_0$  = precio actual de la acción.

$g$  = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

- Modelos de equilibrio de activos financieros, CAPM (Capital Asset Pricing Model):

La rentabilidad exigida por los accionistas viene expresada por:

$$K_e = R_f + \beta * P_M$$

$R_f$  = tasa de rentabilidad del activo libre de riesgo.

$\beta$  = beta de la acción<sup>6</sup>.

$P_M$  = prima de riesgo del mercado.

---

<sup>6</sup> La beta de una acción viene dada por el riesgo de mercado. Determina la sensibilidad de una acción a los movimientos del mercado. Riesgo de fluctuación del valor en relación al mercado en el que está operando.

Una vez obtenido la rentabilidad exigida a las acciones, he procedido a calcular el coste de la deuda, el cual también tiene dos métodos de cálculo distintos:

- Usando la deuda financiera en balance y el pago de intereses:

$$K_d = \frac{\text{Gastos financieros}_n}{\text{Deuda financiera}_{n-1} + \text{Deuda financiera}_n}$$

- Usando el coste de la deuda real en un banco:

Para este método se usaría la fórmula de: *Euribor + Spread bancario*.

Este método no tiene más complejidad que saber a qué coste te prestaría el dinero un banco. En este método, el problema reside cuando la empresa tiene un gran tamaño, puesto que es muy difícil averiguar a qué coste el banco le presta dinero.

Una vez calculada la tasa de descuento a aplicar, pasamos a determinar los flujos de caja libre. En primer lugar obtenemos de la cuenta de resultados el beneficio antes de impuestos e intereses, a lo que le quitamos la parte proporcional al pago de impuestos, y a esta cifra le sumamos las amortizaciones que aparecen también en la cuenta de pérdidas y ganancias. A este resultado le tenemos que restar la inversión en NOF y la inversión en Capex, previamente calculado, y con este cálculo obtendríamos el flujo de caja libre esperado de la compañía de un año en cuestión.

Cálculo de las NOF y del Capex:

- NOF: Necesidades operativas de financiación, fondo de maniobra.

Las NOF son las inversiones necesarias para que la empresa pueda llevar a cabo su actividad de explotación. La empresa debe contar con un mínimo de existencias para su actividad, así como recursos para poder financiar a los clientes. A su vez los proveedores, acreedores y hacienda pública también financian a la empresa sin coste, financiación espontánea. Fórmula para el cálculo de las NOF:

NOF netas = Existencias + Clientes – Proveedores.

NOF netas = Activo corriente operativo – Pasivo corriente operativo.

- Capex: Inversión en activos fijos.

El Capex o gastos de capital, es la inversión ejercida para adquirir o mejorar activos productivos (equipos, medios de transporte, maquinaria, instalaciones, etc.), cuyo fin es aumentar la capacidad productiva de la compañía. Este resulta de la inversión en inmovilizado, restarle la desinversión y sumarle la amortización del periodo en cuestión.

### 5.2.3.2. Cálculo del valor intrínseco de una compañía.

A estos datos calculados desde el balance de situación, debemos añadir otros que forman parte de la cuenta de resultados para sacar los flujos de caja. En primer lugar, debido a que se trata de flujos de caja libre, accedemos a los datos del EBIT (deduciéndole la parte proporcional de los impuestos) y le sumamos las amortizaciones del año en cuestión de la compañía de los años proyectados, tal y como he citado en el apartado anterior. Partiendo de ese dato, le restamos las inversiones en Capex y las inversiones en NOF. Aplicando estos datos a la fórmula calculamos los flujos de caja libre estimados que generaría la compañía en los próximos años.

Con estos flujos de caja obtenidos, habiendo proyectado a futuro tanto la cuenta de resultados como el balance de situación, estamos en disposición de poder calcular el valor de la compañía. Sin embargo aún faltaría el cálculo del dato más relevante para la valoración, el valor residual de la empresa, se calcula partiendo del último flujo de caja calculado, y vendría a ser como un descuento de los flujos de caja futuros de la compañía a perpetuidad. El cálculo del valor residual de la empresa resultaría de la siguiente fórmula:

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

VR: Valor residual de la compañía.

$CF_n$ : Cash-flow del último año estimado.

$g$ : Tasa de crecimiento sostenible a perpetuidad.

$K_e$ : Rentabilidad exigida a los accionistas.

Para el cálculo de la “ $g$ ”, no existe un método de cálculo técnico. Su estimación viene dada dependiendo de la perspectiva de la realidad que tenga el analista, de la proyección y el ciclo de vida de la compañía, y del marco coyuntural en el que se encuentre la zona en la que opera la empresa.

Una vez estimada la “ $g$ ”, y calculado el valor residual de la compañía junto a los flujos de caja estimados, sacamos el valor actual neto de los mismos descontados a la tasa del WACC. Con esta cifra, sumándole o restándole la deuda financiera neta<sup>7</sup> de la compañía (si es positiva se resta y si es negativa se suma), obtendremos el valor intrínseco actual de la compañía analizada, al cual, si lo dividimos entre el número de acciones totales de la compañía en cuestión, obtendremos el valor estimado por acción de la empresa.

El valor obtenido de la compañía, puede variar en comparación al del mercado, cada analista sigue sus propias hipótesis y tiene una visión diferente de análisis futuro de cada compañía, así como cada inversor puede moverse por estímulos o comportamientos completamente

---

<sup>7</sup> Deuda financiera neta: es el resultado de sumar toda la deuda financiera que posea la compañía y restarle los activos financieros en balance y la caja que tenga la empresa.

distintos a lo que dice la teoría. En general, cualquier diferencia en alguna de las partes del cálculo de la valoración de una empresa, puede dar un resultado que difiera notablemente con las valoraciones realizadas por otros analistas.

### 5.3. Modelo de valoración de Inditex.

#### 5.3.1. Análisis de los datos contables pasados de Inditex (2008-2014).

La primera de las dos empresas analizadas y valoradas es Inditex, de la que lo primero que he hecho es obtener sus datos contables de los últimos 5 años, cuenta de resultados y balance de situación, para poder calcular sus flujos de caja libre pasados. En base a esos flujos de caja pasados, y el respectivo cálculo de sus variables, he proyectado a futuro tanto la cuenta de resultados como el balance (2015-2024), para así poder calcular los flujos de caja libre estimados a futuro, su valor residual, y con todo ello sacar el valor actual de la compañía.

En primer lugar analizo tanto el balance de situación, la cuenta de resultados y los flujos de caja pasados de la compañía, viendo que cambios ha experimentado la compañía y como ha ido desarrollando su situación financiera en los últimos años.

##### 5.3.1.1. Cuenta de resultados Inditex. (Ver anexo 1)

Inditex se ha convertido en los últimos años en la empresa líder mundial en su sector, operando en 88 países y con 137.000 empleados en todo el grupo. Su condición de líder viene dada por varios factores clave, el diseño, la calidad, su estrategia de venta, y su gran gestión financiera (analizada a continuación).

Cabe destacar como dato base, su crecimiento sostenido de ventas, incluso durante los años 2008-2013 de crisis financiera mundial. Inditex ha mantenido durante los últimos años un aumento del 10% de media en sus ventas, consiguiendo también que, tanto los gastos de explotación como los gastos por producto vendido representen el mismo porcentaje sobre las ventas. Esto ha hecho fortalecer la empresa, manteniendo unos márgenes EBITDA<sup>8</sup> (EBITDA/Ingresos) entre el 21% y el 24,5%.

Tabla 1. EBITDA Inditex 2008-2014 (mil. €).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>EBITDA</b>	<b>2.186,9</b>	<b>2.374,2</b>	<b>2.966,2</b>	<b>3.257,7</b>	<b>3.913,0</b>	<b>3.926,0</b>	<b>4.103,0</b>
% inc.		8,5%	24,9%	9,8%	20,1%	0,3%	4,5%
% ventas	21,0%	21,4%	23,7%	23,6%	24,5%	23,5%	22,6%

En cuando a las amortizaciones, mencionar que ha mantenido un ratio Amz/Ingresos sobre el 5%-6% durante los últimos años, por lo que no ha tenido una gran repercusión sobre su

<sup>8</sup> EBITDA: Beneficio antes de amortizaciones y del pago de intereses e impuestos.

beneficio neto. Además añadir, que al no tener casi deuda financiera, su resultado financiero ha repercutido, en muchos de los años, en forma de beneficios para la compañía.

Con todo ello, Inditex ha obtenido un beneficio neto creciente y sostenido en toda la serie temporal analizada, con una mejora progresiva del ratio Beneficio/Ingresos, del 12% en 2008 al 14% en 2014.

Tabla 2. Beneficio neto Inditex 2008-2014 (mil. €).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Beneficio grupo</b>	<b>1.253,5</b>	<b>1.314,4</b>	<b>1.731,8</b>	<b>1.932,3</b>	<b>2.360,8</b>	<b>2.377,1</b>	<b>2.501,0</b>
% inc.		4,9%	31,8%	11,6%	22,2%	0,7%	5,2%
% ventas	12,0%	11,9%	13,8%	14,0%	14,8%	14,2%	13,8%

### 5.3.1.2. Balance de situación Inditex. (Ver anexo 2)

Seguidamente he analizado el balance de situación de los últimos años, a partir de 2008. Haciendo hincapié en los datos más importantes para su negocio, como es la gestión de caja, la gestión del fondo de maniobra y su deuda financiera.

En primer lugar, el dato más significativo e impactante del balance de situación de Inditex es su efectivo, el cual se ha multiplicado casi por tres desde 2008, alcanzando los 3.978 millones de euros, el cual representa un 25% del total de su masa de activos. Esto se debe a su gran gestión de la caja que, al tener unos flujos de dinero constantes año a año y con una deuda casi nula, le permite seguir aumentando esta cifra. Gracias a esta gran gestión, han conseguido que Inditex sea una de las empresas más rentables y seguras, reduciendo drásticamente su riesgo de liquidez.

Más allá de la caja, encontramos otras cifras significativas dentro del Activo corriente de la empresa, como son los clientes y las existencias. En ellos vemos que, pese a experimentar una reducción de sus cifras en 2009, han mantenido un aumento progresivo hasta hoy. Analizando más detenidamente la cuenta de clientes, observamos que Inditex tiene una rotación de clientes en 2014 de 21, por 18 que tenía en 2008, esto demuestra la cantidad de ingresos que puede suponer cada cliente. A su vez, también hay otro dato importante en cuanto a los clientes, los días medios de cobro, el cual se sitúa sobre los 17 días, habiéndolo disminuido desde los 20 días que tenía en 2008.

Tabla 3. Clientes Inditex 2008-2014 (mil. €).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Clientes</b>	<b>585,31</b>	<b>421,78</b>	<b>481,84</b>	<b>531,05</b>	<b>847,61</b>	<b>815,30</b>	<b>861,80</b>
Ventas	10.407	11.084	12.527	13.793	15.946	16.724	18.117
Rotación de clientes	17,78	26,28	26,00	25,97	18,81	20,51	21,02
Nº días medio de cobro	20,53	13,89	14,04	14,05	19,40	17,79	17,36

Centrándonos en las existencias, como último dato destacable del Activo corriente, observamos cómo estas han ido en aumento durante los últimos años, a excepción de 2009 como pasó como con los clientes, hasta la cifra de 1.860 millones de euros. Analizando los ratios de rotación y los días medios de inventario nos encontramos con una rotación de existencias sobre 4, habiéndose mantenido estable desde 2008, y un número de días medio en inventario alrededor de 90, viniendo de 85 días en 2008.

Tabla 4. Existencias Inditex 2008-2014 (mil. €).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Existencias</b>	<b>1.054,84</b>	<b>992,57</b>	<b>1.214,62</b>	<b>1.277,01</b>	<b>1.581,30</b>	<b>1.676,80</b>	<b>1.859,50</b>
Coste por materia vendida	4.492,72	4.755,51	5.104,57	5.612,22	6.416,83	6.801,50	7.548,00
Rotación de existencias	4,26	4,79	4,20	4,39	4,06	4,06	4,06
Días en inventario	85,70	76,18	86,85	83,05	89,95	89,98	89,92

Como última cuenta relevante dentro de la masa de activos, encontramos el inmovilizado material (Activo fijo), que representa un 73% de toda la masa de activos fijo y un 40% de los activos totales de la empresa.

Como segunda parte del análisis del balance tenemos el pasivo y el patrimonio neto, a primera vista impacta la estructura de esta parte del balance, con el patrimonio neto representando un 68% de toda la masa de pasivos (10.469 millones de €) y con tan solo 1.100 millones de euros de pasivo fijo (un 7,5% de toda la masa de pasivos).

Como primera parte a analizar tenemos el pasivo corriente, usado para financiar las necesidades operativas de la compañía, en él encontramos la cuenta de acreedores por un valor de 3.508 millones de euros con un peso del 94% sobre el pasivo corriente. Para esta cuenta también he calculado su ratio de rotación y su número de días medio de pago.

Tabla 5. Acreedores Inditex 2008-2014 (mil. €).

	2009	2010	2010	2012	2013	2014
<b>Acreedores</b>	<b>2.103,03</b>	<b>2.458,86</b>	<b>2.475,14</b>	<b>3.243,28</b>	<b>3.332,40</b>	<b>3.507,80</b>
Compras	4.693,24	5.326,63	5.674,60	6.721,11	6.897,00	7.730,70
Rotación acreedores	2,23	2,17	2,29	2,07	2,07	2,20
Nº días medio de pago	163,56	168,49	159,21	176,13	176,36	165,62
Cambio en inventario	-62,27	222,05	62,39	304,29	95,50	182,70

En la tabla se observa como Inditex ha mantenido una rotación de proveedores estable de 2,2 y una media de días de pago sobre los 165 días, sin muchos altibajos desde 2008.

On este dato, utilizado junto a existencias y clientes, se pueden calcular las necesidades operativas de financiación, y compararlo con el fondo de maniobra de la compañía, para así evaluar el estado real de solvencia de la empresa. Mediante la fórmula: Clientes + Existencias – Acreedores, calculamos las necesidades operativas de fondos (NOF), las cuales se sitúan en



-659 en el año 2014. Comparándolo con el fondo de maniobra (Activo corriente – Pasivo corriente), nos damos cuenta que, gracias a la gran caja que tiene la compañía, su fondo de maniobra es mayor que las NOF, haciendo que la empresa tenga exceso de liquidez.

Fondo de maniobra = 7.106 – 3.749 = 3.357 millones de €. Siendo casi el doble del valor de sus necesidades operativas de fondos.

Como última parte del balance, observamos que la deuda financiera a largo plazo de Inditex es 2,2 millones de euros, prácticamente nula y sin relevancia alguna sobre la situación financiera de la empresa, teniendo en cuenta que tiene una caja de casi 4.000 millones de euros.

### 5.3.1.3. Flujos de caja libre Inditex. (Ver anexo 3)

Una vez analizada la cuenta de resultados y el balance de situación, he calculado los flujos de caja libre de los últimos años, calculando la inversión en Capex<sup>9</sup> de la compañía así como su inversión en NOF.

Los dos primeros datos a utilizar en el cálculo de los flujos de caja son el EBIT<sup>10</sup> y las amortizaciones. Seguidamente he calculado la inversión Capex, para ello he hecho la suma de ciertas cuentas del activo fijo de la compañía, año a año, a su vez también he sumado la amortización de ese mismo año, y restándole el Activo fijo del año anterior obtengo la inversión en Capex de la compañía. Estas cuentas utilizadas son: el Inmovilizado material, la Propiedad de inversión, los Derechos sobre locales arrendados, Otros activos intangibles, el Fondo de comercio y Otros (correspondiente a otros activos fijos de la compañía). Con estos datos he podido obtener la inversión que hace la compañía año a año en activos fijos.

Tabla 6. Inversión en Capex Inditex 2008-2014 (mil. €). (Anexo 3)

<b>Inversión en Capex</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Inmovilizado material	3442	3294	3397	4063	4662	5138	6041
Propiedad de inversión	8	13	17	20	83	83	81
Derechos sobre locales arrendados	531	514	526	500	487	509	531
Otros activos intangibles	16	19	29	114	125	133	153
Fondo de comercio	132	132	132	218	207	203	198
Otros	165	170	213	241	247	375	472
<b>AF final</b>	<b>4295</b>	<b>4142</b>	<b>4315</b>	<b>5156</b>	<b>5812</b>	<b>6441</b>	<b>7476</b>
Amortización		646	676	736	796	855	905
<b>Cambios en Capex</b>		<b>493</b>	<b>849</b>	<b>1576</b>	<b>1452</b>	<b>1485</b>	<b>1940</b>

<sup>9</sup> Inversión en Capex: cantidad invertida en activo fijo para mantener o aumentar el nivel productivo de la compañía, Activo fijo neto.

<sup>10</sup> EBIT: Beneficio antes del pago de intereses e impuestos.

Como se observa en la tabla, para mantener el crecimiento sostenible de los ingresos, la compañía debe de mantener también un aumento progresivo de su inversión en activo fijo. En 2009 la compañía invirtió 492 millones de euros en activo fijo, por los 1940 invertidos en 2014.

Como siguiente variable a tener en cuenta a la hora de calcular los flujos de caja libre, analizamos las necesidades operativas de fondos (NOF), que como he explicado anteriormente, se trata de las necesidades a corto plazo que tiene la empresa para hacer frente a su pasivo exigible. En este caso hemos tenido en cuenta diversas cuentas del balance de situación como son: Clientes, Existencias, Otros activos corrientes y Proveedores. Sumando los tres primeros y restándole los proveedores obtenemos las NOF de la empresa para el año en concreto.

