



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

EL PRECIO OBJETIVO DE INDITEX

Autor: Luis Millet Tamarit
Director: Manuel Trenado Torrejón

Madrid
06/Julio/2015

Índice de contenidos

1	Abstract.....	5
2	Introducción.....	6
3	Descripción de la empresa y trayectoria.....	7
3.1	Trayectoria del grupo Inditex.....	7
4	Modelo de negocio y expansión internacional.....	9
4.1	Expansión internacional.....	13
5	Descripción de la principales marcas del grupo.....	14
6	Evolución del sector Industria textil-confección.....	17
6.1	Evolución de la producción textil y confección.....	18
7	Evolución y trayectoria de la acción.....	19
7.1	Evolución DPA en euros.....	21
7.2	Valor patrimonial acción frente precio por acción.....	21
8	Análisis de las cinco fuerzas de Porter.....	22
9	Análisis Pest.....	26
10	Análisis DAFO.....	28
10.1	Análisis Interno.....	28
10.2	Análisis externo.....	30
11	Análisis financiero.....	31
11.1	Análisis Balance de situación.....	31
11.2	Fondo de maniobra.....	32
11.3	Análisis cuenta pérdidas y ganancias.....	33
11.4	Ratios financieros Inditex.....	35
12	Valoración.....	44
12.1	Métodos de Balance.....	44
12.1.1	Valor contable.....	44
12.1.2	Valor de liquidación.....	44
12.2	Valoración por descuento de flujos de caja.....	45
12.2.1	Estimación Proyecciones Financieras.....	45
12.2.2	Estimación Free cash Flow.....	49
12.2.3	Estimación de la tasa de descuento (WACC).....	50
12.2.4	Valor residual.....	51
12.2.5	Cálculo del VAN.....	52
12.3	Precio objetivo Bancos de Inversión.....	54
12.4	Valoración por múltiplos.....	54
13	Conclusiones.....	57
14	Bibliografía.....	59
15	Anexos.....	61

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1 Evolución índice de producción Industrial en España y Europa.....	19
Ilustración 2 Evolución índice de producción Industrial en España y Europa.....	21
Ilustración 3 Evolución ROA.....	36
Ilustración 4 Evolución ROE.....	37
Ilustración 5 Evolución ratio liquidez	37
Ilustración 6 Evolución ratio de solvencia	38
Ilustración 7 Evolución ratio disponibilidad.....	39
Ilustración 8 Evolución ratio deuda sobre fondos propios.....	40
Ilustración 9 Evolución ratio rentabilidad sobre ventas.....	42
Ilustración 10 Evolución ROCE.....	43
Ilustración 11 Porcentaje ventas por distribución geográfica.....	47

Índice de tablas

Tabla 1 Número de mercados con tienda online por marca.....	12
Tabla 2 Evolución del dividendo por acción.....	21
Tabla 3 Valor patrimonial por acción frente a valor cotización.....	22
Tabla 4 Evolución fondo de maniobra	32
Tabla 5 Evolución cuenta de pérdidas y ganancias	33
Tabla 6 Variación anual cuenta de PyG.....	35
Tabla 7 Evolución datos macroeconómicos.....	47
Tabla 8 Evolución coste de las mercancías	48
Tabla 9 Evolución NOF	49
Tabla 10 Evolución de los Flujos de caja libre	52
Tabla 11 Diferentes escenarios posibles.....	53
Tabla 12 Precio objetivo Inditex por distintas entidades financieras.....	54
Tabla 13 Valoración por múltiplos	54

1 Abstract

The goal of my work is to obtain a target share price of Inditex group, so compare the price obtained in the valuation with the actual price at which the stock currently trades therefore, I can verify that it is undervalued or the otherwise overrated. For this I have made several studies.

I have previously made a fundamental analysis:

- Strategic analysis of the company (internally and externally) what is known as analysis SWOT.
- Porter five forces analysis to analyze the level of competition.

To know the financial situation I have made:

- Evaluation of the evolution of proffit and loss account.
- Evaluation of the evolution of the balance sheet.
- Evaluation of the evolution of key ratios.

Valuation target price with the most important methods

- Book value method.
- FCF method (I will focus on this method because it is the best one that reflects the reality)
- Valuation with multiples methods.

2 Introducción

El objetivo de mi trabajo consiste en obtener un precio objetivo de la acción del grupo Inditex, para así comparar el precio obtenido en la valoración con el precio real al que cotiza la acción actualmente, por tanto, podre comprobar si se encuentra infravalorada o por el contrario sobrevalorada.

El objetivo por el que he escogido este tema, se debe al interés suscitado por la valoración de empresas a medida que iba avanzando el master, siendo igualmente relevante para ayudarme a comprender mejor el funcionamiento y evolución de una compañía y poner en practica todo lo aprendido durante el master.

Previamente a la valoración de la empresa voy a llevar a cabo una breve introducción de la empresa para luego estudiar qué modelo de negocio sigue y la evolución que ha experimentado el sector en el que opera.