Tabla 7. Inversiones en NOF Inditex 2008- 2014 (mil. €). (Anexo 3)

<b>Cambios en NOF</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Clientes	585	422	482	531	848	815	862
Existencias	1055	993	1215	1277	1581	1677	1860
Otros activos corrientes	142	94	56	95	93	105	127
Proveedores	2073	2103	2459	2475	3243	3332	3508
Inversión en NOF	-291	-595	-707	-573	-721	-736	-659
<b>Cambios en NOF</b>		<b>-304</b>	<b>-112</b>	<b>134</b>	<b>-149</b>	<b>-14</b>	<b>77</b>

En la tabla de arriba se observan todas las variables dependientes de las NOF, así como su evolución desde 2008. Lo más destacable es, que debido a la actividad de negocio de la empresa, excepto en 2011 y 2014, la empresa desinvierte en la mitad de los años.

Como resultado final del cálculo de los FCF<sup>11</sup> obtenemos que, Inditex es capaz de generar una gran caja, una vez descontadas las inversiones que lleva a cabo anualmente. Con unos números sobre los 1.363 millones de euros de caja generada en 2014, Inditex se ha convertido en una de las empresas más líquidas y rentables de su sector.

Tabla 8. Flujos de caja libre Inditex 2008-2014 (mil. €). (Anexo 3)

<b>FCF</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
EBIT	1609	1728	2290	2522	3117	3198
- Impuestos	381	432	549	615	685	724
Amortizaciones	646	676	736	796	855	905
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>1874</b>	<b>1972</b>	<b>2477</b>	<b>2703</b>	<b>3287</b>	<b>3379</b>
- Capex	-493	-849	-1576	-1452	-1485	-1940
+/- Inc OWC	304	112	-134	149	14	-77
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1685</b>	<b>1235</b>	<b>766</b>	<b>1400</b>	<b>1816</b>	<b>1363</b>

<sup>11</sup> FCF: Free cash flow. Flujo de caja libre.

### **5.3.2. Elaboración del escenario para las proyecciones de Inditex (2015-2024).**

Una vez analizadas las cuentas anuales del pasado y obtenido los flujos de caja de los últimos años de Inditex, he empezado, bajo una serie de hipótesis y variables, a proyectar tanto la cuenta de resultados como la inversión en Capex y en NOF por parte de la empresa para los 10 siguientes años. Para ello he desglosado cuenta a cuenta, empezando desde la primera entrada de la cuenta de pérdidas y ganancias, hasta llegar a la última parte del balance.

#### **5.3.2.1. Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias.**

##### **5.3.2.1.1. Estimación de los ingresos. (Ver anexo 4)**

En primer lugar me he centrado en los ingresos de la compañía, marcándome su variación anual en el pasado, y seguidamente he planteado distintas variables de las cuales dependa el nivel de ingresos, como son:

- Número de tiendas, tiendas nuevas, tiendas medias y venta media por tienda anual.
- Número de empleados y ventas medias por empleado anual.

Con estas dos variables y sus ratios en comparación a los ingresos, he conseguido trazar una serie de hipótesis que me han ayudado a estimar los futuros ingresos de la compañía.

En base a los 5 años anteriores he comprobado que la empresa tiene un incremento medio anual del número de tiendas del 7,8%, por ello, he estimado un crecimiento en número de tiendas a la misma tasa anual para los siguientes 5 años, siendo los 5 siguientes algo más conservadores, en 2020 con un 7% y bajando medio punto porcentual hasta 2024. Una vez calculados los datos de tiendas nuevas anuales, he calculado el número de tiendas medio anual, sumando el nº de tiendas del año en cuestión a las del año anterior y dividiéndolo entre dos, y a su vez, en base al nº de tiendas media, he podido calculado la venta media por tienda.

Con los datos de las ventas medias por tienda, y haciendo un cálculo del incremento anual de esas ventas medias, he podido proyectar a futuro cual podrá el devenir de los ingresos de Inditex. He observado que las ventas medias por tienda ha tenido un incremento anual de algo más del 2%, por lo que he supuesto que anualmente las ventas medias por tienda se verán incrementadas un 2% los siguientes 10 años, me parece un dato acertado debido a que es conservador a la par que realista. Con los datos de las tiendas medias anuales y de los ingresos medios por tienda, he calculado los ingresos proyectados para los siguientes 10 años, teniendo estos un crecimiento medio parecido al que han soportado los ingresos de años anteriores. Para tener otro dato que pueda soportar esta proyección, he calculado también las ventas medias por empleado, y he podido comprobar que siguen la misma tendencia decreciente de los últimos cinco años, decreciendo entre el 3% y el 2% anual.

### 5.3.2.1.2. Estimación de los gastos. (Ver anexo 5)

Como siguiente cuenta a proyectar encontramos los costes por materia vendida (CMV) y los gastos de explotación (gastos de personal y gastos generales). En primer lugar para calcular los CMV anuales, he tomado como hipótesis para los próximos años una tendencia en cuanto al ratio CMV/Ventas igual que en los últimos años, los cuales representaban entre un 43% y un 40% sobre las ventas, por lo que yo he estimado que tendrán un peso sobre el 41,4% (media de los últimos 7 años).

El siguiente bloque de gastos a proyectar son los gastos de personal, para los cuales he utilizado las variables:

- Número de empleados.
- Empleados medios anuales.
- Coste medio por empleado anual.
- Empleados por tienda.

Como primer paso, he calculado el incremento anual de empleados de los últimos años y he supuesto que seguiría la misma tendencia en el futuro, con incrementos del 7,45% (media últimos 7 años) durante los 10 años proyectados. Como base para esta proyección, me he apoyado también en el número de empleados medio por tiendas medias, y he podido corroborar que la tendencia, con mis proyecciones de empleados nuevos, seguía siendo la misma, entre 20 y 21 empleados por tienda. Con estos datos he calculado el número de empleados medio anual y calculado los gastos medios por empleado de los 7 años anteriores, para poder hacer una estimación del gasto que supondrán en el futuro y he observado que dichos gastos seguían una tendencia alcista con incrementos del 2% anual, por lo que he supuesto que seguiría la misma tendencia en el futuro.

Con los datos del número de empleados medio que tendrá la compañía en los próximos años, y la estimación de los costes medios por empleado, he proyectado los costes de personal que tendrá la compañía los próximos 10 años.

Una vez calculados los gastos de personal, he calculado los gastos generales, apoyándome en el mismo ratio usado para los CMV. He calculado el peso de los gastos generales sobre los ingresos de los 7 años anteriores, y puesto que era el mismo, alrededor del 19,5%, he estimado que seguirá la misma tendencia en el futuro.

### **5.3.2.1.3. Estimación del beneficio neto. (Ver anexo 6)**

Con estas cifras he podido calcular el EBITDA de los futuros 10 años, con incrementos anuales de entre el 10 y el 11%, siguiendo la tendencia de los 7 años anteriores. Ahora sería el turno de las amortizaciones, las cuales he tenido que esperar hasta llegar a las estimaciones del Activo fijo, para poder calcularlas.

Seguidamente, me encuentro con los resultados financieros, los cuales no me he detenido demasiado debido a su escasa influencia en el beneficio neto de la compañía, he supuesto que obtendría en los siguientes 10 años, una media de lo que ha conseguido en los 7 anteriores, 11,7 millones de euros.

Con estos resultados obtengo el beneficio antes de impuestos, por lo que el siguiente paso es el cálculo de la tasa impositiva a aplicar. Para ello he utilizado, en los 10 años futuros, la misma que tuvo en 2014, un 22,6% (tasa impositiva de los 7 años anteriores entre el 20,5% y el 24,5%).

Ahora, con todos los datos necesarios calculados, he sacado el beneficio neto de la compañía de los próximos 10 años, deduciéndole los minoritarios, los cuales he estimado que serán de 9 millones de euros (igual que en 2014).

Con todos estos cálculos, y deduciendo la partida de las amortizaciones, calculada más adelante, obtenemos que el grupo Inditex obtendrá en 2015 un beneficio neto de 2.636 millones de euros, un 5,5% más que el año anterior, y llegando a los 6.014 millones de euros en 2024.

### **5.3.2.2. Proyección del balance de situación.**

Una vez obtenido el cálculo de las proyecciones de la cuenta de pérdidas y ganancias, he procedido a estimar las distintas cuentas del balance de situación necesarias para el cálculo de los flujos de caja libre generados por la empresa hasta 2024.

#### **5.3.2.2.1. Estimación de las existencias. (Ver anexo 7)**

Como he analizado en el apartado del análisis del balance de Inditex, he calculado la rotación de existencias, así como el número de días medio en inventario. Con la rotación de existencias, he estimado que permanecerá estable sobre 4 en los futuros años, puesto que en años anteriores se ha ubicado entre 4 y 5. Con la estimación de la rotación de existencias y los costes medios de venta, he podido calcular las existencias de cada año utilizando la fórmula  $CMV/Rotación$  de existencias, con incrementos anuales del 8%, muy en línea con el crecimiento de años anteriores.

#### **5.3.2.2.2. Estimación de los clientes. (Ver anexo 8)**

Al igual que con las existencias, con los clientes junto a las ventas de años anteriores, he calculado la rotación de clientes, y en base a los números de los años anteriores, he podido estimar cual sería la de los años futuros. La del último año, 2014, fue de 21, muy en línea con la rotación de los años anteriores al mismo, por lo que he decidido utilizar la misma rotación para los años venideros, y poder así calcular los clientes que tendrá la compañía en balance en los próximos 10 años.

#### **5.3.2.2.3. Estimación de los acreedores. (Ver anexo 9)**

Para el cálculo de los acreedores, he seguido lo mismos pasos que con las existencias y los clientes. Con los acreedores y las compras (diferencia en el inventario respecto al año anterior – CMV) de años anteriores, he hecho el cálculo de la rotación de acreedores, y usando una media de la rotación que ha habido en los últimos 7 años, he podido estimar la cuenta de los acreedores para los próximos 10 años. Una vez obtenida la rotación de los acreedores y los las compras calculadas he podido ir estimando año a año la cuenta de acreedores.

#### **5.3.2.2.4. Estimación del activo fijo. (Ver anexo 10)**

Como siguiente partida a estimar, tenemos el Activo fijo que repercute en la inversión en Capex de la compañía, como son:

- Inmovilizado material.
- Propiedad de inversión.
- Derechos sobre locales arrendados.
- Otros activos intangibles.
- Fondo de comercio.
- Otros.

Para el cálculo del inmovilizado material, los derechos sobre locales arrendados y otros activos intangibles, he supuesto que tendrán un incremento anual igual al que han tenido en los últimos 7 años, del 10,2%, 4,3% y 9,7% respectivamente. Por otro lado la propiedad de inversión, puesto que no ha sufrido muchos cambios en los últimos años, he supuesto que se mantendrá constante.

A su vez, con estas cuatro cuentas, he podido proyectar las amortizaciones anuales. He calculado la tasa de amortización de los últimos años, y he utilizado la media de la tasa de esos años para aplicársela a los activos amortizables de los próximos 10 años.

Por último, para el cálculo del fondo de comercio y de la cuenta otros, he estimado que el fondo de comercio permanecerá constante (sin variaciones los años anteriores) y que la cuenta otros se verá incrementada anualmente a la tasa media de los últimos 7 años.

### 5.3.2.3. Proyección de los flujos de caja libre. (Ver anexo 11)

Una vez estimadas las distintas cuentas necesarias para el cálculo de los flujos de caja, pasamos a calcular la inversión en Capex y en NOF que realiza la empresa cada año.

Para el cálculo de la inversión en Capex he cogido las mismas cuentas usadas para el cálculo de los flujos de caja pasados, pero esta vez las proyectadas en el apartado anterior. Con ello he obtenido que la empresa tendrá una inversión en Capex con una tendencia creciente y estable, en 2015 invertiría, 1.875 millones de euros, hasta los 4.509 que invertiría en 2024.

Por su parte, las NOF, seguirán la misma tendencia también que en años anteriores con una desinversión anual, constante y creciente año a año. Inditex en 2015 desinvertiría 41,21 millones de euros, por los 146,89 millones en 2024.

Con estos dos datos, junto al EBIT y las amortizaciones estimadas (una vez restados los impuestos correspondientes al EBIT), he podido calcular los flujos de caja libre proyectados para los próximos 10 años, los cuales van desde los 1.943 millones en 2015 hasta los 4.240 millones de euros en 2024.

### 5.3.2.4. Cálculo del valor intrínseco de Inditex.

#### 5.3.2.4.1. Cálculo del WACC. (Ver anexo 12)

Una vez proyectados los flujos de caja libre que generaría la empresa bajo mis hipótesis, el cálculo del WACC, la tasa de crecimiento sostenible, el valor residual y el valor intrínseco estimado de la empresa entran en escena.

En el cálculo del WACC, tal y como describo en el apartado teórico de los métodos de valoración de empresas, es el coste medio ponderado de capital de la empresa, el coste que le supone a la empresa sus recursos propios y ajenos, y se compone tanto de la rentabilidad exigida de los accionistas como del coste de la deuda financiera de la compañía. En primer lugar, decir que pese a tener una pequeña cantidad de deuda financiera en su pasivo, Inditex posee una deuda financiera neta negativa, por lo que a la hora de calcular el WACC, el único coste a tener en cuenta es la rentabilidad exigida, ya que los recursos propios copan el 100% de la estructura de sus recursos.

Para el cálculo del  $K_e$ <sup>12</sup>, he utilizado uno de los métodos explicados más atrás en el trabajo, el CAPM<sup>13</sup>. La rentabilidad exigida por los accionistas viene expresada por:

$$K_e = R_f + \beta * P_M$$

- $R_f$  = tasa de rentabilidad del activo libre de riesgo.
- $\beta$  = beta de la acción<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup>  $K_e$ : rentabilidad exigida de los accionistas.

<sup>13</sup> CAPM: Capital Asset Pricing model, método para calcular el retorno esperado o exigido de un active.

- $P_M$  = prima de mercado.

Como  $R_f$ , he escogido la rentabilidad del bono alemán a 10 años, a día 25 de junio de 2015, la cual es 0,87%. He escogido este activo como el activo libre de riesgo de mi valoración, debido a que, en el mercado, cotizando en euros, el bono alemán a 10 años es el más seguro a día de hoy, por sentido común he considerado el más apropiado.

Para el cálculo de la  $\beta$ , he descargado las cotizaciones tanto de Inditex como del Ibex 35, de los últimos 5 años, para así poder hacer el cálculo mediante la fórmula.

$$\beta = \text{COVAR}_{\text{Inditex/Ibex35}} / \text{VAR}_{\text{Ibex35}}$$

$$\beta = \frac{0,000441}{0,000912} = 0,48$$

Una vez hallada la beta, he considerado que es apropiada debido a la poca volatilidad del activo, y a la poca elasticidad que tiene el activo en relación a la fluctuación de la cotización del Ibex 35.

Por último, para el cálculo de la prima de mercado, primero he intentado obtener la rentabilidad media de los últimos años del Ibex 35, pero con resultados poco aplicables a la realidad. Por sentido común, he considerado otras opciones más reales y adaptables, como por ejemplo la prima de mercado exigible recomendada por los autores Stephen Ross, Randolph Westerfield y Jeffrey Jaffe en la sexta edición de su libro "Corporate finance"<sup>15</sup>, de un 9,2%. En definitiva, el cálculo del  $K_e$  mediante el método del CAPM ha resultado así:

$$K_e = 0,87\% + 0,48 * (9,2\%) = 5,29\%$$

Obteniendo como  $K_e$ , y por consiguiente como coste medio ponderado de capital de Inditex, un 5,29%. Gracias a la situación financiera de la compañía, su gran gestión de caja, su gran liquidez y su reducido riesgo de impago, puedo afirmar que, mediante el método seleccionado, un 5,29% de WACC es razonable.

La situación en la que se encuentra Inditex en la actualidad, hace que sus accionistas teman mucho menos por su dinero de lo que podrían hacerlo en otras compañías, a menor riesgo de la compañía menor es su WACC, y mayor es su estabilidad financiera.

Tal y como nos recuerda el profesor Pablo Fernández en su libro "Métodos de valoración de empresas", en la práctica de la valoración de empresas hay que usar tanto los conocimientos técnicos como el sentido común, evitando así que muchas de nuestras ideas técnicas concebidas, puedan distorsionar la imagen que tenemos de la realidad y de la coyuntura económica del momento.

---

<sup>14</sup> La beta de una acción viene dada por el riesgo de mercado. Determina la sensibilidad de una acción a los movimientos del mercado. Riesgo de fluctuación del valor en relación al mercado en el que está operando.

<sup>15</sup> Autores: Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J. (2006). Libro: "Corporate finance".



### 5.3.2.4.2. Valoración estimada de Inditex. (Ver anexos 13 y 14)

En este momento, con los flujos de caja libre calculados y el WACC obtenido, los siguientes pasos son: el cálculo de la tasa de crecimiento sostenido, cálculo del valor residual y por último el cálculo de valor actual de los flujos descontados sumándole o restándole el valor de la deuda financiera neta de la compañía.

Tal y como nombro en el apartado anterior, en primer lugar he estimado la tasa de crecimiento sostenido ( $g$ ), para ello, debido a que no existen estudios ni técnicas exactas a cerca del cálculo de la misma, he intentado hacer uso de criterios propios, análisis del ciclo de vida de la compañía y perspectivas de crecimiento a perpetuidad.

Por ello, debido a que se trata de una empresa líder de su sector, con una fuerte expansión internacional, y con presencia estable de 88 países, he considerado que su tasa de crecimiento debería estar por debajo del 1%. Estamos hablando de una empresa la cual lleva muchos años desarrollando su actividad, con menos margen de expansión que muchas otras empresas que llevan pocos años en el mercado, y menos aún que una start-up, muy consolidada en el mercado y con una fuerte capitalización bursátil.

Debido a los motivos arriba descritos, le he otorgado a Inditex una tasa de crecimiento sostenido del 0,75%. Aunque he realizado un análisis de sensibilidad recorriendo una “ $g$ ” desde el 0,25% hasta el 2% y un WACC desde el 4% hasta el 7%, y ver así como variaría su estimación dependiendo de su tasa de crecimiento.

Una vez he decidido la tasa de crecimiento a utilizar, he realizado el cálculo del valor residual de la compañía, el cual no es más que el cálculo de los flujos de caja que tendrá la compañía a perpetuidad con un crecimiento anual a la tasa “ $g$ ”, y estos descontados al último año de mi estimación de flujos. Para ello he utilizado la fórmula descrita en el apartado teórico del trabajo:

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

- $VR$ : Valor residual de la compañía.
- $CF_n$ : Cash-flow del último año estimado.
- $g$ : Tasa de crecimiento sostenible a perpetuidad.
- WACC: Coste Medio Ponderado de Capital

Tomando las variables descritas, como flujo de caja del último periodo estimado tenemos 4.240 millones de euros, la tasa de crecimiento es de 0,2% y el WACC de 5,29%. Con ello he obtenido el siguiente resultado:

$$VR = 4.240 * \frac{(1 + 0,75\%)}{(5,29\% - 0,75\%)} = 94.182 \text{ millones de euros}$$

El dato del valor residual ha sido descontado al periodo del último flujo de caja libre estimado para Inditex, en 2024, por lo que debe ser sumado a esa cifra para ser descontado a la actualidad.

Con este dato hallado, se lo sumamos a la cifra del último flujo de caja estimado, el de 2024, y esta suma será usada como el último flujo de dinero a la hora de descontarlos. Seguidamente, usando la tasa del WACC (5,29%), descontamos todos los flujos de caja calculados a la actualidad, obteniendo la cifra de 79.787 millones de euros.

Tal y como he explicado, usando el método del descuento de flujos de caja libre, al resultado final hay que añadirle el resultado de la deuda financiera neta, restársela si es positiva y sumársela si es negativa. En este caso, estamos ante un caso de deuda financiera negativa por valor de 4.047 millones de euros. La deuda financiera neta resulta de sumar toda la deuda financiera y pasivos financieros de la compañía y restarle la caja que posea además de los activos financieros que figuren en balance.

En el caso de Inditex, tendría un valor intrínseco estimado de:

$$\text{Valor de la empresa} = 79.787 + 4.047 = 83.834 \text{ millones de euros}$$

Teniendo en cuenta que Inditex está dividido en 3.115 millones de acciones. El valor estimado de la acción de Inditex tendrá un valor de:

<b>Valor estimado de la acción = <math>83.834 / 3.115 = 26,91\text{€}</math></b>
--

Pese a la valoración estimada obtenida, tal y como he comentado anteriormente, he hecho un análisis de sensibilidad sobre cómo podría variar la valoración de la compañía en base a un cambio en la tasa de crecimiento y un cambio en coste medio ponderado de capital. (Ver anexo 14)

#### 5.4. Modelo de valoración de H&M.

##### 5.4.1. Análisis de los datos contables pasados de H&M (2010-2014).

Una vez analizada la compañía Inditex, entra en escena H&M, de la cual he seguido los mismos pasos que con la anterior. En primer lugar he descargado las cuentas anuales de los últimos años de la empresa, desde su página web corporativa y de ellas he seleccionado la cuenta de resultados y el balance de situación. Con estos datos he podido hacer un análisis de la compañía, así como tener variables suficientes para conocer cuáles son los flujos de caja libre de la empresa. Considero muy importante el análisis de esos tres factores para conocer la verdadera situación financiera de la empresa, y como se podrá comportar en el futuro.

##### 5.4.1.1. Cuenta de resultados de H&M. (Ver anexo 15)

Como primera parte del análisis, tal y como ha sucedido con Inditex, he tenido en cuenta su cuenta de pérdidas y ganancias, y como ha ido evolucionando desde 2010. Observando los datos vemos como H&M pudo mantener su tendencia alcista a nivel de ventas durante todos los años de la crisis, pero con ciertos altibajos, en 2011 la compañía incremento sus ventas cerca del 1%, que a su vez fue insuficiente para hacer crecer los beneficios, el resto de la serie temporal la empresa pudo mantener una media de crecimiento del 10% anual.

Sin embargo, pese a tener aumento en ventas he visto como los costes por materia vendida aumentaban sensiblemente en unos porcentajes mayores de lo que lo hicieron las ventas, con unos ratios CMV/Ingresos, creciendo año a año, del 37% en 2010 a un 41% en 2014. Continuando con los gastos, con los gastos de personal y los gastos generales, H&M ha sido capaz de mantenerlos con un peso estable sobre el nivel de ingresos, haciendo así que la empresa no vea mermado su incremento en ingresos con un mayor incremento en gastos.

Tabla 9. EBITDA H&M 2010-2014 (mil. €).

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>EBITDA</b>	<b>2712,49</b>	<b>2241,69</b>	<b>2392,94</b>	<b>2429,9</b>	<b>2814,13</b>
% inc		-17,36%	6,75%	1,54%	15,81%
% ventas	22,73%	18,53%	18,01%	17,18%	16,90%

Como se puede observar en la tabla, excepto en 2011, la compañía vio reflejado su crecimiento de ventas en su crecimiento del EBITDA. Como he citado anteriormente, debido a su mayor incremento en costes por materia vendida que el propio incremento de los ingresos, hace que los márgenes EBITDA se vean afectados, sufriendo bajadas que van del 22,7% en 2010 a un 16,9% en 2014. Pese a ello la empresa aún conserva unos márgenes estables que le permiten ser muy rentable.

En cuanto al resultado financiero, tal y como pasa con Inditex, se trata de empresas con escasa o nula deuda financiera, lo que hace que la empresa no tenga exigencias de pago fijas año a año y no le repercuta en su cuenta de resultados. Además, observamos como H&M

tiene incluso más ingresos financieros que gastos, 36 millones de ingresos por 1,7 millones de € de gastos en 2014.

Todo ello contribuye a que como resultado final, la empresa obtenga unos números muy positivos en su beneficio neto, viendo que además la tasa impositiva aplicada a su negocio ronda el 23% en 2014, viniendo de un 25% en 2010.

Tabla 10. Beneficio neto H&M 2010-2014 (mil. €)

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Beneficio grupo</b>	<b>2054,91</b>	<b>1740,31</b>	<b>1855,37</b>	<b>1880,23</b>	<b>2197,36</b>
% inc		-15,31%	6,61%	1,34%	16,87%
% ventas	17,22%	14,38%	13,96%	13,30%	13,19%

En la tabla propuesta arriba se observa que, como pasaba con el EBITDA, los márgenes Beneficio/Ingresos se han visto disminuidos durante los últimos años, aunque con menores caídas que en el EBITDA, debido también a la caída de la tasa impositiva aplicada año a año. En 2014 H&M obtuvo 2.197 millones de €, con un incremento del 17% respecto al año anterior y con un margen del 13% respecto a los ingresos.

#### 5.4.1.2. Balance de situación H&M. (Ver anexo 16)

Una vez analizada la cuenta de resultados de H&M, la siguiente cuenta anual a tener en cuenta es el balance de situación, del que se pueden extraer datos muy significativos para el análisis de la situación financiera de la compañía, así como de las variables necesarias para el cálculo de los flujos de caja libre que es capaz de generar la empresa.

Tal y como he hecho con Inditex, la primera parte a analizar del balance es el Activo corriente, y en particular la caja de la empresa. Observamos que pese a no tener una caja tan notoria como la de Inditex, lleva muchos años con un nivel de caja sobre los 1.600 millones de €, lo que representa sobre un 30% del Activo corriente y un 19% sobre el total de Activos. Esto genera al igual que con Inditex, una solvencia financiera que reduce significativamente el riesgo de liquidez de la compañía.

Dentro del mismo Activo corriente, encontramos otras dos cuentas muy relevantes en la actividad a corto plazo de la compañía, como son las existencias y los clientes que, unido al Pasivo exigible de la empresa, podemos hacernos una idea de la rentabilidad del negocio, así como de los posibles problemas de liquidez que pudiera tener la empresa. Como observamos la compañía ha ido aumentando su nivel de existencias y deudores en el balance, lo que hace que la empresa pueda tener una fuerte expansión e incrementar su nivel de ventas.

En cuanto a las existencias, vemos en la tabla de abajo como mantiene una buena rotación de inventario, pese a que sea significativamente más bajo que la de Inditex, generándole menos ingresos pro producto. A su vez también se observa como el número días en inventario también es sensiblemente mayor.

Tabla 11. Existencias H&M 2010-2014 (mil. €).

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Existencias</b>	<b>1263,57</b>	<b>1520,09</b>	<b>1673,43</b>	<b>1836,45</b>	<b>2134,33</b>
CMV	4424	4824	5382	5779	6860
Rotación de inventario	3,50	3,17	3,22	3,15	3,21
Días en inventario	104,26	115,02	113,49	115,99	113,56

Como última cuenta importante del Activo corriente, tenemos los clientes, analizada en la tabla de abajo.

Tabla 12. Clientes H&M 2010-2014 (mil. €).

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Clientes</b>	<b>504,57</b>	<b>530,42</b>	<b>536,36</b>	<b>579,59</b>	<b>730,95</b>
Ventas	11933,13	12099,89	13287,89	14141,82	16656,09
Rotación de clientes	23,65	22,81	24,77	24,40	22,79
Número de días medio de cobro	15,43	16,00	14,73	14,96	16,02

En la tabla observamos, al igual que con las existencias, los ingresos que un clientes es capaz de generar, y el número de días medio de cobro. Se entiende que la empresa mantiene una rotación de clientes estable, así como un número de días de cobro también sin altibajos, lo que contribuye satisfactoriamente a la evolución y crecimiento del negocio. Comparado con Inditex, H&M es capaz de generar más ingresos por cliente, pero con una diferencia prácticamente inapreciable, así como unos datos parecidos en cuanto al número de días medio de cobro.

Al analizar el Activo corriente, la siguiente parte importante y muy relacionado con el mismo, es el Pasivo corriente, el cual repercute de forma directa en la actividad diaria de la compañía, proporcionando fuentes de financiación, ya sean bancarias o por parte de los acreedores.

Tabla 13. Acreedores H&M 2010-2014 (mil. €).

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Acreedores</b>	<b>1027,51</b>	<b>1152,58</b>	<b>1236,95</b>	<b>1456,4</b>	<b>1782,22</b>
Compras		5080	5535,42	5942,09	7158,25
Rotación de acreedores		4,41	4,48	4,08	4,02
Número de días medio de pago		82,81	81,56	89,46	90,88
Cambio en inventario		256,52	153,34	163,02	297,88

Lo primero a mencionar es, que para el cálculo de la rotación de acreedores, en primer lugar he calculado el cambio en inventario con respecto al año anterior y ese dato sumado a los costes por materia vendida, calculo el dato "Compras", del que saco la rotación de acreedores. De estos datos se puede apreciar, básicamente, que la empresa tiene una gran fuente de financiación con sus proveedores, a los que paga a una media de 91 días en 2014, esto hace que, gracias al periodo medio de cobro sobre los 16 días, le permita a la empresa

autofinanciarse a través de los proveedores, y seguir con su actividad sin necesidad de ningún crédito bancario.

Con estos datos he calculado las NOF de la compañía, así como su fondo de maniobra.

$\text{NOF 2014} = 731 + 2134 - 1782 = 1.083$  millones de €.

$\text{Fondo de maniobra 2014} = 4.701 - 2.233 = 2.468$  millones de €

Como se puede observar el fondo de maniobra es mucho mayor que las necesidades operativas de fondos de la empresa, lo que hace de ella una compañía extremadamente liquida.

Centrándonos en el Activo fijo, encontramos, al igual que en Inditex, el inmovilizado material como elemento clave dentro del balance, con un peso muy importante en la actividad de negocio de la empresa. Para H&M, su inmovilizado material representa un 35% sobre el total de la masa de activos de la compañía, muy por encima del peso que tienen las existencias, o la caja en el balance.

En cuanto a la deuda, únicamente reseñar que no posee en la actualidad ningún tipo de deuda financiera con bancos o cualquier otro acreedor financiero.

#### **5.4.1.3. Flujos de caja libre H&M. (Ver anexo 17)**

Con el análisis de la cuenta de resultados y del balance de situación hecho, tal y como ha pasado con Inditex, estoy en disposición de hacer el cálculo de los flujos de caja libre que genera la compañía año a año.

En primer lugar, partiendo del EBIT de la empresa, le sumamos las amortizaciones de ese año, y a ello le descontamos los impuestos correspondientes a pagar sobre el EBIT. Con este cálculo, conseguimos el flujo de caja operativo de la empresa al que hay que descontar la inversión realizada ese año en Capex y el incremento o disminución de las NOF.

En primer lugar analizamos la inversión anual de la compañía en Capex.

Tabla 14. Inversión anual en Capex H&M 2010-2014 (mil. €).

<b>Inversión en Capex</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Valor de marca	38,39	33,22	28,05	22,88	17,71
Relaciones con clientes	10,67	9,24	7,81	6,38	4,95
Derechos sobre locales arrendados	75,68	64,35	59,07	65,01	55,99
Gastos capitalizados	0	0	69,41	149,05	240,13
Fondo de comercio	7,04	7,04	7,04	7,04	7,04
Edificios y terrenos	72,16	88,44	88,55	89,54	88,44
Equipamiento	1629,43	1824,79	2015,86	2350,92	2875,84
<b>AF final</b>	<b>1833,37</b>	<b>2027,08</b>	<b>2275,79</b>	<b>2690,82</b>	<b>3290,1</b>
Amortización	0	358,82	407,55	461,01	554,95
<b>Inversión final en Capex</b>		<b>552,53</b>	<b>656,26</b>	<b>876,04</b>	<b>1154,23</b>

Como observamos en la tabla, donde se invierte de forma creciente y progresiva en equipamiento, en el resto de cuentas hay cambios pero ninguno de forma estable y continua. Esto hace que la compañía invierta más millones cada año, con una inversión de 553 millones de euros en 2010 ha pasado a invertir 1.154 millones en 2014.

En cuanto a las NOF, en la tabla siguiente podemos ver los cambios anuales en esta cuenta.

Tabla 15. Inversión anual en NOF H&M 2010-2014 (mil. €).

<b>Cambios en NOF</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Clientes	504,57	530,42	536,36	579,59	730,95
Existencias	1263,57	1520,09	1673,43	1836,45	2134,33
Acreedores	436,15	473,77	465,74	535,7	607,2
Gastos prepagados	591,36	678,81	771,21	920,7	1175,02
<i>Inversión en NOF</i>	<i>740,63</i>	<i>897,93</i>	<i>972,84</i>	<i>959,64</i>	<i>1083,06</i>
<b>Cambios en NOF</b>		<b>157,3</b>	<b>74,91</b>	<b>-13,2</b>	<b>123,42</b>

En la tabla apreciamos un aumento progresivo de las tres cuentas principales, clientes, existencias y proveedores, con una inversión anual mantenida de forma constante, excepto en 2012 donde desinvirtió 13,2 millones de euros en NOF. En 2014 la empresa invirtió 123,4 millones de €.

Con el cálculo de ambos tipos de inversiones llevabas a cabo por la empresa, estoy en disposición de calcular los flujos de caja libre generados por H&M.

Tabla 16. Flujos de caja libre H&M 2010-2014 (mil. €).

<b>FCF</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
EBIT	2242	2393	2430	2814
-Impuestos	548	582	580	643
Amortizaciones	359	408	461	555
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2052</b>	<b>2219</b>	<b>2311</b>	<b>2726</b>
- Capex	-552,53	-656,26	-876,04	-1154,23
- Inc OWC	-157,3	-74,91	13,2	-123,42
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1343</b>	<b>1488</b>	<b>1448</b>	<b>1448</b>

En la tabla anterior observamos la evolución de la caja libre generada por la compañía, la cual observamos que se encuentra estancada, sin casi crecimiento, debido, entre otras cosas, a la gran inversión en Capex realizada en los últimos años. En 2014 el flujo de caja libre generado por H&M fue de 1.448 millones de euros, por los 1.343 millones generados en 2010.

#### **5.4.2. Elaboración del escenario para las proyecciones de H&M (2015-2024).**

Tal y como ha pasado con Inditex, una vez he hecho un análisis del pasado de las cuentas anuales y los flujos libre de caja de H&M, paso a proyectar las cuentas del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias necesarias para poder proyectar a futuro los flujos de caja que generaría la empresa.

Utilizando la misma estructura que con el apartado de Inditex, he seguido el mismo orden, empezando con la cuenta de pérdidas y ganancias y continuando con el balance, con un orden descendente de las cuentas relevantes para el cálculo de los flujos de caja.