Lo siguiente será hacer un análisis fundamental de la compañía, para conocer tanto en qué situación competitiva como financiera se encuentra en este momento.

Para ello, haré un análisis estratégico, tanto interno como externo, que es lo que conocemos como análisis DAFO.

También realizare un estudio de las cinco fuerzas de Porter, con ello podremos conocer el entorno competitivo en el que opera.

Con el objetivo de comprobar en qué situación financiera se encuentra estudiaré la evolución tanto de los ratios principales como del balance de situación.

Para la valoración de la empresa, utilizare el método de valoración contable, el de múltiplos y finalmente el de descuento de flujos de caja, centrándome en este último, ya que a mi parecer es el método que más se ajusta a la realidad.

Los principales motivos por los que he escogido Inditex son:

- Es una empresa que cotiza en el Ibex-35, con gran visibilidad entre los inversores y alta liquidez de sus acciones.
- Al estar cotizando en bolsa es mucho más fácil obtener información sobre sus datos financieros y estimaciones del mercado.
- Es una de las empresas Españolas más importantes y reconocidas a nivel mundial.

3 Descripción de la empresa y trayectoria

El grupo Inditex se encuentra dentro del sector textil y es uno de los principales distribuidores de moda en el mundo, actualmente cuenta con 8 marcas diferentes y con cerca de 6.460 tiendas en 84 mercados diferentes repartidas por los cinco continentes.

3.1 Trayectoria del grupo Inditex

1963-1984

En 1963 Amancio ortega crea una sociedad llamada Confecciones Goa dedicada a la fabricación de prendas de vestir femenina. Se centraba principalmente en la fabricación de prendas, para la posterior venta a otras tiendas, sin embargo, no fue hasta 1975 cuando da el salto a la venta minorista, al abrir la primera tienda Zara en La Coruña, viendo el éxito que va teniendo se abren nuevas tiendas por las principales ciudades Españolas.

1985

Se funda Inditex la empresa Holding del grupo.

1988

Zara abre su primera tienda fuera de España, el lugar elegido es Oporto, Portugal.

1989

Abren su primera tienda en Nueva York, EEUU.

1990

Zara abre su primera tienda en París.

1991

Se lanzan las nuevas marcas Pull&Bear y Massimo Dutti con la apertura de las primeras tiendas.

1992-1998

Etapas de gran crecimiento internacional con la apertura de nuevas tiendas en nuevos mercados. Inditex abre nuevas tiendas en México, Chipre, Malta, Emiratos Árabes, Reino Unido, Turquía, Japón, Kuwait, Líbano, Bélgica, Suecia. En 1998 nace la marca Bershka.

1999

Nace la marca Stradivarius y sigue la expansión Internacional del Grupo Inditex.

2001

El 23 de mayo Inditex comienza a cotizar en bolsa.

2002-2003

Se lanzan las nuevas marcas Oysho y Zara Home con las aperturas de las primeras tiendas.

2004-2007

Inditex prosigue con la internacionalización de sus marcas, abriendo tiendas por primera vez en mercados como Croacia, Colombia, Guatemala, Oman, Indonesia, Filipinas y muchos más países.

2008

Se lanza la nueva marca Uterqüe con la apertura de la primera tienda.

2009

Las marcas Stradivarius, Bershka y Pull&bear abren sus primeras tiendas en china.

2011-2013

Pablo Isla asume la presidencia de Inditex, la compañía abre la tienda online para todas sus marcas. Alcanza las 6.000 tiendas y prosigue con la internacionalización de sus marcas presentes al terminar el año en 84 mercados.

4 Modelo de negocio y expansión internacional

Es muy importante conocer qué modelo sigue para intentar comprender qué estrategia sigue y el funcionamiento interno de la empresa.

El modelo de negocio de Inditex se basa en 4 puntos fundamentales: logística, tiendas, diseño y fabricación.

Logística

Inditex cuenta actualmente con 10 centros logísticos repartidos por distintas ciudades españolas., con ellos consigue llevar una distribución centralizada.

1. En Madrid se encarga de la distribución de zara home y zara kids.
2. En Galicia cuenta con 2 centros, dedicados a la logística de zara hombre y Pull&bear.
3. El de Zaragoza se encarga de la logística de distribución de ropa de mujer, actualmente es el más grande de Europa.
4. El de Tordera se encarga de la distribución de Massimo dutti, Oysho, Uterqüe
5. El de Palafoxes se encarga de la distribución de Bershka.
6. El de Sallent se encarga de la distribución de Stradivarius.
7. El de Guadalajara se encarga de la distribución de Pull&bear.

Desde estos 10 centros logísticos se abastece a todas la tiendas que tiene repartidas por todo el mundo. Con ello consigue, que en tan solo 24 horas suministrar de ropa tanto a las tiendas que se encuentran repartidas por España como por el resto de Europa. Para las tiendas del resto del mundo logran repartir el producto en un plazo máximo de 48 horas. Lo consiguen mediante unos procesos muy bien definidos y estructurados, por ejemplo separan la ropa que va doblada, de la que tiene que ir colgada, es decir, dependiendo del tipo de ropa sigue un proceso u otro, optimizando así el tiempo embalaje, esto unido a que cuentan con unos centros logísticos automatizados, favorece a que el margen de tiempo sea menor al de su competidores.

El suministro de ropa se realiza 2 veces por semana, con esto consiguen renovar la oferta constantemente y que cada tienda reponga en un margen corto de tiempo las prendas más vendidas.



Fuente: Web Inditex

Fabricación

Inditex controla alrededor del 90% de la cadena de producción, lo que le permite reducir el periodo de producción de 8 meses, como le ocurre a la mayoría de sus competidores a tan solo 3 semanas.

Al controlar la mayor parte del proceso productivo provoca unos mayores costes para la compañía, sin embargo, genera muchas más ventajas, ya que le permite cubrir picos de demanda más rápidamente, además puede adaptarse más rápidamente a los posibles cambios durante el año.

Al controlar la mayoría del proceso de fabricación le da mayor poder de negociación con sus principales proveedores, lo cual abarata costes.

Diseño

Inditex cuenta con 3 departamentos de diseño, uno para hombre, otro para mujer y uno último de moda infantil. Cada uno de estos departamentos son independientes entre si.

En la fase de diseño participan tanto los diseñadores, especialistas de mercado y jefes de producción, además participan los jefes de tienda para informar de cuales son los productos más demandados.

Uno de los aspectos que más diferencia al grupo Inditex del resto de marcas es que en vez de ser ellos los que intentan marcar tendencia en el mundo de la moda, observan lo que esta pasando en las pasarelas, es decir, que se va a llevar esa temporada.

A diferencia de la mayoría de sus competidores, fabrican un número reducido de cada prenda, con esto consiguen dos objetivos: una mayor compra impulsiva (ya que sus clientes saben que si no lo compran en el momento puede que no lo vuelvan a encontrar) y segundo los clientes tienen la sensación de exclusividad.

Tiendas

Inditex cuenta actualmente con 6.460 tiendas repartidas en 84 mercados.

Los puntos de venta no solo sirven para vender ropa, sino que actúan como una forma de publicitarse (con escaparates llamativos). Además, sirve como punto de recogida de información, ya que permite conocer las tendencias que demandan los clientes cada año y dárselas a conocer a los equipos de diseño.

Inditex muestra gran atención en el diseño de sus tiendas. Todas ellas se caracterizan por tener fachadas modernas, unos interiores espaciosos y diáfanos, para así no crear ningún tipo de barrera entre el cliente y el producto, además, consiguen crear una sensación de mayor amplitud, aprovechar mejor el espacio y crean una mejor iluminación (lo que favorece a una mayor demanda).

Uno de los aspectos más importantes sobre las tiendas es la ubicación, busca calles con una gran afluencia de gente y siempre relacionadas con las compras (al mundo de la moda). Las tiendas del grupo Inditex se encuentran en las calles más importantes y emblemáticas de las principales ciudades del mundo. Suelen situarse en los edificios más emblemáticos de cada una de ellas (5th Avenue en Nueva York o Boulevard des Capucines en París).

Otro aspecto no menos importante sobre las tiendas del grupo Inditex, es que la mayoría son de su propiedad, es decir, son ellos los que montan y posteriormente gestionan la tienda, asegurando así una homogeneidad tanto de imagen como de gestión en todas sus tiendas.

Solo opta por un sistema de franquicia en aquellas localidades pequeñas en las que creen que la gestión la va a llevar mejor una persona de esa localidad. Actualmente cuenta con 5770 tiendas propias frente a 800 franquicias.



Fuente: web Inditex

Mercado Online

Es en el año 2011 cuando el grupo Inditex decide lanzar las tiendas online de todas sus marcas a través de una empresa con domicilio en Irlanda. La facturación online representa aproximadamente el 6% de la facturación total. Desde su lanzamiento se han ido abriendo constantemente tiendas online en diferentes países. Como podemos ver en la siguiente tabla actualmente se encuentra en los siguientes mercados:

Tabla 1 Número de mercados con tienda online por marca

Zara	Massimo Dutti	Pull&bear	Bershka	Stradivarius	Oysho	Zara home	Uterque
22	21	18	14	13	13	21	9

Fuente: Elaboración propia

4.1 Expansión internacional

Desde la primera apertura de la tienda Zara fuera de España en 1988, el grupo Inditex se ha centrado en expandir todas sus marcas por el mercado internacional. Para ello sigue prácticamente la misma estrategia siempre que llega a un mercado nuevo.

Uno de los aspectos más importantes que sigue cada una de las 8 marcas con las que cuenta el grupo Inditex, es que antes de comenzar su andadura internacional se implantan primero en España, con ello estudian el comportamiento y el crecimiento de la misma. Una vez se ha consolidado en el mercado nacional, la técnica que suelen utilizar para introducirse en nuevos mercados es el de implantar un número muy reducido de tiendas, en las ciudades más importantes del país y a su vez en las calles más emblemáticas de la ciudad.