##### **5.4.2.1. Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias de H&M.**

###### **5.4.2.1.1. Estimación de los ingresos. (Ver anexo 18)**

Para la proyección de las ventas, en las hipótesis diseñadas para H&M he utilizado las mismas variables que con Inditex. Con el cálculo del incremento de tiendas anual, el número de tiendas anual medio y con la venta media por tienda, he podido calcular las estimaciones para los ingresos de los próximos 10 años.

Siguiendo la tendencia de la empresa, el número de tiendas crecería a una tasa media anual del 12%, la cual representa el crecimiento medio de tiendas de los últimos 5 años, alcanzo la cifra de 10.859 tiendas en todo el mundo, tendría un crecimiento en tiendas mayor que el de Inditex por su margen de expansión. En cuanto a las ventas anuales medias por tienda, he supuesto un incremento del 2% anual durante los próximos 10 años.



Con el número de tiendas media anual y con las ventas medias por tienda calculada, he obtenido las estimaciones de ventas anuales hasta 2024, llegando hasta los 58.387 millones de euros.

#### **5.4.2.1.2. Estimación de los gastos. (Ver anexo 19)**

Con los gastos, al igual que con los ingresos, he utilizado las mismas variables usadas para las estimaciones de Inditex.

En primer lugar, para el cálculo de los costes por materia vendida, he calculado el ratio CMV/Ventas de los últimos años y, al igual que en Inditex tenía un peso aproximadamente igual durante todos los años anteriores, entre el 37% y el 41%, con un crecimiento anual del mismo. Con ello, he supuesto que, de ahora en adelante los costes por materia vendida supondrán un 42% sobre el total de las ventas.

Una vez metidos en los gastos de explotación (gastos de personal y gastos generales), para la estimación de los primeros he tenido que coger la evolución del número de empleados de la compañía y calcular el número de empleados medio anual, con el que he obtenido los gastos por empleado medio.

Para el cálculo del número de empleados totales, he calculado el número de empleados medio por tienda de los últimos años (debido a que encontraba esta hipótesis más estable en los últimos años), he sacado la media de esos años y la he utilizado para los años siguientes. Con el número de empleados, he sacado los costes medios por empleado pasados, y he supuesto un incremento anual del 1,5%.

Con el número de empleados medio anual y el coste medio por empleado calculado, he obtenido los gastos de personal anuales hasta 2024.

Como últimos gastos a estimar encontramos los gastos generales (administrativos), los cuales he estimado los futuros costes usando el ratio Gastos generales/Ventas de años anteriores, y siguiendo la misma tendencia, usando un 3,3% sobre las ventas totales hasta 2024.

#### **5.4.2.1.3. Estimación del Beneficio neto. (Ver anexo 20)**

Con los datos arriba estimados, he podido calcular el EBITDA de H&M para los próximos 10 años, con incrementos anuales alrededor del 15%, hasta llegar a los 10.764 millones de euros en 2024. Con el dato del EBITDA, y el de las amortizaciones anuales que más adelante calcularé (con la estimación del activo fijo), calcularé el EBIT, dato que utilizaré para descontar primero los resultados financieros y luego los impuestos pertinentes a pagar.

Para la estimación del resultado financiero, he supuesto, tal y como con Inditex, que para los siguientes 10 años tengan el mismo resultado que la media de los últimos 5 años, puesto que no hay casi diferencia entre cada año y tiene una repercusión mínima sobre el beneficio de la

compañía. Y con el tipo de gravamen soportado por H&M, al igual que con Inditex, he utilizado la tasa soportada en 2014, como tasa aplicable para los siguientes 10 años.

Así pues, con el cálculo de lo anterior, he sacado el beneficio neto de la compañía hasta 2024. He estimado que H&M obtendría unos beneficios de 2.309 millones en 2015 y de 8.339 millones de euros en 2024, con incrementos medios anuales del 15%.

#### **5.4.2.2. Proyección del Balance de situación de H&M.**

Al igual que he hecho con Inditex, siguiendo la misma estructura, una vez obtenido el cálculo de las proyecciones de la cuenta de pérdidas y ganancias, he procedido a estimar las distintas cuentas del balance de situación necesarias para el cálculo de los flujos de caja libre, hasta 2024.

##### **5.4.2.2.1. Estimación de las existencias. (Ver anexo 21)**

Tal y como he analizado en el apartado anterior con el análisis del balance de H&M, primero de todo he calculado la rotación de existencias, así como el número de días medio en inventario. Con la rotación de existencias calculada (estable los últimos 5 años), he estimado que permanecerá sobre los mismos números en los próximos años, sobre 3,21. Una vez calculada la rotación, con ella y los costes medios de venta, he podido calcular las existencias de cada año utilizando la fórmula  $CMV/Rotación$  de existencias, con incrementos anuales del 8%, muy en línea con el crecimiento de años anteriores.

##### **5.4.2.2.2. Estimación de los clientes. (Ver anexo 22)**

Al igual que he hecho con las existencias, he utilizado la cuenta de clientes junto a las ventas de años anteriores para así calcular la rotación de clientes, y en base a los números de los años anteriores, he podido estimar cual sería la de los años futuros. La del último año, 2014, fue de 21, muy en línea con la rotación de los años anteriores al mismo, por lo que he decidido utilizar la misma rotación para los años venideros, y poder así calcular los clientes que tendrá la compañía en balance en los próximos 10 años.

##### **5.4.2.2.3. Estimación de los acreedores. (Ver anexo 23)**

Para el cálculo de los acreedores, he seguido lo mismos pasos que con las existencias y los clientes. Con los acreedores y las compras (diferencia en el inventario respecto al año anterior – CMV) de años anteriores, he hecho el cálculo de la rotación de acreedores, y usando una media de la rotación que ha habido en los últimos 7 años, he podido estimar la cuenta de los acreedores para los próximos 10 años.

#### **5.4.2.2.4. Estimación del activo fijo. (Ver anexo 24)**

Una vez estimadas las cuentas necesarias para el cálculo de las NOF, las siguientes cuentas necesarias son las del Activo fijo, y así poder calcular, tanto las amortizaciones como la inversión en Capex de la compañía. Para ello he estimado las siguientes cuentas

- Equipamiento.
- Terrenos y edificios.
- Gastos capitalizados.
- Derechos sobre locales arrendados.
- Fondo de comercio.
- Valor de marca.
- Relación con clientes

Para el cálculo del equipamiento y los gastos capitalizados, he supuesto que tendrán un incremento anual igual a la media de los últimos 5 años, 14,2% y 47,4% respectivamente, los edificios y terrenos, pues que se ha mantenido siempre estable, tendrán un valor igual al del año anterior en 2014, los derechos sobre locales, al igual que con los edificios y terrenos tendrán un valor los próximos 10 años igual al de 2014, de 56 y 88 millones respectivamente.

A su vez, con estas cuatro cuentas, he podido proyectar las amortizaciones anuales. He calculado la tasa de amortización de los últimos años con respecto a la suma de estas cuentas, y he utilizado la media de la tasa de esos años para aplicársela a los activos amortizables de los próximos 10 años, una tasa del 17%.

Por último, para el cálculo del fondo de comercio, valor de marca y relación con clientes, he estimado que tanto el valor de marca como la relación con clientes, tendrán una reducción anual a la misma tasa que se redujo en 2014, y el fondo de comercio, puesto que lleva 5 años siendo igual, he supuesto que no variará los próximos 10 años.

#### **5.4.2.3. Proyección de los flujos de caja libre de H&M. (Ver anexo 25 )**

Una vez estimadas las distintas cuentas necesarias para el cálculo de los flujos de caja, pasamos a calcular la inversión en Capex y en NOF que realiza la empresa cada año, las cuales entrarán en el cálculo, junto al EBIT (menos los impuestos) y las amortizaciones.

Para el cálculo de la inversión en Capex he cogido las mismas cuentas usadas para el cálculo de los flujos de caja pasados, pero esta vez las proyectadas en el apartado anterior. Con ello he obtenido que la empresa tendrá una inversión en Capex con una tendencia creciente y estable, en 2015 invertirá, 1.027 millones de euros, hasta los 7.178 que invertirá en 2024.

Por su parte, las NOF, seguirán la misma tendencia también que en años anteriores con una inversión anual constante y creciente año a año. H&M en 2015 invertirá 237 millones de euros, por los 397 millones en 2024.

Con estos dos datos, junto al EBIT y las amortizaciones estimadas (una vez restados los impuestos correspondientes al EBIT), he podido calcular los flujos de caja libre proyectados para los próximos 10 años, los cuales van desde los 1.633 millones en 2015 hasta los 3.966 millones de euros en 2024.

#### 5.4.2.4. Cálculo del valor intrínseco de H&M.

##### 5.4.2.4.1. Cálculo del WACC. (Ver anexo 26)

Tal y como he hecho con la compañía Inditex, una vez he proyectado los flujos de caja libre que generaría la empresa, el cálculo del WACC, la tasa de crecimiento sostenible, el valor residual y el valor intrínseco estimado de la compañía entran en escena.

En el cálculo del WACC, tal y como describo en el apartado teórico de los métodos de valoración de empresas, es el coste medio ponderado de capital de la empresa, el coste que le supone a la empresa sus recursos propios y ajenos, y se compone tanto de la rentabilidad exigida de los accionistas como del coste de la deuda financiera de la compañía. Debido a que la empresa no posee nada de deuda financiera en su balance, al igual que con Inditex, el único coste a tener en cuenta a la hora de calcular el WACC es la rentabilidad exigida, ya que los recursos propios copan el 100% de los recursos de la compañía.

Para el cálculo del  $K_e$ , he utilizado uno de los métodos explicados más atrás en el trabajo, el CAPM. La rentabilidad exigida por los accionistas viene expresada por:

$$K_e = R_f + \beta * P_M$$

- $R_f$  = tasa de rentabilidad del activo libre de riesgo.
- $\beta$  = beta de la acción.
- $P_M$  = prima de mercado.

Como  $R_f$ , he escogido, al igual que pasa Inditex, la rentabilidad del bono alemán a 10 años, a día 25 de junio de 2015, la cual es 0,87%. He escogido este activo como el activo libre de riesgo de mi valoración, debido a que, en el mercado, el bono alemán a 10 años es el más seguro a día de hoy, y por sentido común he considerado que es el más apropiado.

Para el cálculo de la  $\beta$ , he descargado las cotizaciones tanto de H&M como del OMXS30 Index<sup>16</sup>, de los últimos 5 años, para así poder hacer el cálculo mediante la fórmula:

$$\beta = COVAR_{H\&M/OMXS30} / VAR_{OMXS30}$$

$$\beta = \frac{0,0000649}{0,000106} = 0,61$$

---

<sup>16</sup> OMXS30 Index: Principal índice bursátil de la bolsa de Estocolmo (Suecia), formado por 30 valores, entre los que se encuentra Hennes & Mauritz (H&M).

Una vez hallada la beta, he considerado que el resultado se adapta a la realidad, debido a la poca volatilidad del activo en relación a la del índice bursátil en el que opera, esto quiere decir que es mucho más estable y menos sensible a los cambios que pueda tener el OMXS30 Index.

Por último, para el cálculo de la prima de mercado, tal y como he dicho en el apartado de la valoración de Inditex, he utilizado la misma en ambas empresas. Debido a que ningún cálculo me hacía pensar que podía ser aplicable, he decidido usar una recomendación de los autores del libro "Corporate finance", citado y referenciado en el apartado de valoración de Inditex, de un 9,2%. En definitiva, el cálculo del  $K_e$  mediante el método del CAPM ha resultado así:

$$K_e = 0,87\% + 0,61 * (9,2\%) = 6,44\%$$

Obteniendo como  $K_e$ , y por consiguiente como coste medio ponderado de capital de Inditex, un 6,44%. Gracias a la situación financiera de la compañía, su gran gestión de caja, su gran liquidez y su reducido riesgo de impago, puedo afirmar que, mediante el método seleccionado, un 6,44 % de WACC es razonable.

La situación en la que se encuentra H&M en la actualidad, hace que sus accionistas teman mucho menos por su dinero de lo que podrían hacerlo en otras compañías, a menor riesgo de la compañía menor es su WACC, y mayor es su estabilidad financiera. Como consecuencia de esta estabilidad y su buena progresión, la empresa es capaz de lograr una mayor valoración intrínseca, incluso sin necesidad de apalancarse para reducir su WACC.

#### **5.4.2.4.2. Valoración estimada de la H&M. (Ver anexos 27 y 28)**

En este momento, con los flujos de caja libre calculados y el WACC obtenido, los siguientes pasos son: el cálculo de la tasa de crecimiento sostenido, el cálculo del valor residual y por último el cálculo de valor actual de los flujos descontados sumándole o restándole el valor de la deuda financiera neta de la compañía.

Tal y como he hecho en el caso de Inditex, en primer lugar he estimado la tasa de crecimiento sostenido ( $g$ ), para ello, debido a que no existen estudios ni técnicas exactas a cerca del cálculo de la misma, he intentado hacer uso de criterios propios, análisis del ciclo de vida de la compañía y perspectivas de crecimiento a perpetuidad.

Por ello, debido a que se trata de una empresa consolidada en su sector, con una fuerte expansión internacional, y con presencia estable de 88 países, he considerado que su tasa de crecimiento debería estar por debajo del 1%. Se trata de una empresa que lleva muchos años desarrollando su actividad, con menos margen de expansión que muchas otras compañías que llevan pocos años en el mercado, y menos aún que una start-up, muy consolidada en el mercado y con una fuerte capitalización bursátil.

Debido a los motivos arriba descritos, le he otorgado a H&M una tasa de crecimiento sostenido del 0,75%, la misma exactamente que con Inditex, pues he supuesto, que dentro de 10 años las dos compañías tendrán un margen de crecimiento parecido. Pese a escoger una tasa de crecimiento del 0,75%, he realizado un análisis de sensibilidad recorriendo una "g"

desde el 0,25% hasta el 2% y un WACC desde el 4% hasta el 7%, y ver así como variaría su valoración estimada dependiendo de su tasa de crecimiento, tal y como he hecho con Inditex.

Una vez he decidido la tasa de crecimiento a utilizar, he realizado el cálculo del valor residual de la compañía, el cual no es más que el cálculo de los flujos de caja que tendrá la compañía a perpetuidad con un crecimiento anual a la tasa "g", y estos descontados al último año de mi estimación de flujos. Para ello he utilizado la fórmula descrita en el apartado teórico del trabajo:

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

- VR: Valor residual de la compañía.
- $CF_n$ : Cash-flow del último año estimado.
- g: Tasa de crecimiento sostenible a perpetuidad.
- WACC: Coste Medio Ponderado de Capital

Tomando las variables descritas, como flujo de caja del último periodo estimado tenemos 3.899 millones de euros, la tasa de crecimiento es de 0,75% y el WACC de 6,44%. Con ello he obtenido el siguiente resultado:

$$VR = 3.966 * \frac{(1 + 0,75\%)}{(6,44\% - 0,75\%)} = 70.236 \text{ millones de euros}$$

El dato del valor residual ha sido descontado al periodo del último flujo de caja libre estimado para H&M, en 2024, por lo que debe ser sumado al flujo de caja correspondiente de ese para ser descontado a la actualidad.

Con este dato hallado, se lo sumamos a la cifra del último flujo de caja estimado, el de 2024, y esta suma será usada como el último flujo de dinero a la hora de descontarlos. Seguidamente, usando la tasa del WACC (6,44 %), descontamos todos los flujos de caja calculados a la actualidad, obteniendo la cifra de 58.808 millones de euros.

Tal y como he explicado, usando el método del descuento de flujos de caja libre, al resultado final hay que añadirle el resultado de la deuda financiera neta, restársela si es positiva y sumársela si es negativa. En este caso, estamos ante un caso de deuda financiera negativa por valor de 1.462 millones de euros. La deuda financiera neta resulta de sumar toda la deuda financiera y pasivos financieros de la compañía y restarle la caja que posea además de los activos financieros que figuren en balance.

En el caso de H&M, tendría un valor intrínseco estimado de:

$$\text{Valor de la empresa} = 58.808 + 1.462 = 60.271 \text{ millones de euros}$$

Teniendo en cuenta que H&M está dividido en 1.655 millones de acciones. El valor estimado de la acción de H&M tendrá un valor de:

$\text{Valor estimado de la acción} = 60.271 / 1.655 = 36,42\text{€}$
---

Al igual que en el caso de Inditex, pese a la valoración estimada obtenida, tal y como he comentado anteriormente, he hecho un análisis de sensibilidad sobre cómo podría variar la valoración de la compañía en base a un cambio en la tasa de crecimiento y un cambio en coste medio ponderado de capital. (Ver anexo 28)

### 5.5. Análisis comparativo del valor intrínseco de Inditex y H&M.

Con la valoración hecha de ambas compañías, me dispongo a hacer un análisis comparativo de ambas compañías por su valor estimado, y como está valorando a las dos empresas el propio mercado donde operan.