Esta primera toma de contacto, por decirlo de alguna manera, la suelen hacer con una de sus marcas insignia que es Zara. Con ello, consiguen darse a conocer de una manera más rápida (es la marca más conocida del grupo), recaban información y van acumulando experiencia del nuevo mercado en el que operan.

Un ejemplo claro lo podemos ver en el mercado Chino, en el que el grupo Inditex inicio su presencia en el año 2004 con la apertura de su primera tienda de Zara, decidió situarla en Hong Kong, una de las ciudades económicas más importantes del país. Actualmente cuenta con 7 marcas y con más de 500 tiendas.

Toda esta experiencia vemos que ha facilitado que las marcas de creación reciente como puede ser Uterqüe o Zara Home hayan experimentado un crecimiento internacional mucho más rápido que el de sus antecesoras.

5 Descripción de la principales marcas del grupo

ZARA

Fue creada en 1975 cuando abrió su primera tienda en La Coruña, es la marca insignia del grupo Inditex. El diseño de las prendas tiene una relación directa con el cliente.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas 1.991

Número de países 87

Ventas netas 11.594 (millones de euros) lo que supone un 7% más

PULL&BEAR

Fue creada en 1991, su concepto de ropa se ha especializado en un público joven tanto masculino como femenino. Pull&bear no solo es un lugar donde comprar ropa o complementos, sino también un espacio donde los clientes se sientan cómodos, con mobiliarios que recrean casas donde a los jóvenes les gustaría vivir.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas 900

Número de países 65

Ventas netas 1.284 (millones de euros) lo que supone un 8% más



Fue creada en 1985 en Barcelona, en 1991 Inditex adquiere el 65% de la empresa. Se centra en diferentes líneas tanto masculinas como femeninas, que van desde las más clásicas a diseños más deportivos, pero siempre ofreciendo a sus clientes estilos elegantes, prácticos y de gran calidad.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas 700

Número de países 85

Ventas netas 1.413 (millones de euros) lo que supone un 9% más

Bershka

Fue creada en 1998, se caracteriza por ofrecer un concepto innovador en el mundo de la moda y por juntar la música, moda y arte en las tiendas. Esta orientada al público femenino.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas 1000

Número de países 68

Ventas netas 1.664 (millones de euros) lo que supone un 7% más

Stradivarius

Fue adquirida en 1999, orientada a un público femenino joven, ofreciendo los últimos diseños tanto en moda como complementos. Las tiendas destacan por ser amplias y modernas siguiendo la misma línea que el resto de marcas del grupo.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas 910

Número de países 59

Ventas netas 1.130 (millones de euros) lo que supone un 12% más

OYSHO

Fue creada en 2001, esta orientada en ropa interior femenina, ropa de baño o cualquier tipo de ropa para llevar de forma casual o para estar por casa. Dirigida a un público femenino.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas	575
Número de países	40
Ventas netas	416 (millones de euros) lo que supone un 18% más

UTERQÛE

Es la única marca que ha descendido el número de ventas respecto al año anterior. Fue creada en 2008 y es la última de las marcas creadas por el grupo Inditex, ofrece complementos como prendas de vestir con diseños elegantes y sofisticados para dar mayor exclusividad al producto.

Información relevante ejercicio 2014

Número de Tiendas	66
Número de países	12
Ventas netas	68 (millones de euros) lo que supone un 4% menos

ZARA HOME

Es la marca que más ha incrementado sus ventas respecto al año anterior. Fue creada en 2003, es un concepto totalmente diferente al de las otras marcas ya que su creación no está dirigida a la venta de prendas de vestir, se centra en artículos de decoración del hogar, sábanas, vajillas etc.

Información relevante ejercicio 2013

Número de Tiendas	437
Número de países	48
Ventas netas	548 (millones de euros) lo que supone un 21% más

6 Evolución del sector Industria textil-confección

La industria textil se encuentra dentro del sector industrial, la podemos definir como la parte de la economía que se dedica a la producción de fibras tanto sintéticas como naturales, y todos aquellos productos relacionados con la confección de ropa. En algunas ocasiones se le suele incluir a la industria del calzado.

Primero vamos a analizar la importancia de la Industria textil-confección tanto a nivel nacional como en la UE. La industria textil en España ha desempeñado un papel muy relevante tanto a nivel económico como social a lo largo de toda su historia, actualmente lo forman cerca de 14.000 empresas que dan trabajo aproximadamente a 150.000 personas. Estos datos se alejan mucho de los cerca de 400.000 empleos que generaban en España a principios de los 90, periodo en el que se produjo una descentralización de la mayoría de las fábricas, sobre todo al mercado Asiático con el objetivo de reducir los costes de producción.

España actualmente cuenta con grandes empresas del sector textil como son Inditex, Cortefiel o Mango.

A nivel Europeo la forman 177.000 empresas que generan cerca de 2 millones de puestos de trabajo.

En pleno siglo XXI el futuro del sector pasa por adaptarse al entorno y afrontar nuevos retos, tecnológicos, nuevos competidores, mercado chino:

Uno de ellos es el uso de la ciencia e innovación tanto en la fabricación de nuevos tejidos como en la implantación de los nuevos avances tecnológicos en las propias prendas (prendas que miden el pulso cardiaco, regulan la temperatura).