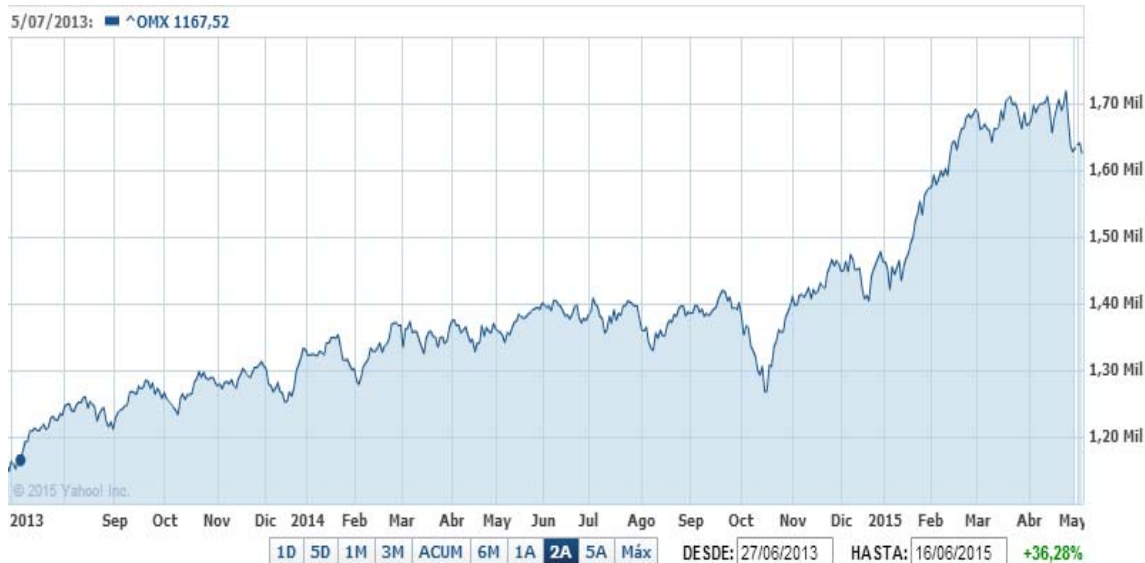
Como primera conclusión obtengo que, basado en el escenario que he tomado para preparar mis proyecciones, Inditex tiene un valor estimado por debajo de la valoración del mercado, mientras que por parte de H&M la valoración estimada se asemeja a la del mercado. En el caso de Inditex, he observado que el mercado la está valorando un 10% por encima de su valor estimado, y que H&M se encuentra un 1% por debajo de su valor intrínseco calculado. A la hora de hacer el análisis de los resultados, me encuentro con un primer escollo, como es el riesgo sistémico de los valores, el riesgo de mercado que puedan sufrir por cotizar en mercados distintos. Por suerte, hay dos variables muy potentes jugando en favor de hacer una posible comparación entre ambas empresas y su cotización:

- En primer lugar destacar que ambos mercados siguen una tendencia alcista, he tomado como referencia la cotización tanto del Ibex 35 como del OMXS30 Index de los dos últimos años, y analizado su tendencia y su rentabilidad acumulada. Con esto me he encontrado que ambos mercados llevan una rentabilidad positiva similar, de entre el 36% y el 45%, lo que hace pensar que el riesgo de mercado no ha podido tener efectos dispares sobre cada uno de los valores. Además, analizando los últimos meses de cotización de los mercados, observamos que como ha pasado en toda la serie temporal, ambos siguen la misma tendencia.

Gráfico: Evolución Ibex 35 Jun. 2013 – Jun. 2015. Fuente: Yahoo finance  
1/07/2013: ■ ^IBEX 7907,10



Gráfico: Evolución OMX530 Index Jun. 2013 – Jun. 2015. Fuente: Yahoo finance



- Como segunda variable he analizado las betas de las empresa, y encuentro que ambas poseen una beta menor que 1, según mis cálculos Inditex tiene una beta del 0,48 y H&M del 0,61. Esto indica, tal y como he explicado en anteriores apartados, el grado de volatilidad o riesgo sistémico que tiene un activo en relación al mercado en el que opera, cuanto más cerca esté de 0 menos volatilidad tendrá con el mercado. Se puede apreciar que ambas compañías son poco susceptibles a cambios en su cotización por un cambio en la cotización de su índice.

Analizado el posible efecto del riesgo de mercado sobre los valores, he empezado el análisis comparativo entre H&M e Inditex. Lo primero en darme cuenta una vez hecha la valoración estimada, ha sido la penalización que está sufriendo H&M respecto a Inditex, con una valoración muy por debajo de la de su competidor. Con los datos obtenidos, observo que H&M tiene una valoración estimada de 60.000 millones de euros, siendo un 1% menor que la del mercado, por los 83.000 millones que vale Inditex según mi valoración, siendo valorada por el mercado un 10% por encima de mi propia valoración, por lo que la brecha entre ambas es aún mayor.

En primer lugar he rastreado la evolución de los datos contables de ambas compañías, por si H&M hubiera sufrido algún periodo de inestabilidad recientemente, o si sus números pasados fueran muy distintos a los de Inditex. Pero me he encontrado con que, pese a que Inditex ha tenido un crecimiento más estable los últimos años, ambas han obtenido un beneficio neto parecido. Además, las dos compañías tienen un margen beneficio/ventas en torno al 13%-14%, lo que hace pensar que no debe ser problema de los márgenes que obtienen.

Los mercados tratan a H&M de forma distinta, asimilándola como de más riesgo, más inestable que Inditex. Se puede observar que la rentabilidad exigida, según mi escenario a Inditex es de 5,29% por el 6,44% de H&M, siendo la principal diferencia las betas de ambas. Además, al ser la valoración muy parecida a la actual del mercado, podemos afirmar que tanto la rentabilidad exigida como las previsiones de crecimiento se asemejan a de las expectativas de los inversores.



Centrándonos en los números, como he dicho anteriormente, no se trata de que tengan resultados contables muy distintos, o que unos sean más inestables que los otros, puesto que tanto la cuenta de resultados como los resultados de los flujos de caja son similares. Además, ambas compañías carecen de deuda financiera, siendo la caja de Inditex mucho más grande que la de H&M, pero sin afectar significativamente a la valoración final.

Teniendo en cuenta el balance de ambas compañías, H&M posee una masa de activos muy inferior a la de Inditex, con unas cuentas de activo no corriente de mucho menos valor, esto se debe a que Inditex produce sus propios productos, y H&M lo tiene externalizado. Este dato debería incluso beneficiar a H&M, puesto que tiene un ROA medio del 38% por el 17% de Inditex, se trata de una compañía mucho más eficiente en el uso de sus activos. También el ROE de ambas difiere bastante, siendo el de la empresa sueca 13 puntos porcentuales de media mayor que el de la española.

Como único dato contable relevante que difiere entre las dos, es el margen EBITDA, siendo el de Inditex sobre el 23%-24% y el de H&M de 17%-19%. Pero no llega a ser tan importante la diferencia como para que el mercado la castigue con una valoración tan dispar.

En cuanto a los ratios de liquidez, los dos últimos años tanto Inditex como H&M han obtenido resultados parecidos:

- Ratio de tesorería:  $(\text{Clientes} + \text{Caja}) / \text{Pasivo corriente}$ . H&M ha obtenido unos valores entre 2,1 y 2,2, por los 1,9 y 2 de Inditex.
- Ratio de liquidez:  $\text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente}$ . En el caso del ratio de liquidez, Inditex obtiene mejores números, en torno a 1,3 por un valor de 1,1 de H&M.

Se podría pensar que, pese a tener datos contables muy parecidos, Inditex se tratase de una empresa refugio dentro del mercado español por su estabilidad financiera, y que por ello el mercado estuviera sobre pagando a la compañía.

Dejando apartados los datos contables, me he centrado en analizar sus modelos de negocio y sus estrategias empresariales. Lo más significativo es la diferencia en la integración vertical que ha llevado a cabo Inditex, produciendo, distribuyendo y vendiendo sus propios productos, mientras que H&M centra su actividad únicamente en la venta. Esta producción de H&M esta externalizada en países del este de Europa y de Asia, países donde la mano de obra es cada vez más cara, y deben de producir con mayores costes.

Por otra parte, vemos como Inditex casi duplica en número de tiendas a H&M, 6.700 por 3.900. Esto se debe a la estrategia bien definida de Inditex, basada en la apertura a nuevos mercados, diversificando sus puntos de venta. Inditex posee una marca insignia como es Zara, a través de la cual se abre a nuevos mercados y que ayuda a que el resto de marcas de la cadena se desplieguen, por el contrario, H&M tiene menos marcas reconocidas a nivel mundial, haciendo más difícil la diversificación de productos. Mientras que las ventas de otras marcas de Inditex representan el 35% de su facturación, la marca H&M representa casi la totalidad de las ventas de la empresa sueca. A parte de esto, Inditex tiene más desarrollado la integración de ventas online y en tienda, con más almacenes online que su competidora.

H&M abrió únicamente 4 nuevos mercado online en 2014 haciendo un total de 10 mercados, por los 27 donde Inditex tiene su actividad de ecommerce.

Como última explicación, basándome en el modelo de negocio, he observado que teniendo una distribución centralizada, Inditex tiene un modelo logístico que le permite llevar los productos al mercado mucho más rápido, con repartos a tiendas 2 veces por semana y pedidos online en 24-48 horas. Esto hace que la empresa sea mucho más visible que H&M, mostrando muchos más productos nuevos que su competidora, haciéndola más atractiva al público.

Podríamos decir que, además de sus diferencias en los modelos de negocio, sus estrategias de expansión, y alguna diferencia clave en sus datos contables, Inditex se trata de la empresa líder del sector y la que mayor imagen de marca posee. Esto podría ser relevante a la hora de valorar los inversores a la compañía, por encima de sus competidoras.

## 6. Conclusiones.

Con mi valoración de ambas compañías realizada, y una vez comparadas entre ellas y la valoración que el mercado le da, podemos concluir que el mercado está castigando a H&M, exigiéndole más rentabilidad por ser asumida como de más riesgo.

Con un WACC distinto, 6,44% en el caso de H&M y 5,29% para Inditex, a ambas compañías les separa una valoración de unos 23.000 millones de euros, una brecha muy significativa teniendo en cuenta la poca diferencia que existe en sus resultados contables. Ambas compañías tienen resultados parecidos, con Inditex teniendo más ventas y beneficios, aunque la diferencia es poco relevante.

Según mis previsiones, H&M tendrá un mayor crecimiento en número de tiendas, puesto que tiene más margen de expansión, con muchas menos tiendas y marcas en pleno desarrollo, además también crecerá más en número de empleados. Pese a ello, Inditex continuará teniendo la hegemonía en todo el mundo, con mejores números de tiendas y empleados, y operando en más mercados. También he previsto que H&M invierta más dinero en Capex que su competidora, puesto necesita de más activo fijo para su expansión, e Inditex no tiene tanta necesidad.

Todo esto hace que ambas compañías vayan a generar una caja parecida en el futuro, siendo la Inditex ligeramente superior. Esto me hace pensar que el único motivo por el que H&M tiene una valoración peor, además de tener una caja mucho más reducida en balance, es la tasa de descuento aplicada, la cual es algo mayor en H&M. Esto se debe a que los accionistas exigen más rentabilidad a esta compañía por ser, a priori, de más riesgo y volátil que Inditex.

Bajo mis previsiones Inditex es una empresa más estable, con una estructura financiera parecida a la de H&M, pero con menos riesgos externos que H&M, principalmente por su menor diversificación y expansión internacional y por su dependencia de los proveedores de sus productos.

Más allá de mi valoración, he observado que el mercado está incluso valorando Inditex un 10% más de lo que mi modelo ha concluido, y a H&M le asignan prácticamente el mismo valor que yo he calculado. Esto acentúa aún más la diferencia con la que los inversores miran a las dos compañías. Presumiblemente por los mismos motivos que yo he analizado anteriormente.

Inditex se trata de una empresa con una gestión de caja mucho mejor que H&M, teniendo más dinero líquido en balance que su competidora, esto hace que, al no tener ninguna de las dos prácticamente deuda financiera, el valor final de la compañía se vea aumentado en el caso de Inditex. A parte, como dato clave vemos un mejor margen EBITDA por parte de la firma española, pese a contar con resultados muy parecidos a H&M, esto podría hacer ver al inversor que se trata de una compañía más eficiente, pese a tener un ROA muy por debajo que la empresa sueca.

Por otra parte, lo que hace que la empresa nórdica sea más inestable y algo más volátil que Inditex es su distinto modelo de negocio y sus distintas estrategias tomadas. Una de las claves como he citado anteriormente, es la dependencia que tiene H&M sobre sus proveedores,

haciéndola más vulnerable a posibles amenazas externas, además de su menor participación a nivel global, con muchas menos tiendas que Inditex, así como operando en muchos menos países con ventas online y con menos marcas reconocidas a nivel global. Por su parte, Inditex además cuenta con una mayor rotación de existencias, si gran modelo logístico hace posible que la compañía reparta nuevos productos por tiendas 2 veces por semana, y su presencia internacional con una distribución centralizada y almacenes online en 10 puntos distintos repartidos por el mundo, hace que la merca pueda llegar a más sitio y de una forma más rápida.

## 7. Futuras líneas de investigación.

En base al trabajo realizado, centrado básicamente en el análisis y la valoración de dos compañías de un mismo sector, hay varios puntos del tema general sobre los cuales tengo intención de continuar investigando y trabajando.

En primer lugar coger experiencia a la hora de valora empresas, saber interpretar la realidad financiera de cada empresa, analizar bien la coyuntura económica del momento, descifrar bien el ciclo de vida de una compañía y poder así comprender como evolucionará su negocio, y con ello poder plantear cada vez, modelos con escenarios de proyecciones más fiables y creíbles.

Como segundo punto, el cual es uno de los que más interesado estoy, es el cálculo del WACC (Coste medio ponderado de capital), investigar y analizar bien hasta qué punto su uso es fiable, y aprender a interpretar las variables que componen su cálculo y poder elegir las con buen criterio. Considero el WACC como elemento determinante en una valoración, puesto que del resultado obtenido en él, depende la valoración final que estimes de una compañía. Estoy ciertamente interesado en poder analizar ambos factores del WACC, tanto la rentabilidad exigida por los accionistas como el coste de la deuda, siendo el primero el más subjetivo de los dos, y el más difícil de analizar, sobre todo cuando estas analizando firmas que operan en algún mercado bursátil.

Dada la complejidad del tema elegido, entiendo que posee muchos campos abiertos para la investigación. Pese a su innegable mejora en la fiabilidad de sus métodos, y su base técnica, existen vías con un largo recorrido de investigación y aprendizaje.

## 8. Bibliografía.

### 8.1. Libros.

Fernández, P. (2002) «Valuation methods and shareholders value creation».

Damodaran, A. (2006), «Damodaran on valuation».

Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J. (2006) «Corporate finance».

Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2007) «Principles of Corporate Finance».

Damodaran, A. (2002) «Investment Valuation ».

### 8.2. Informes.

El peligro de utilizar betas apalancadas,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=897700](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897700)

Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1266623](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623)

120 errores en valoraciones de empresas,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=962921](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962921)

160 preguntas sobre finanzas,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1121715](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121715)

Company valuation methods: the most common errors in valuation,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=274973](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973)

Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2015: a survey,

[file:///C:/Users/manuel/Downloads/SSRN-id2598104%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/manuel/Downloads/SSRN-id2598104%20(1).pdf)

201 preguntas sobre finanzas,

<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0913.pdf>

## 9. Anexos.

### 9.1. Inditex.

#### 9.1.1. Anexo 1: Cuenta de pérdidas y ganancias de Inditex (2008-2014).

Cuenta de resultados	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas	10,407.0	11,083.5	12,526.6	13,792.6	15,946.1	16,724.4	18,117.0
% inc.		6.50%	13.02%	10.11%	15.61%	4.88%	8.33%
CMV	-4,492.7	-4,755.5	-5,104.6	-5,612.2	-6,416.8	-6,801.5	-7,548.0
% inc.		5.85%	7.34%	9.94%	14.34%	5.99%	10.98%
% ventas	-43.2%	-42.9%	-40.7%	-40.7%	-40.2%	-40.7%	-41.7%
<b>Margen bruto</b>	<b>5,914.2</b>	<b>6,328.0</b>	<b>7,422.0</b>	<b>8,180.4</b>	<b>9,529.3</b>	<b>9,922.9</b>	<b>10,569.0</b>
% inc.		7.00%	17.29%	10.22%	16.49%	4.13%	6.51%
% ventas	56.8%	57.1%	59.3%	59.3%	59.8%	59.3%	58.3%
<b>Gastos de explotación</b>	<b>-3,707.9</b>	<b>-3,952.7</b>	<b>-4,452.2</b>	<b>-4,919.3</b>	<b>-5,604.8</b>	<b>-5,998.2</b>	<b>-6,458.0</b>
% inc.		6.60%	12.64%	10.49%	13.93%	7.02%	7.67%
% ventas	-35.6%	-35.7%	-35.5%	-35.7%	-35.1%	-35.9%	-35.6%
- Gastos de personal	-1,703.2	-1,791.6	-2,009.4	-2,198.6	-2,547.7	-2,697.7	-2,918.44
% inc.		5.19	12.16	9.41	15.88	5.89	8.18
% ventas	-16.4%	-16.2%	-16.0%	-15.9%	-16.0%	-16.1%	-16.1%
- Gastos generales	-2,004.7	-2,161.1	-2,442.8	-2,720.7	-3,057.0	-3,300.5	-3,539.56
% inc.		7.80%	13.04%	11.38%	12.36%	7.97%	7.24%
% ventas	-19.3%	-19.5%	-19.5%	-19.7%	-19.2%	-19.7%	-19.5%
Otras pérdidas	-19.5	-1.1	-3.6	-3.4	-11.6	1.3	-8.0
<b>EBITDA</b>	<b>2,186.9</b>	<b>2,374.2</b>	<b>2,966.2</b>	<b>3,257.7</b>	<b>3,913.0</b>	<b>3,926.0</b>	<b>4,103.0</b>
% inc.		8.57%	24.94%	9.83%	20.12%	0.33%	4.51%
% ventas	21.0%	21.4%	23.7%	23.6%	24.5%	23.5%	22.6%
Amortizaciones	-578.3	-645.8	-675.7	-735.7	-796.1	-855.1	-905.0
% ventas	5.6%	5.8%	5.4%	5.3%	5.0%	5.1%	5.0%
<b>EBIT</b>	<b>1,608.5</b>	<b>1,728.4</b>	<b>2,290.5</b>	<b>2,522.0</b>	<b>3,116.8</b>	<b>3,070.9</b>	<b>3,198.0</b>
% inc.		7.5%	32.5%	10.1%	23.6%	-1.5%	4.1%
% ventas	15.5%	15.6%	18.3%	18.3%	19.5%	18.4%	17.7%
Resultados financieros	-21.6	3.8	31.1	37.0	14.1	-18.2	14.0
<b>BAI</b>	<b>1,586.9</b>	<b>1,732.2</b>	<b>2,321.6</b>	<b>2,559.0</b>	<b>3,131.0</b>	<b>3,052.7</b>	<b>3,244.0</b>
% inc.		9.2%	34.0%	10.2%	22.4%	-2.5%	6.3%
% ventas	15.2%	15.6%	18.5%	18.6%	19.6%	18.3%	17.9%
Impuestos	-325.3	-410.0	-580.3	-613.5	-764.0	-671.1	-734.0
Tasa impositiva	20.5%	23.7%	25.0%	24.0%	24.4%	22.0%	22.6%
<b>Beneficio neto</b>	<b>1,261.6</b>	<b>1,322.1</b>	<b>1,741.3</b>	<b>1,945.5</b>	<b>2,367.0</b>	<b>2,381.6</b>	<b>2,510.0</b>
% inc.		4.8%	31.7%	11.7%	21.7%	0.6%	5.4%
% ventas	12.1%	11.9%	13.9%	14.1%	14.8%	14.2%	13.9%
Minoritarios	-8.2	-7.8	-9.5	-13.2	-6.3	-4.5	-9.0
<b>Beneficio grupo</b>	<b>1,253.5</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,731.8</b>	<b>1,932.3</b>	<b>2,360.8</b>	<b>2,377.1</b>	<b>2,501.0</b>
% inc.		4.9%	31.8%	11.6%	22.2%	0.7%	5.2%
% ventas	12.0%	11.9%	13.8%	14.0%	14.8%	14.2%	13.8%
<b>Dividendos</b>	654	747.0	997.2	1,122.0	1,354.0	1,370.8	1425.57
<b>Payout (%)</b>	52%	57%	58%	58%	57%	58%	57%
<b>Nº acciones totales (mn)</b>	3115	3115	3115	3115	3115	3115	3115

9.1.2. Anexo 2: Balance de situación de Inditex (2008-2014).

Balance de situación	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activos corrientes</b>	<b>3,264.04</b>	<b>3,943.80</b>	<b>5,202.51</b>	<b>5,437.29</b>	<b>6,692.15</b>	<b>6,764.70</b>	<b>7,105.70</b>
Efectivo y equivalentes	1,466.29	2,420.11	3,433.45	3,466.75	3,842.92	3,846.70	3,797.90
Inversiones financieras temporales					260.63	212.80	222.20
Deudores	585.31	421.78	481.84	531.05	847.61	815.30	861.80
Existencias	1,054.84	992.57	1,214.62	1,277.01	1,581.30	1,676.80	1,859.50
Otros activos financieros				50.68	7.83	13.00	168.90
Activos por impuestos	15.34	15.66	16.96	17.24	58.94	95.60	68.20
Otros activos corrientes	142.26	93.67	55.64	94.56	92.93	104.50	127.20
<b>Activos no corrientes</b>	<b>4,512.61</b>	<b>4,391.64</b>	<b>4,623.57</b>	<b>5,521.88</b>	<b>6,198.17</b>	<b>6,991.40</b>	<b>8,270.60</b>
Inmovilizado material	3,442.32	3,293.54	3,397.08	4,063.07	4,662.41	5,137.50	6,040.50
Propiedad de inversión	8.46	13.27	17.35	19.81	82.57	83.00	81.40
Derechos sobre locales arrendados	531.47	514.16	526.31	499.96	487.47	509.00	531.10
Otros activos intangibles	16.48	19.12	29.44	114.15	125.33	133.40	152.90
Fondo de comercio	131.69	131.69	131.69	218.08	207.09	203.40	197.90
Inversiones financieras	14.42	15.39	8.92	9.50	3.99	20.60	151.20
Activos por impuestos diferidos	203.10	234.20	299.35	356.37	382.55	529.60	643.50
Otros	164.68	170.28	213.43	240.94	246.76	374.90	472.10
% inc		0.03	0.23	0.12	0.02	0.42	0.23
<b>Total activo</b>	<b>7,776.65</b>	<b>8,335.44</b>	<b>9,826.08</b>	<b>10,959.17</b>	<b>12,890.32</b>	<b>13,756.10</b>	<b>15,376.30</b>
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>2,390.85</b>	<b>2,304.96</b>	<b>2,674.91</b>	<b>2,702.77</b>	<b>3,485.06</b>	<b>3,462.18</b>	<b>3,748.70</b>
Acreedores	2,073.14	2,103.03	2,458.86	2,475.14	3,243.28	3,332.40	3,507.80
Deuda financiera	234.04	35.06	2.68	0.69	2.44	2.50	7.80
Otros pasivos financieros				22.88	73.92	38.30	83.20
Pasivos por impuestos	83.67	166.87	213.37	204.07	165.43	88.98	149.90
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>637.20</b>	<b>659.93</b>	<b>728.01</b>	<b>800.83</b>	<b>923.39</b>	<b>1,015.63</b>	<b>1,158.60</b>
Deuda financiera	13.24	5.00	4.17	1.54	4.31	2.13	2.20
Pasivos por impuestos diferidos	213.85	172.89	172.65	182.53	191.65	217.30	240.80
Provisiones	101.82	127.05	156.61	147.32	144.33	147.80	200.20
Otros pasivos a largo plazo	308.29	354.99	394.58	469.43	583.10	648.40	715.40
<b>Patrimonio neto</b>	<b>4,748.60</b>	<b>5,370.55</b>	<b>6,423.17</b>	<b>7,455.58</b>	<b>8,481.86</b>	<b>9,278.30</b>	<b>10,469.00</b>
Patrimonio neto atribuido a la mino	26.89	41.38	36.98	40.77	35.93	32.10	38.00
Patrimonio neto atribuido a la domi	4,721.71	5,329.17	6,386.18	7,414.81	8,445.94	9,246.20	10,431.00
<b>Total pasivo</b>	<b>7,776.65</b>	<b>8,335.44</b>	<b>9,826.08</b>	<b>10,959.18</b>	<b>12,890.32</b>	<b>13,756.11</b>	<b>15,376.30</b>



**9.1.3. Anexo 3: Flujos de caja libre, NOF y Capex de Inditex (2008-2014).**

<b>Cambios en NOF</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Clientes	585	422	482	531	848	815	862
Existencias	1055	993	1215	1277	1581	1677	1860
Otros activos corrientes	142	94	56	95	93	105	127
Proveedores	2073	2103	2459	2475	3243	3332	3508
Inversión en NOF	-291	-595	-707	-573	-721	-736	-659
<b>Cambios en NOF</b>		<b>-304</b>	<b>-112</b>	<b>134</b>	<b>-149</b>	<b>-14</b>	<b>77</b>

<b>Inversión en Capex</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Inmovilizado material	3442	3294	3397	4063	4662	5138	6041
Propiedad de inversión	8	13	17	20	83	83	81
Derechos sobre locales arrendados	531	514	526	500	487	509	531
Otros activos intangibles	16	19	29	114	125	133	153
Fondo de comercio	132	132	132	218	207	203	198
Otros	165	170	213	241	247	375	472
<b>AF final</b>	<b>4295</b>	<b>4142</b>	<b>4315</b>	<b>5156</b>	<b>5812</b>	<b>6441</b>	<b>7476</b>
Amortización		646	676	736	796	855	905
<b>Cambios en Capex</b>		<b>493</b>	<b>849</b>	<b>1576</b>	<b>1452</b>	<b>1485</b>	<b>1940</b>

<b>FCF</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
EBIT	1609	1728	2290	2522	3117	3198
- Impuestos	381	432	549	615	685	724
Amortizaciones	646	676	736	796	855	905
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>1874</b>	<b>1972</b>	<b>2477</b>	<b>2703</b>	<b>3287</b>	<b>3379</b>
- Capex	-493	-849	-1576	-1452	-1485	-1940
+/- Inc OWC	304	112	-134	149	14	-77
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1685</b>	<b>1235</b>	<b>766</b>	<b>1400</b>	<b>1816</b>	<b>1363</b>

**9.1.4. Anexo 4: Estimación de las ventas de Inditex (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ventas	19733	21705	23874	26260	28884	31563	34356	37222	40139	43081
% inc.	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.3%	8.8%	8.3%	7.8%	7.3%
Nº tiendas	7225	7791	8402	9060	9770	10502	11238	11968	12686	13384
% Inc.	7.84%	7.84%	7.84%	7.84%	7.84%	7.50%	7.00%	6.50%	6.00%	5.50%
Nuevas tiendas	525	566	610	658	710	733	735	730	718	698
Tiendas medias	6962	7508	8096	8731	9415	10136	10870	11603	12327	13035
Venta media por tienda	2.83	2.89	2.95	3.01	3.07	3.11	3.16	3.21	3.26	3.30
% inc.	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
Ventas por empleado	7.46	7.29	7.12	6.95	6.79	6.68	6.60	6.54	6.52	6.53
% inc.	-1.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-1.7%	-1.3%	-0.8%	-0.4%	0.1%

**9.1.5. Anexo 5: Estimación de los gastos de Inditex (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Gastos de personal	-3,188.83	-3,494.99	-3,830.56	-4,198.33	-4,601.42	-5,043.21	-5,527.42	-6,058.12	-6,639.77	-7,277.26
% inc.	9.26	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60
Empleados	147209	158180	169967	182634	196244	210868	226582	243467	261611	281106
% Inc.	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%
Empleados medios	142,105	152,695	164,074	176,301	189,439	203,556	218,725	235,025	252,539	271,359
Coste medio por empleado	-0.02244	-0.02289	-0.02335	-0.02381	-0.02429	-0.02478	-0.02527	-0.02578	-0.02629	-0.02682
% inc.	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Empleados por tienda	21.14	21.07	20.99	20.92	20.84	20.80	20.84	20.98	21.22	21.57
% inc.	0.62%	-0.36%	-0.36%	-0.36%	-0.36%	-0.19%	0.20%	0.67%	1.14%	1.62%
Nuevos empleados	10,209.42	10,970.24	11,787.75	12,666.19	13,610.09	14,624.34	15,714.16	16,885.20	18,143.51	19,495.59
Nuevas tiendas	524.98	566.11	610.47	658.30	709.88	732.73	735.17	730.45	718.09	697.74
Empleados nuevos por tienda nueva	19.45	19.38	19.31	19.24	19.17	19.96	21.37	23.12	25.27	27.94

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
- Gastos generales	-3814.27	-4145.79	-4506.13	-4897.80	-5323.50	-5753.05	-6195.91	-6645.55	-7098.50	-7551.04
% inc.	7.76%	8.69%	8.69%	8.69%	8.69%	8.07%	7.70%	7.26%	6.82%	6.38%
% ventas	-19.3%	-19.1%	-18.9%	-18.7%	-18.4%	-18.2%	-18.0%	-17.9%	-17.7%	-17.5%

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CMV	-8177.76	-8994.90	-9893.69	-10882.28	-11969.66	-13080.01	-14237.53	-15425.32	-16634.01	-17853.10
% inc.	8.34%	9.99%	9.99%	9.99%	9.99%	9.28%	8.85%	8.34%	7.84%	7.33%
% ventas	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%	-41.4%

**9.1.6. Anexo 6: Estimación del beneficio neto de Inditex (2015-2024).**

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>EBITDA</b>	<b>4,548.2</b>	<b>5,065.2</b>	<b>5,639.3</b>	<b>6,276.8</b>	<b>6,984.6</b>	<b>7,682.2</b>	<b>8,390.8</b>	<b>9,088.9</b>	<b>9,762.3</b>	<b>10,394.9</b>
% inc.	10.85%	11.37%	11.34%	11.30%	11.28%	9.99%	9.22%	8.32%	7.41%	6.48%
% ventas	23.0%	23.3%	23.6%	23.9%	24.2%	24.3%	24.4%	24.4%	24.3%	24.1%
Amortizaciones	-1141.3777	-1250.56	-1370.59	-1502.5735	-1647.706	-1807.313	-1982.8533	-2175.931	-2388.316	-2621.954
% ventas	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	6.0%	6.1%
<b>EBIT</b>	<b>3,406.8</b>	<b>3,814.6</b>	<b>4,268.7</b>	<b>4,774.3</b>	<b>5,336.9</b>	<b>5,874.9</b>	<b>6,408.0</b>	<b>6,913.0</b>	<b>7,373.9</b>	<b>7,772.9</b>
% inc.	6.5%	12.0%	11.9%	11.8%	11.8%	10.1%	9.1%	7.9%	6.7%	5.4%
% ventas	17.3%	17.6%	17.9%	18.2%	18.5%	18.6%	18.7%	18.6%	18.4%	18.0%
Resultados financieros	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69
<b>BAI</b>	<b>3,418.5</b>	<b>3,826.3</b>	<b>4,280.4</b>	<b>4,786.0</b>	<b>5,348.6</b>	<b>5,886.6</b>	<b>6,419.6</b>	<b>6,924.7</b>	<b>7,385.6</b>	<b>7,784.6</b>
% inc.	5.4%	11.9%	11.9%	11.8%	11.8%	10.1%	9.1%	7.9%	6.7%	5.4%
% ventas	17.3%	17.6%	17.9%	18.2%	18.5%	18.7%	18.7%	18.6%	18.4%	18.1%
Impuestos	-773.48733	-865.757	-968.505	-1082.8877	-1210.186	-1331.924	-1452.5338	-1566.801	-1671.101	-1761.375
Tasa impositiva	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
<b>Beneficio neto</b>	<b>2,645.0</b>	<b>2,960.6</b>	<b>3,311.9</b>	<b>3,703.1</b>	<b>4,138.4</b>	<b>4,554.7</b>	<b>4,967.1</b>	<b>5,357.9</b>	<b>5,714.5</b>	<b>6,023.2</b>
% inc.	5.4%	11.9%	11.9%	11.8%	11.8%	10.1%	9.1%	7.9%	6.7%	5.4%
% ventas	13.4%	13.6%	13.9%	14.1%	14.3%	14.4%	14.5%	14.4%	14.2%	14.0%
Minoritarios	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
<b>Beneficio grupo</b>	<b>2,636.0</b>	<b>2,951.6</b>	<b>3,302.9</b>	<b>3,694.1</b>	<b>4,129.4</b>	<b>4,545.7</b>	<b>4,958.1</b>	<b>5,348.9</b>	<b>5,705.5</b>	<b>6,014.2</b>
% inc.	5.4%	12.0%	11.9%	11.8%	11.8%	10.1%	9.1%	7.9%	6.7%	5.4%
% ventas	13.4%	13.6%	13.8%	14.1%	14.3%	14.4%	14.4%	14.4%	14.2%	14.0%
<b>Dividendos</b>	<b>1502.53801</b>	<b>1682.389</b>	<b>1882.663</b>	<b>2105.6158</b>	<b>2353.7431</b>	<b>2591.033</b>	<b>2826.12359</b>	<b>3048.8511</b>	<b>3252.1506</b>	<b>3428.1116</b>
<b>Payout (%)</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>
<b>Nº acciones totales (mn)</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>	<b>3115</b>

**9.1.7. Anexo 7: Estimación de las existencias de Inditex (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Existencias</b>	<b>2,014.65</b>	<b>2,215.95</b>	<b>2,437.38</b>	<b>2,680.92</b>	<b>2,948.81</b>	<b>3,222.35</b>	<b>3,507.51</b>	<b>3,800.13</b>	<b>4,097.90</b>	<b>4,398.23</b>
% inc.	8.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.3%	8.8%	8.3%	7.8%	7.3%
Coste por materia vendida	-8,177.76	-8,994.90	-9,893.69	-10,882.28	-11,969.66	-13,080.01	-14,237.53	-15,425.32	-16,634.01	-17,853.10
Rotación de existencias	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06	4.06
Días en inventario	89.92	89.92	89.92	89.92	89.92	89.92	89.92	89.92	89.92	89.92

**9.1.8. Anexo 8: Estimación de los clientes de Inditex (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Clientes</b>	<b>938.69</b>	<b>1,032.49</b>	<b>1,135.66</b>	<b>1,249.13</b>	<b>1,373.95</b>	<b>1,501.40</b>	<b>1,634.27</b>	<b>1,770.61</b>	<b>1,909.35</b>	<b>2,049.29</b>
Ventas	19,733.46	21,705.27	23,874.10	26,259.64	28,883.56	31,562.89	34,356.07	37,222.29	40,138.94	43,080.66
Rotación de clientes	21.02	21.02	21.02	21.02	21.02	21.02	21.02	21.02	21.02	21.02
Nº días medio de cobro	17.36	17.36	17.36	17.36	17.36	17.36	17.36	17.36	17.36	17.36