Cambios tecnológicos en los canales de distribución (mercado online para realizar las ventas). Debido a estos cambios, cada vez más empresas están invirtiendo en I+D+I departamento que antes no tenía una presencia relevante en dicho sector. Esto además, exige una modernización tanto de los procesos productivos como en la formación y contratación de los nuevos empleados.

Una prueba de que la base del futuro textil pasa por I+D+I es la creación de la plataforma tecnológica textil Española así como The European technology platform.

Estas nuevas oportunidades de negocio pueden generar una ventaja competitiva muy importante y de no implementarlas en un futuro puede provocar que se expulse del sector, como ya ha pasado en el futuro a empresas tan emblemáticas como Kodak o Nokia.

La elevada competencia que están generando los países emergentes, en especial China, que debido a que los costes tanto salariales como productivos son mucho más bajos, les permiten ofrecer sus productos a precios mucho más bajos, pero con una peor calidad. Todo esto está provocando una pérdida de competencia del mercado Europeo. También hay que hacer especial hincapié en la entrada masiva de las falsificaciones.

Para combatir estos problemas la UE ha propuesto y tomado una serie de medidas:

- Supervisión de las importaciones mediante declaraciones de aduana
- Mayor control de las mercancías por parte de las autoridades para interceptar la entrada productos falsificados, así como la creación de acuerdos entre la UE y china.
- Imponer tasas antidumping para ciertos productos
- Imponer cuotas de importación a algunas categorías de productos textiles (como ya se impusieron en 2005)

Todas estas medidas son difíciles de imponer, ya que China es miembro de la Organización mundial de comercio, lo que limita algunas de estas medidas. Además, pueden provocar tensiones en las relaciones comerciales, provocando un reducción de las exportaciones Europeas hacia China, el cual es uno de sus principales importadores.

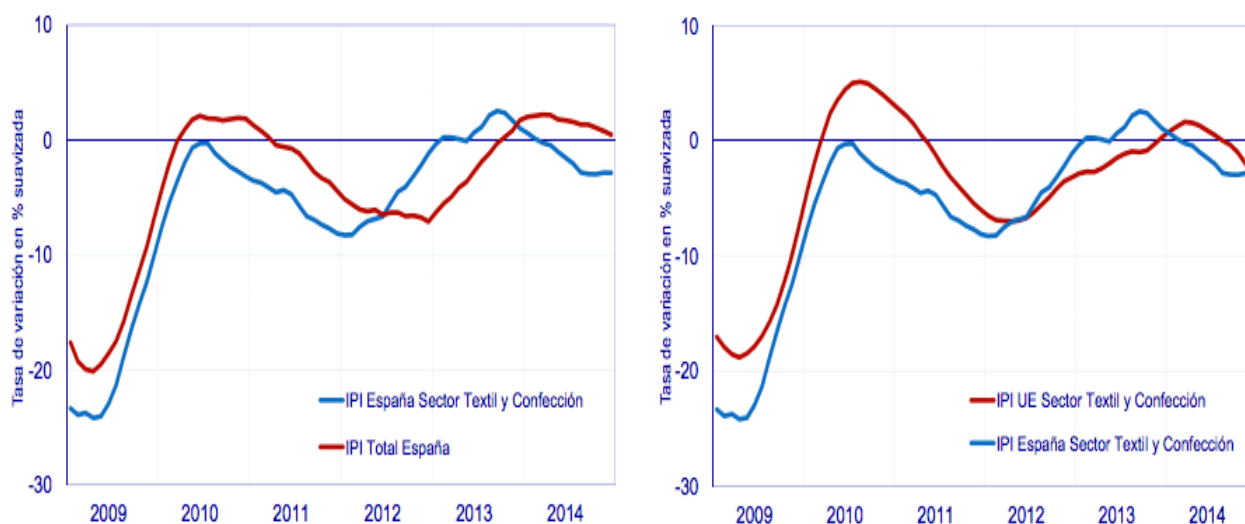
6.1 Evolución de la producción textil y confección

Como vemos en el siguiente gráfico, la producción textil y confección a principios de la crisis económica sufrió una reducción considerable, debido a la reducción del consumo mundial, unido a que la industria de la moda no es un producto básico, por lo que es un producto que se ve muy perjudicado en etapa de crisis económica. Actualmente la producción se encuentra en niveles previos a la crisis.

El gráfico de la izquierda nos muestra la variación en el índice de producción Industrial total (IPI) y el textil en España. Como vemos, la variación en la producción del sector Industrial en su conjunto como del textil son muy parecidas, sin embargo, la variación que experimenta IPI textil en España es mayor, debido a que el sector textil es más sensible a los cambios en el consumo de la economía.

El gráfico de la derecha nos muestra la diferencia en el IPI textil de la UE con el de España, vemos que la variación en la producción del sector en la UE se ha mostrado menos contractiva en los últimos años (España ha tardado más en salir de la crisis económica.)

Ilustración 1 Evolución índice de producción Industrial en España y Europa



Fuente :INE (IPI; índice de producción industrial)

7 Evolución y trayectoria de la acción y del DPA

El grupo Inditex debutó en el Ibex 35 el 23 de mayo de 2001 a un precio de 14,70 euros por acción. La oferta pública de venta (OPV) sacó al mercado el 22,69% de la compañía, teniendo en cuenta el Green Shoe llegó al 26,09%, es decir, el porcentaje que pueden comprar los bancos colocadores. En total se sacaron al mercado 141.430.957 de acciones, con un valor nominal de 0,15 euros. Todas ellas pertenecen a la misma clase, por tanto, cuentan con los mismos derechos.

Los bancos colocadores en la salida a bolsa fueron BBVA, Morgan Stanley, BSCH y Schroders.

La colocación de las acciones se hizo de la siguiente manera:

- En un 40% para el tramo minorista nacional, el cual tenía que comprar un mínimo de 80 acciones.
- Un 15% para inversores institucionales nacionales y un 45% destinado inversores internacionales.
- Los empleados recibieron 50 acciones por año trabajado, con un máximo de 1000 acciones.

Actualmente Amancio Ortega es el accionista mayoritario, posee una participación del 59,2% de la sociedad, a través de las sociedades Gartler S.L con un 50% y Partler S.L con un 9,2%. Hasta el día de su muerte Rosalia Mera, cofundadora de Inditex poseía un 7% de la compañía.

El 28 de julio de 2014, se llevo a cabo un Split en las acciones de Inditex, en la que cada acción antigua se convertía en 5 acciones nuevas. Las 623,3 millones de acciones pasaban a 3.116,6 millones, es decir, se diluyó el valor de la acción que en ese momento cotizaba a 111,45 euros paso a valer 22,29 euros.

El principal motivo de realizar esta operación, fue el de equiparar el valor de la acción al resto de valores que cotizaban en el Ibex 35, así como el de equiparla al resto de sus competidores y una manera de incentivar la compra-venta de las acciones.

Esta estrategia se realiza debido a que a los ojos de los inversores menos expertos, la acción les parece que está mucho más barata, cuando en realidad lo único que se produce es una reducción del precio debido al incremento en el número de acciones. La rentabilidad de la acción y el BPA bajan al igual que el precio de la acción.

Desde su salida a bolsa la acción a experimentado una revalorización del 755%, es la segunda empresa del Ibex en capitalización bursátil con un valor de 94,5 mil millones de euros, justo por detrás del Banco Santander. El capital social a 28 de julio de 2014 ascendía a 93.500.000 de euros.

En el gráfico inferior:

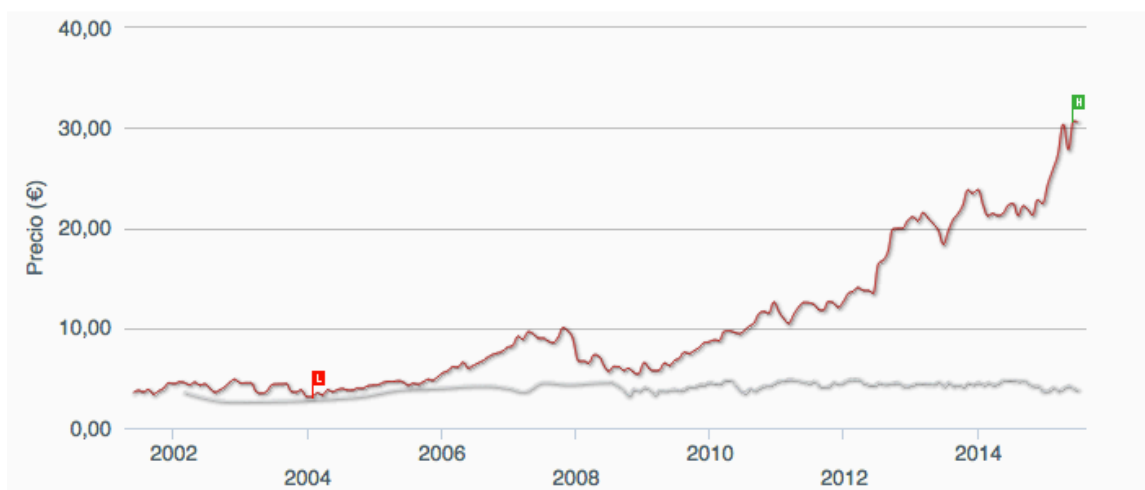
-La línea roja es la evolución en la cotización de Inditex.

-La gris la evolución del Ibex.

Vemos que desde su salida a bolsa, la cotización ha experimentado una tendencia creciente, el único periodo en el que la acción no siguió esa tendencia alcista fue desde finales de 2007 hasta mediados de 2009 periodo que coincide con el inicio de la crisis económico financiera, periodo en el que el Ibex 35 descendió un 42%.