**9.1.9. Anexo 9: Estimación de los proveedores de Inditex (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Proveedores</b>	<b>3,781.05</b>	<b>4,172.77</b>	<b>4,589.72</b>	<b>5,048.34</b>	<b>5,552.78</b>	<b>6,059.16</b>	<b>6,589.66</b>	<b>7,132.01</b>	<b>7,682.78</b>	<b>8,237.10</b>
Compras	8,332.91	9,196.21	10,115.11	11,125.83	12,237.54	13,353.55	14,522.69	15,717.94	16,931.78	18,153.43
Rotación acreedores	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
Nº días medio de pago	165.62	165.62	165.62	165.62	165.62	165.62	165.62	165.62	165.62	165.62
Cambio en inventario	155.15	201.31	221.42	243.55	267.88	273.54	285.16	292.62	297.77	300.33

**9.1.10. Anexo 10: Estimación del activo fijo (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Activo fijo</b>	<b>8,209.79</b>	<b>9,022.95</b>	<b>9,924.46</b>	<b>10,924.47</b>	<b>12,034.43</b>	<b>13,267.17</b>	<b>14,637.13</b>	<b>16,160.60</b>	<b>17,855.91</b>	<b>19,743.78</b>
Inmovilizado material	6654.05111	7329.922	8074.444	8894.5886	9798.0377	10793.25	11889.5549	13097.211	14427.533	15892.98
% inc	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Propiedad de inversión	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40
Derechos sobre locales arrendados	553.672977	577.2054	601.7379	627.31317	653.97543	681.7709	710.747737	740.95616	772.44851	805.27935
% inc	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
Otros activos intangibles	167.796958	184.1453	202.0865	221.77566	243.38313	267.0958	293.118802	321.6772	353.01802	387.41236
% inc	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Fondo de comercio	197.9	197.9	197.9	197.9	197.9	197.9	197.9	197.9	197.9	197.9
Otros	554.966324	652.3779	766.8879	901.49748	1059.7347	1245.747	1464.40906	1721.4525	2023.614	2378.813
% inc	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%

**9.1.11. Anexo 11: Proyección de las NOF, Capex y flujos de caja libre de Inditex (2015-2024).**

Cambios en NOF	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Clientes	938.69	1032.49	1135.66	1249.13	1373.95	1501.40	1634.27	1770.61	1909.35	2049.29
Existencias	2014.65	2215.95	2437.38	2680.92	2948.81	3222.35	3507.51	3800.13	4097.90	4398.23
Otros activos corrientes	127.20	127.20	127.20	127.20	127.20	127.20	127.20	127.20	127.20	127.20
Proveedores	3781.05	4172.77	4589.72	5048.34	5552.78	6059.16	6589.66	7132.01	7682.78	8237.10
Inversión en NOF	-700.51	-797.13	-889.49	-991.08	-1102.82	-1208.21	-1320.68	-1434.06	-1548.33	-1662.39
<b>Cambios en NOF</b>	<b>-41.2</b>	<b>-96.6</b>	<b>-92.4</b>	<b>-101.6</b>	<b>-111.7</b>	<b>-105.4</b>	<b>-112.5</b>	<b>-113.4</b>	<b>-114.3</b>	<b>-114.1</b>

Inversión en Capex	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Inmovilizado material	6654.05	7329.92	8074.44	8894.59	9798.04	10793.25	11889.55	13097.21	14427.53	15892.98
Propiedad de inversión	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40	81.40
Derechos sobre locales arrendados	553.67	577.21	601.74	627.31	653.98	681.77	710.75	740.96	772.45	805.28
Otros activos intangibles	167.80	184.15	202.09	221.78	243.38	267.10	293.12	321.68	353.02	387.41
Fondo de comercio	197.90	197.90	197.90	197.90	197.90	197.90	197.90	197.90	197.90	197.90
Otros	554.97	652.38	766.89	901.50	1059.73	1245.75	1464.41	1721.45	2023.61	2378.81
<b>AF final</b>	<b>8209.79</b>	<b>9022.95</b>	<b>9924.46</b>	<b>10924.47</b>	<b>12034.43</b>	<b>13267.17</b>	<b>14637.13</b>	<b>16160.60</b>	<b>17855.91</b>	<b>19743.78</b>
Amortización	1250.56	1370.59	1502.57	1647.71	1807.31	1982.85	2175.93	2388.32	2621.95	2878.99
<b>Cambios en Capex</b>	<b>1984.44</b>	<b>2183.75</b>	<b>2404.08</b>	<b>2647.72</b>	<b>2917.27</b>	<b>3215.59</b>	<b>3545.90</b>	<b>3911.78</b>	<b>4317.27</b>	<b>4766.86</b>

FCF	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	3,297.65	3,694.59	4,136.75	4,629.13	5,177.26	5,699.37	6,214.88	6,700.59	7,140.30	7,515.88
- Impuestos	746.14	835.95	936.00	1,047.40	1,171.43	1,289.56	1,406.20	1,516.10	1,615.59	1,700.57
Amortizaciones	1,250.56	1,370.59	1,502.57	1,647.71	1,807.31	1,982.85	2,175.93	2,388.32	2,621.95	2,878.99
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>3,802.07</b>	<b>4,229.23</b>	<b>4,703.33</b>	<b>5,229.43</b>	<b>5,813.15</b>	<b>6,392.66</b>	<b>6,984.61</b>	<b>7,572.80</b>	<b>8,146.66</b>	<b>8,694.30</b>
- Capex	-1,984.44	-2,183.75	-2,404.08	-2,647.72	-2,917.27	-3,215.59	-3,545.90	-3,911.78	-4,317.27	-4,766.86
+/- Inc OWC	41.21	96.62	92.36	101.59	111.74	105.39	112.47	113.38	114.27	114.06
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1,858.84</b>	<b>2,142.09</b>	<b>2,391.61</b>	<b>2,683.29</b>	<b>3,007.62</b>	<b>3,282.46</b>	<b>3,551.18</b>	<b>3,774.40</b>	<b>3,943.66</b>	<b>4,041.49</b>

9.1.12. Anexo 12: Cálculo del WACC de Inditex (2015-2024).

Fecha	Cotización	Rent. %	Fecha	Cotización	Rent. %	Covar	Var	Beta
15 de jun de 2015	28.94	-1.61%	15 de jun de 2015	10,813.40	-1.99%	0.000441	0.000912	0.48369
8 de jun de 2015	29.41	-2.02%	8 de jun de 2015	11,030.50	-0.29%			
1 de jun de 2015	30.01	-0.50%	1 de jun de 2015	11,062.00	-1.40%			
25 de may de 2015	30.16	-1.06%	25 de may de 2015	11,217.60	-2.96%			
18 de may de 2015	30.48	6.16%	18 de may de 2015	11,554.20	2.07%			
11 de may de 2015	28.66	-1.35%	11 de may de 2015	11,317.30	-0.94%			
4 de may de 2015	29.05	1.28%	4 de may de 2015	11,424.70	0.35%			
27 de abr de 2015	28.68	-2.07%	27 de abr de 2015	11,385.00	-1.05%			
20 de abr de 2015	29.28	-0.51%	20 de abr de 2015	11,505.40	1.28%			
13 de abr de 2015	29.43	-4.81%	13 de abr de 2015	11,359.40	-3.37%			

Cálculados sobre los últimos 5 años

Balance common size	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014
DFN	-1,131.6	-2,268.4	-3,278.9	-3,354.5	-3,890.4	-3,902.4	-4047
Minoritarios	26.9	41.4	37.0	40.8	35.9	32.1	38
RRPP	4,721.7	5,329.2	6,386.2	7,414.8	8,445.9	9246.2	10431
<b>Total capital empleado</b>	<b>3,617.0</b>	<b>3,102.2</b>	<b>3,144.3</b>	<b>4,101.1</b>	<b>4,591.5</b>	<b>5,375.9</b>	<b>6,422.2</b>

Rentabilidad exigida a los accionistas (Ke)	
<b>CAPM</b>	<b><math>Ke = Rf + \beta * (Pm)</math></b>
Rf	0.87%
$\beta$	0.48
Pm	9.2%
<b>Ke</b>	<b>5.29%</b>
<b>Coste de la deuda</b>	
<b>Tiene una deuda financiera neta negativa</b>	
<b>WACC</b>	
Ke	5.29%
RRPP (peso)	100.0%
Kd	0.0%
Tasa impositiva	22%
DFN (peso)	0.0%
<b>WACC</b>	<b>5.29%</b>

9.1.13. Anexo 13: Valoración estimada de Inditex.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
1) FCL	1943.31	2234.97	2493.73	2795.59	3131.11	3418.28	3700.57	3938.73	4124.44	4240.37	
										94181.956	VR
	<b>1943.31</b>	<b>2234.97</b>	<b>2493.73</b>	<b>2795.59</b>	<b>3131.11</b>	<b>3418.28</b>	<b>3700.57</b>	<b>3938.73</b>	<b>4124.44</b>	<b>98422.33</b>	
2) EV	VAN=	79787.27			WACC	5.29%					
	DFN	-4047			g	0.75%					
	EV	<b>83834.07</b>			Nº acciones	3115					
	Precio acc estimado		<b>26.91</b>								
	Precio acc		<b>30</b>								
	Revalorización		<b>-10.29%</b>								

9.1.14. Anexo 14: Análisis de sensibilidad de Inditex.

3) Análisis de sensibilidad		Valor estimado de la compañía								
		g = Tasa crecimiento								
		0.25%	0.50%	0.75%	1%	1.25%	1.50%	1.75%	2%	
WACC	4%	105897.38	111572.11	118119.86	125758.91	134786.88	145620.44	158861.45	175412.73	
	4.50%	93022.31	97218.44	101974.05	107409.03	113680.16	120996.48	129643.04	140018.91	
	5%	82882.29	86079.23	89652.27	93671.95	98227.59	103434.03	109441.46	116450.13	
	5.29%	77996.11	80762.62	<b>83834.07</b>	87263.82	91118.46	95482.15	100462.87	106201.43	
	5.50%	74695.01	77189.28	79946.10	83009.23	86432.73	90284.17	94649.13	99637.66	
	6%	67950.33	69934.42	72107.47	74497.82	77139.79	80075.31	83356.18	87047.17	
	6.50%	62301.37	63905.23	65648.56	67550.36	69633.30	71924.53	74456.93	77270.72	
	7%	57504.06	58818.29	60237.67	61775.32	63446.68	65269.99	67266.94	69463.59	
		Valor estimado por acción (EUR)								
		g = Tasa crecimiento								
		0.25%	0.50%	0.75%	1%	1.25%	1.50%	1.75%	2%	
WACC	4%	34.00	35.82	37.92	40.37	43.27	46.75	51.00	56.31	
	4.50%	29.86	31.21	32.74	34.48	36.49	38.84	41.62	44.95	
	5%	26.61	27.63	28.78	30.07	31.53	33.21	35.13	37.38	
	5.29%	25.04	25.927	<b>26.91</b>	28.01	29.25	30.65	32.25	34.09	
	5.50%	23.98	24.78	25.66	26.65	27.75	28.98	30.38	31.99	
	6%	21.81	22.45	23.15	23.92	24.76	25.71	26.76	27.94	
	6.50%	20.00	20.52	21.07	21.69	22.35	23.09	23.90	24.81	
	7%	18.46	18.88	19.34	19.83	20.37	20.95	21.59	22.30	

## 9.2. H&M.

### 9.2.1. Anexo 15: Cuenta de pérdidas y ganancias de H&M (2010-2014).

(mill. EUR)						
<b>1) Cuenta de resultados</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	
Ingresos de explotación	11933.13	12099.89	13287.89	14141.82	16656.09	
% inc		1.40%	9.82%	6.43%	17.78%	
CMV	-4423.54	-4823.72	-5382.08	-5779.07	-6860.37	
% inc		9.05%	11.58%	7.38%	18.71%	
% ventas	37.07%	39.87%	40.50%	40.87%	41.19%	
<b>Margen bruto</b>	<b>7509.59</b>	<b>7276.17</b>	<b>7905.81</b>	<b>8362.75</b>	<b>9795.72</b>	
% inc		-3.11%	8.65%	5.78%	17.14%	
% ventas		60.13%	59.50%	59.13%	58.81%	
<b>Gastos de explotación</b>	<b>-4797.1</b>	<b>-5034.48</b>	<b>-5512.87</b>	<b>-5932.85</b>	<b>-6981.59</b>	
Gastos personal	-4482.61	-4676.87	-5126.88	-5493.84	-6437.75	
% inc		4.33%	9.62%	7.16%	17.18%	
% ventas	37.56%	38.65%	38.58%	38.85%	38.65%	
Gastos administrativos	-314.49	-357.61	-385.99	-439.01	-543.84	
% inc		13.71%	7.94%	13.74%	23.88%	
% ventas	2.64%	2.96%	2.90%	3.10%	3.27%	
<b>EBITDA</b>	<b>2712.49</b>	<b>2241.69</b>	<b>2392.94</b>	<b>2429.9</b>	<b>2814.13</b>	
% inc		-17.36%	6.75%	1.54%	15.81%	
% ventas	22.73%	18.53%	18.01%	17.18%	16.90%	
Amortizaciones						
<b>EBIT</b>	<b>2712.49</b>	<b>2241.69</b>	<b>2392.94</b>	<b>2429.9</b>	<b>2814.13</b>	
% inc		-17.36%	6.75%	1.54%	15.81%	
% ventas	22.73%	18.53%	18.01%	17.18%	16.90%	
Ingresos por intereses	39.16	62.48	58.96	40.37	36.08	
Gastos por intereses	-0.77	-0.55	-0.55	-0.99	-1.76	
<b>EBT</b>	<b>2750.88</b>	<b>2303.62</b>	<b>2451.35</b>	<b>2469.28</b>	<b>2848.45</b>	
% inc		-16.26%	6.41%	0.73%	15.36%	
% ventas	23.05%	19.04%	18.45%	17.46%	17.10%	
Impuestos	-695.97	-563.31	-595.98	-589.05	-651.09	
% impuestos	25.30%	24.45%	24.31%	23.86%	22.86%	
<b>EAT</b>	<b>2054.91</b>	<b>1740.31</b>	<b>1855.37</b>	<b>1880.23</b>	<b>2197.36</b>	
% inc		-15.31%	6.61%	1.34%	16.87%	
% ventas	17.22%	14.38%	13.96%	13.30%	13.19%	



9.2.2. Anexo 16: Balance de situación de H&M (2010-2014).

<b>2) Balance de situación</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>4502.52</b>	<b>4390.98</b>	<b>4095.52</b>	<b>4310.68</b>	<b>4701.51</b>
Existencias	1263.57	1520.09	1673.43	1836.45	2134.33
Deudores	504.57	530.42	536.36	579.59	730.95
Cuentas a recibir	2258	2337	2207	3107	3659
Tax receivables	0	0	477	0	0
Otros deudores	1453	1375	1056	907	1470
Gastos prepagados	876	1110	1136	1255	1516
Otros activos financieros	898.37	765.38	329.45	363.66	286.22
Cash	1836.01	1575.09	1556.28	1530.98	1550.01
<b>Activo no corriente</b>	<b>493.0849</b>	<b>526.9253</b>	<b>650.5851</b>	<b>741.6706</b>	<b>975.9508</b>
Valor de marca	38.39	33.22	28.05	22.88	17.71
% inc		-14.5%	-16.9%	-20.4%	-25.6%
Relaciones con clientes	10.67	9.24	7.81	6.38	4.95
% inc		-14.4%	-16.8%	-20.2%	-25.4%
Derechos sobre locales arrendados	75.68	64.35	59.07	65.01	55.99
Capitalised expenditure	0	0	69.41	149.05	240.13
Fondo de comercio	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04
Inmovilizado material	187.1749	210.4553	231.4851	268.4506	326
Edificios y terrenos	72.16	88.44	88.55	89.54	88.44
Equipamiento	1629.43	1824.79	2015.86	2350.92	2875.84
Deudores largo plazo	56.98	66.88	69.08	72.49	77.99
Activo impuestos diferidos	117.15	135.74	178.64	150.37	246.07
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4995.6049</b>	<b>4917.9053</b>	<b>4746.105</b>	<b>5052.3506</b>	<b>5677.461</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>1523.17</b>	<b>1623.27</b>	<b>1541.1</b>	<b>1913.67</b>	<b>2233.33</b>
Proveedores	436.15	473.77	465.74	535.7	607.2
Pasivo por impuestos	253.44	203.61	0	87.67	126.94
Otros pasivos	242.22	267.08	304.15	369.6	324.17
Accrued expenses and prepaid i	591.36	678.81	771.21	920.7	1175.02
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>127.93</b>	<b>145.97</b>	<b>256.08</b>	<b>333.41</b>	<b>411.18</b>
Provisiones	28.27	41.47	41.47	33.99	49.61
Pasivo impuestos diferido	99.66	104.5	214.61	299.42	361.57
<b>Patrimonio neto</b>	<b>4858.92</b>	<b>4851.44</b>	<b>4821.85</b>	<b>4977.28</b>	<b>5671.16</b>
Fondos propios	22.77	22.77	22.77	22.77	22.77
Reservas	-40.59	-53.57	-209	-210.76	22.44
Beneficio retenido	2821.83	3141.93	3152.71	5165.27	5625.95
Profit for the year	2054.91	1740.31	1855.37		
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>6510.02</b>	<b>6620.68</b>	<b>6619.03</b>	<b>7224.36</b>	<b>8315.67</b>