Otro dato en el que nos debemos fijar es que desde que Inditex realizo el Split el 28 de julio de 2014 la acción se ha revalorizado un 45%, este dato confirma la hipótesis de que al reducir el precio, la acción se convierte más líquida y asequible a los ojos de los inversores (sobre todo de los menos expertos.)

Ilustración 2 Evolución índice de producción Industrial en España y Europa



Fuente: pagina web Inditex

7.1 Evolución DPA en euros

Inditex comenzó a repartir dividendos entre sus accionistas en 2002, los dividendos se han ido incrementando año a año, actualmente se destina el 57% del beneficio neto que genera la empresa para repartir dividendos. Como vemos en el cuadro inferior el dividendo por acción se ha incrementado en más de un 117%.

La rentabilidad por dividendo de 2014, cogiendo el precio de cotización del último día de 2014 y el dividendo de 2014 fue de 1,73%.

Tabla 2 Evolución del dividendo por acción

2014	2013	2012	2011	2010
0,416	0,382	0,348	0,284	0,194

Fuente: elaboración propia

7.2 Valor patrimonial acción frente precio por acción

En el gráfico inferior podemos observar la evolución del valor patrimonial de la acción frente al valor de la acción en el mercado, los datos los he obtenido de las cuentas anuales de la empresa.

El número de acciones que he cogido han sido las actuales, es decir, después del Split. Por lo que el valor de las acciones anteriores al Split los he tenido que ajustar. Como vemos tanto el valor patrimonial ha ido aumentando de forma constante año a año, en torno a un 14%.

El valor de la acción mide las expectativas que tienen los inversores, vemos que desde el año 2012 experimenta un gran crecimiento.

Hay una gran diferencia entre el valor patrimonial de la acción y el valor de cotización, eso se debe a que el valor patrimonial no recoge las expectativas futuras de la empresa.

Tabla 3 Valor patrimonial por acción frente a valor cotización

(millones de €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Patrimonio neto	4.749	5.371	6.423	7.456	8.482	9.278	10.468
Número acciones	3.116,6	3.116,6	3.116,6	3.116,6	3.116,6	3116,6	3.116,6
Valor patrimonial acción	1,52	1,72	2,06	2,39	2,72	2,98	3,36
Valor cotización 31 Dic	5,98	9,128	11,038	13,34	20,64	23,96	30

Fuente: Elaboración propia

8 Análisis de las cinco fuerzas de Porter

1 Poder negociador de los proveedores

En el caso de Inditex podemos decir que el poder negociador de los proveedores es bajo o muy bajo.

En primer lugar existen un gran número de proveedores de tejidos textiles por lo que si uno no cumple los parámetros de calidad, precio y plazo de entrega que exige Inditex, cambiara de proveedor, además el coste de cambio de proveedor en este caso no sería muy elevado.

En segundo lugar la mayor parte del proceso de producción es llevado por la misma empresa por lo que los proveedores no tienen poder para parar el proceso productivo.

2 Amenaza de productos sustitutivos

Podemos decir que la amenaza de productos sustitutivos es alta debido a los siguientes factores:

1. Inditex se encuentra en el sector textil de venta al minorista, sector en el cual los productos tienen un alto grado de sustitución, debido a la gran oferta existente y a la competencia directa en precios.
2. La mayoría de los productos que ofertan sus marcas van dirigidos a un público joven con una capacidad adquisitiva medio-baja, lo que incrementa el potencial de sustitución por productos de otras marcas.
3. Ofrece productos con una baja diferenciación y que son fáciles de copiar por sus competidores.

3 Amenaza de nuevos competidores

La amenaza de entrada de nuevos competidores depende de las barreras de entrada. En la distribución de ropa minorista (sector en el que se encuentra Inditex), si bien podemos decir que cualquier persona puede abrir una tienda de moda con cierta facilidad, pero ciertamente no se encontraría dentro los competidores significativos de Inditex.

Los competidores potenciales podríamos decir que son aquellos capaces de establecer sus tiendas en la mejores zonas, que tengan una imagen de marca global o nacional y una capacidad de distribución rápida.

Para poder llegar a ser un competidor potencial de Inditex las barreras de entrada más importantes son:

1. Requisitos de inversión altos
2. Tiempo para dar a conocer la marca
3. Economías de escala
4. Sistema de distribución en tienda complejo

4 Poder negociador de los clientes

El poder negociador de los clientes en el sector de venta al minorista es muy bajo debido a los siguientes factores:

- El número de clientes es muy elevado, están poco organizados y muy repartidos geográficamente.
- El volumen de compra de cada uno de ellos es muy bajo en comparación con el volumen total de ventas.
- Riesgo de integración vertical hacia atrás es muy bajo por el elevado coste que supone.

A los clientes en este sector los podemos definir como: clientes poco fieles a las marcas, su decisión de comprar ropa de una marca u otra suele estar influenciado por el precio, aunque cada vez más, las marcas están sacando tarjetas de fidelización que ofrecen mejores condiciones de pago descuentos

En este sector el cliente no cuenta apenas con costes de cambiar a otro competidor.