**9.2.3. Anexo 17: Flujos de caja libre, NOF y Capex de H&M (2010-2014).**

<b>Cambios en NOF</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Clientes	504.57	530.42	536.36	579.59	730.95
Existencias	1263.57	1520.09	1673.43	1836.45	2134.33
Acreeedores	436.15	473.77	465.74	535.7	607.2
Accrued expenses, prepaid income	591.36	678.81	771.21	920.7	1175.02
<i>Inversión en NOF</i>	<i>740.63</i>	<i>897.93</i>	<i>972.84</i>	<i>959.64</i>	<i>1083.06</i>
<b>Cambios en NOF</b>		<b>157.3</b>	<b>74.91</b>	<b>-13.2</b>	<b>123.42</b>

<b>Inversión en Capex</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Valor de marca	38.39	33.22	28.05	22.88	17.71
Relaciones con clientes	10.67	9.24	7.81	6.38	4.95
Derechos sobre locales arrendados	75.68	64.35	59.07	65.01	55.99
Capitalised expenditure	0	0	69.41	149.05	240.13
Fondo de comercio	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04
Edificios y terrenos	72.16	88.44	88.55	89.54	88.44
Equipamiento	1629.43	1824.79	2015.86	2350.92	2875.84
<b>AF final</b>	<b>1833.37</b>	<b>2027.08</b>	<b>2275.79</b>	<b>2690.82</b>	<b>3290.1</b>
Amortización	0	358.82	407.55	461.01	554.95
<b>Inversión final en Capex</b>		<b>552.53</b>	<b>656.26</b>	<b>876.04</b>	<b>1154.23</b>

<b>FCF</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
EBIT	2242	2393	2430	2814
-Impuestos	548	582	580	643
Amortizaciones	359	408	461	555
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2052</b>	<b>2219</b>	<b>2311</b>	<b>2726</b>
- Capex	-552.53	-656.26	-876.04	-1154.23
- Inc OWC	-157.3	-74.91	13.2	-123.42
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1343</b>	<b>1488</b>	<b>1448</b>	<b>1448</b>

**9.2.4. Anexo 18: Estimación de ventas de H&M (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ventas	18981.47	21642.57	24738.49	28261.25	32285.66	36883.13	41936.54	47255.53	52768.22	58387.00
% inc.	13.96%	14.02%	14.30%	14.24%	14.24%	14.24%	13.70%	12.68%	11.67%	10.65%
Nº tiendas	3911	4386	4912	5501	6161	6901	7660	8426	9184	9919
% Inc.	11.39%	12.13%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	11.00%	10.00%	9.00%	8.00%
Nuevas tiendas	400	474.59	526.27	589.42	660.15	739.37	759.09	765.99	758.33	734.74
Tiendas medias	3711	4148	4649	5207	5831	6531	7280	8043	8805	9552
Venta media por tienda	5.11	5.22	5.32	5.43	5.54	5.65	5.76	5.88	5.99	6.11
% inc.	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

**9.2.5. Anexo 19: Estimación de gastos de H&M (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Gastos de personal	7442.80	8343.59	9294.18	10565.63	12011.00	13654.11	15448.77	17322.87	19248.89	21194.11
% inc.	15.61%	12.10%	11.39%	13.68%	13.68%	13.68%	13.14%	12.13%	11.12%	10.11%
Empleados	150480.00	161508.26	180889.26	202595.97	226907.48	254136.38	282091.38	310300.52	338227.57	365285.77
% Inc.	14.00%	7.33%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	11.00%	10.00%	9.00%	8.00%
Empleados medios	141240.00	155994.13	171198.76	191742.61	214751.72	240521.93	268113.88	296195.95	324264.04	351756.67
Coste medio por empleado	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
% inc.	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
Empleados por tienda	38.48	36.83	36.83	36.83	36.83	36.83	36.83	36.83	36.83	36.83
Nuevos empleados	18480	11028	19381	21707	24312	27229	27955	28209	27927	27058
Nuevas tiendas	400	475	526	589	660	739	759	766	758	735

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CMV	-7972.22	-9089.88	-10390.17	-11869.73	-13559.98	-15490.92	-17613.35	-19847.32	-22162.65	-24522.54
% inc	16.21%	14.02%	14.30%	14.24%	14.24%	14.24%	13.70%	12.68%	11.67%	10.65%
% ventas	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Gastos administrativos	-619.766384	-706.6541	-807.739514	-922.7616213	-1054.162876	-1204.27567	-1369.27507	-1542.945873	-1722.94153	-1906.401003
% inc	13.96%	14.02%	14.30%	14.24%	14.24%	14.24%	13.70%	12.68%	11.67%	10.65%
% ventas	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%

**9.2.6. Anexo 20: Estimación del beneficio neto de H&M (2015-2024).**

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>EBITDA</b>	<b>2947</b>	<b>3502</b>	<b>4246</b>	<b>4903</b>	<b>5661</b>	<b>6534</b>	<b>7505</b>	<b>8542</b>	<b>9634</b>	<b>10764</b>
% inc	4.71%	18.86%	21.24%	15.47%	15.45%	15.43%	14.87%	13.82%	12.78%	11.73%
% ventas	15.52%	16.18%	17.17%	17.35%	17.53%	17.71%	17.90%	18.08%	18.26%	18.44%
Amortizaciones										
<b>EBIT</b>	<b>2947</b>	<b>3502</b>	<b>4246</b>	<b>4903</b>	<b>5661</b>	<b>6534</b>	<b>7505</b>	<b>8542</b>	<b>9634</b>	<b>10764</b>
% inc	4.71%	18.86%	21.24%	15.47%	15.45%	15.43%	14.87%	13.82%	12.78%	11.73%
% ventas	15.52%	16.18%	17.17%	17.35%	17.53%	17.71%	17.90%	18.08%	18.26%	18.44%
Ingresos por intereses	47.41	47.41	47.41	47.41	47.41	47.41	47.41	47.41	47.41	47.41
Gastos por intereses	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92	-0.92
<b>EBT</b>	<b>2993</b>	<b>3549</b>	<b>4293</b>	<b>4950</b>	<b>5707</b>	<b>6580</b>	<b>7552</b>	<b>8589</b>	<b>9680</b>	<b>10810</b>
% inc	5.08%	18.57%	20.96%	15.30%	15.30%	15.30%	14.76%	13.74%	12.71%	11.68%
% ventas	15.77%	16.40%	17.35%	17.51%	17.68%	17.84%	18.01%	18.18%	18.34%	18.52%
Impuestos	-684	-811	-981	-1131	-1304	-1504	-1726	-1963	-2213	-2471
% impuestos	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%	22.86%
<b>EAT</b>	<b>2309</b>	<b>2738</b>	<b>3312</b>	<b>3818</b>	<b>4403</b>	<b>5076</b>	<b>5826</b>	<b>6626</b>	<b>7468</b>	<b>8339</b>
% inc	5.08%	18.57%	20.96%	15.30%	15.30%	15.30%	14.76%	13.74%	12.71%	11.68%
% ventas	12.16%	12.65%	13.39%	13.51%	13.64%	13.76%	13.89%	14.02%	14.15%	14.28%

**9.2.7. Anexo 21: Estimación de las existencias de H&M (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Existencias</b>	<b>2480</b>	<b>2828</b>	<b>3232</b>	<b>3693</b>	<b>4219</b>	<b>4819</b>	<b>5480</b>	<b>6175</b>	<b>6895</b>	<b>7629</b>
CMV	7972	9090	10390	11870	13560	15491	17613	19847	22163	24523
Rotación de inventario	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21
Días en inventario	113.56	113.56	113.56	113.56	113.56	113.56	113.56	113.56	113.56	113.56

**9.2.8. Anexo 22: Estimación de los clientes de H&M (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Clientes</b>	<b>802</b>	<b>914</b>	<b>1037</b>	<b>1194</b>	<b>1372</b>	<b>1558</b>	<b>1771</b>	<b>1995</b>	<b>2231</b>	<b>2469</b>
Ventas	18981	21643	24738	28261	32286	36883	41937	47256	52768	58387
Rotación de clientes	23.67	23.67	23.85	23.67	23.53	23.68	23.68	23.68	23.65	23.64
Número de días medio de cobro	15.42	15.42	15.30	15.42	15.51	15.41	15.41	15.41	15.43	15.44

**9.2.9. Anexo 23: Estimación de los proveedores de H&M (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Proveedores</b>	<b>1962</b>	<b>2247</b>	<b>2612</b>	<b>2974</b>	<b>3370</b>	<b>3864</b>	<b>4397</b>	<b>4936</b>	<b>5494</b>	<b>6069</b>
Compras	8318	9438	10795	12330	14086	16092	18274	20542	22883	25257
Rotación de acreedores	4.24	4.20	4.13	4.15	4.18	4.16	4.16	4.16	4.17	4.16
Número de días medio de pago	86.08	86.92	88.31	88.03	87.33	87.65	87.83	87.71	87.63	87.70
Cambio en inventario	345.91	347.72	404.53	460.31	525.85	600.74	660.31	695.01	720.32	734.18

**9.2.10. Anexo 24: Estimación del activo fijo de H&M (2015-2024).**

Proyecciones	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Activo fijo</b>	<b>3693</b>	<b>4269</b>	<b>4968</b>	<b>5823</b>	<b>6885</b>	<b>8222</b>	<b>9931</b>	<b>12153</b>	<b>15089</b>	<b>19029</b>
Derechos sobre locales arrendados	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99
Capitalised expenditure	240	354	523	773	1142	1686	2491	3678	5433	8024
% inc	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%
Edificios y terrenos	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44
Equipamiento	3284	3751	4283	4892	5587	6380	7286	8321	9503	10853
% inc	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
Valor de marca	13	10	7	5	4	3	2	2	1	1
% inc	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%
Relaciones con clientes	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0
% inc	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
Fondo de comercio	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04

**9.2.11. Anexo 25: Proyección de las NOF, Capex y flujos de caja libre de H&M (2015-2024).**

Cambios en NOF	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Clientes	801.894329	914.155425	1037.19172	1193.91752	1372.22707	1557.6308	1770.92109	1995.438152	2231.403414	2469.484828
Existencias	2480.23738	2827.95253	3232.48532	3692.79122	4218.6447	4819.3797	5479.68928	6174.700863	6895.023824	7629.2086
Acreedores	1961.76323	2247.45454	2611.84394	2973.71734	3370.25786	3864.08109	4397.18842	4936.311978	5493.760098	6068.807373
Accrued expenses, prepaid income										
<i>Inversión en NOF</i>	1320	1495	1658	1913	2221	2513	2853	3234	3633	4030
<b>Cambios en NOF</b>	<b>237</b>	<b>174</b>	<b>163</b>	<b>255</b>	<b>308</b>	<b>292</b>	<b>340</b>	<b>380</b>	<b>399</b>	<b>397</b>

Inversión en Capex	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Valor de marca	13	10	7	5	4	3	2	2	1	1
Relaciones con clientes	4	3	2	2	1	1	1	0	0	0
Derechos sobre locales arrendados	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99	55.99
Capitalised expenditure	240	354	523	773	1142	1686	2491	3678	5433	8024
Fondo de comercio	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04
Edificios y terrenos	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44	88.44
Equipamiento	3284	3751	4283	4892	5587	6380	7286	8321	9503	10853
<b>AF final</b>	<b>3693</b>	<b>4269</b>	<b>4968</b>	<b>5823</b>	<b>6885</b>	<b>8222</b>	<b>9931</b>	<b>12153</b>	<b>15089</b>	<b>19029</b>
Amortización	624	723	843	989	1170	1398	1689	2067	2567	3237
<b>Inversión final en Capex</b>	<b>1027</b>	<b>1300</b>	<b>1541</b>	<b>1844</b>	<b>2232</b>	<b>2734</b>	<b>3398</b>	<b>4289</b>	<b>5502</b>	<b>7178</b>

FCF	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBIT	2947	3502	4246	4903	5661	6534	7505	8542	9634	10764
- Impuestos	674	801	971	1121	1294	1493	1716	1953	2202	2460
Amortizaciones	624	723	843	989	1170	1398	1689	2067	2567	3237
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2898</b>	<b>3425</b>	<b>4119</b>	<b>4771</b>	<b>5536</b>	<b>6438</b>	<b>7478</b>	<b>8657</b>	<b>9998</b>	<b>11541</b>
- Capex	-1027	-1300	-1541	-1844	-2232	-2734	-3398	-4289	-5502	-7178
- Inc OWC	-237	-174	-163	-255	-308	-292	-340	-380	-399	-397
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1633</b>	<b>1951</b>	<b>2414</b>	<b>2672</b>	<b>2997</b>	<b>3411</b>	<b>3740</b>	<b>3987</b>	<b>4097</b>	<b>3966</b>

### 9.2.12. Anexo 26: Cálculo del WACC de H&M (2015-2024).

Fecha	Cotización	Rent. %	Fecha	Cotización	Rent. %	Covar	Var	Beta
15 de jun de 2015	327.2	-0.73%	15 de jun de 2015	1548.22	-1.23%	Cálculado sobre los últimos 5 años	0.000064919	0.000106
8 de jun de 2015	329.6	-0.51%	8 de jun de 2015	1567.46	-0.93%			
1 de jun de 2015	331.3	0.21%	1 de jun de 2015	1582.23	0.97%			
25 de may de 2015	330.6	1.80%	25 de may de 2015	1566.99	-1.90%			
18 de may de 2015	324.7	-0.95%	18 de may de 2015	1597.33	-0.47%			
11 de may de 2015	327.8	-1.15%	11 de may de 2015	1604.89	-0.34%			
4 de may de 2015	331.6	-0.48%	4 de may de 2015	1610.38	1.42%			
27 de abr de 2015	333.2	-0.90%	27 de abr de 2015	1587.84	-0.11%			
20 de abr de 2015	336.2	0.03%	20 de abr de 2015	1589.57	-1.05%			
13 de abr de 2015	336.1	-0.74%	13 de abr de 2015	1606.45	-1.14%			
6 de abr de 2015	338.6	0.71%	7 de abr de 2015	1625.02	-1.02%			

Balance common size	2014
DFN	-1462.45
RRPP	5671.16
<b>Total capital empleado</b>	<b>4208.71</b>

Rentabilidad exigida a los accionistas (Ke)	
<b>CAPM</b>	<b><math>Ke = R_f + \beta * (P_m)</math></b>
Rf	0.87%
$\beta$	0.61
Pm	9.20%
<b>Ke</b>	<b>6.44%</b>
<b>Coste de la deuda</b>	
No tiene deuda financiera neta	
<b>WACC</b>	
Ke	6.44%
RRPP (peso)	100.0%
Kd	0.0%
Tasa impositiva	23%
DFN (peso)	0.0%
<b>WACC</b>	<b>6.44%</b>

### 9.2.13. Anexo 27: Valoración estimada de H&M.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
<b>1) FCL</b>	1633.31	1950.98	2414.05	2671.60	2997.31	3411.34	3739.73	3987.47	4097.31	3966.20	
										70236.25	VR
	1633.31	1950.98	2414.05	2671.60	2997.31	3411.34	3739.73	3987.47	4097.31	74202.46	
<b>2) EV</b>	VAN=	58808.43									
	DFN	-1462									
	<b>EV</b>	<b>60270.88</b>									
			EUR	SEK							
	Precio acc estimado		36.42	331.05							
	Precio acc		36.08	328.00							
	Revalorización		0.93%	0.93%							

9.2.14. Anexo 28: Análisis de sensibilidad de H&M.

3) Análisis de sensibilidad		Valor estimado de la compañía								
		g = Tasa crecimiento								
		0.25%	0.50%	0.75%	1%	1.25%	1.50%	1.75%	2%	
WACC	4%	97369.73	102677.54	108801.94	115947.08	124391.33	134524.43	146909.33	162390.46	
	4.50%	85298.66	89223.47	93671.60	98755.18	104620.84	111464.11	119551.62	129256.62	
	5%	75786.95	78777.18	82119.21	85878.99	90140.08	95009.89	100628.90	107184.42	
	6.44%	57059.24	58597.47	<b>60270.88</b>	62098.12	64101.42	66307.50	68748.82	71465.10	
	5.50%	68102.84	70435.84	73014.41	75879.49	79081.64	82684.06	86766.80	91432.78	
	6%	61769.11	63624.91	65657.46	67893.26	70364.41	73110.13	76178.87	79631.21	
	6.50%	56461.27	57961.42	59592.03	61370.88	63319.14	65462.22	67830.89	70462.75	
	7%	51950.97	53180.23	54507.83	55946.06	57509.36	59214.78	61082.62	63137.24	
		Valor estimado por acción (EUR)								
		g = Tasa crecimiento								
		0.25%	0.50%	0.75%	1%	1.25%	1.50%	1.75%	2%	
WACC	4%	58.83	62.04	65.74	70.06	75.16	81.28	88.76	98.12	
	4.50%	51.54	53.91	56.60	59.67	63.21	67.35	72.23	78.10	
	5%	45.79	47.60	49.62	51.89	54.46	57.41	60.80	64.76	
	6.44%	34.48	35.40	<b>36.42</b>	37.52	38.73	40.06	41.54	43.18	
	5.50%	41.15	42.56	44.12	45.85	47.78	49.96	52.42	55.24	
	6%	37.32	38.44	39.67	41.02	42.51	44.17	46.03	48.11	
	6.50%	34.11	35.02	36.01	37.08	38.26	39.55	40.98	42.57	
	7%	31.39	32.13	32.93	33.80	34.75	35.78	36.91	38.15	