5 Rivalidad entre competidores

El sector de la distribución minorista de ropa existe una gran rivalidad entre los competidores. Esto provoca una competencia agresiva en el diseño, precio y formas de vender el producto. Las empresas están empezando a copiar las estrategias y los puntos fuertes de sus rivales.

H&M ha copiado la estrategia de Inditex por diversificar en varias cadenas, mientras que Inditex ha copiado el concepto de tiendas grandes de H&M.

A nivel internacional los 2 principales competidores por volumen de facturación son:

H&M

Empresa Sueca creada en 1947, se dedica al sector de la distribución minorista de ropa. En la actualidad bajo sus 6 marcas, diseña y vende ropa, complementos y zapatos, así como complementos para el hogar con H&M home. Su target sobretodo se centra en un público joven y femenino

Facturación (en millones de euros) 2014 y 2013: 16.641 y 14.497

Tiendas: 3.132

Mercados: 55

Gap

Empresa Americana creada en 1969 dedicada al sector de la distribución minorista de ropa. Fue líder mundial por facturación hasta 2008, año en el que Inditex le arrebató el puesto. En la actualidad bajo sus 6 marcas, diseña y vende ropa para todo el mundo.

Facturación (en millones de euros) 2014 y 2013: 13.000 y 11.708

Tiendas: 3.450

Mercados: 53

Actualmente, en este sector están apareciendo nuevos competidores como pueden ser Primark o Fast retailing, los cuales están creciendo muy rápidamente, con un incremento de sus ventas exponencial y una mayor presencia internacional.

Fast Retailing

Empresa Japonesa creada en 1963 dedicada al sector de la distribución minorista de ropa. Actualmente cuenta con 5 marcas.

Facturación (en millones de euros) 2013 y 2012: 6.332 y 4.600

Tiendas: 268

Mercados: 9

Primark

Empresa Irlandesa creada en 1969 dedicada al sector de la distribución minorista de ropa. Ofrece una gran variedad de productos tanto de moda, complementos y productos para el hogar a un bajo precio. Para comprobar su rápido crecimiento, en tan solo 9 años, ha conseguido adelantar a H&M en facturación en el mercado Español, es si todavía se encuentra muy lejos de Inditex que es la que ocupa la primera posición.

9 Análisis Pest

Este análisis se suele realizar antes del análisis DAFO, ya que nos permite conocer la evolución del entorno en el que opera Inditex, para ello vamos a realizar un análisis tanto económico, social, tecnológico y medioambiental, que en un primer lugar habría que hacerlo político, sin embargo, al situarse en 84 países dependerá de las políticas tomadas por cada uno de ellos y me ha parecido correcto sustituirlo por el medioambiental debido a la importancia adquirida en los últimos años.

Ámbito Económico

En los últimos años tanto a nivel nacional como internacional hemos atravesado una fuerte crisis económica.

La situación económica actual es mucho mejor que la de hace uno años, periodo en el cual nos encontrábamos inmersos en una crisis económica. La unión europea en los últimos 3 años ha experimentado una evolución creciente, pasando de un decrecimiento del -0,5% del PIB en 2012 a crecer un 1,3% en 2014. En España ha pasado una situación muy similar pasando de un decrecimiento del -2,1% en 2012 a crecer un 1,4% en 2014.

Además, las perspectivas para el futuro tanto en el mercado nacional como internacional son mucho mejores, con un crecimiento esperado del PIB del 2,9% y 2,8 en 2015 y 2016 en el mercado nacional y de un 3,5% y 3,8% en 2015 y 2016 a nivel mundial.

El IPC se encuentra en tasas negativas y las perspectivas de cara al 2015 y 2016 la sitúan en torno al 0,5% y 1%.

El descenso del precio del barril de Brent (60 Euros), como ya he mencionado anteriormente Inditex tiene un sistema de distribución centralizado, es decir, todos los productos se reparten desde España. Por lo que el descenso del precio le va a permitir reducir los costes.

Aumentar la presencia en de los países emergentes como India o Brasil para aprovechar el fuerte crecimiento económico que están experimentando.

Análisis Socio-Cultural

En los países desarrollados se espera un decrecimiento y envejecimiento de la población para los próximos años, sin embargo, será compensado por los países menos desarrollados (India, países latinoamericanos etc.) Al operar a nivel internacional tendrá que aprovechar este cambio de tendencia e ir creciendo en aquellos mercados en los que van a experimentar un mayor crecimiento demográfico.

En el lado cultural, al operar en distintos países Inditex adapta la moda a la cultura y los gustos de cada país.

Análisis medioambiental

La preocupación de la sociedad por el medio ambiente, en concreto por el cambio climático es una obviedad, por ello Inditex desde hace años, lleva a cabo una política medioambiental, que se centra en 3 puntos clave:

1. Reducción del nivel energético, mediante la creación de tiendas ecoeficientes, el uso de nuevas tecnologías, para conseguir reducir las emisiones de (CO2).
2. Programas para aumentar la masa forestal y para fomentar la protección del medio ambiente.
3. Inditex ha firmado un compromiso de vertido cero de productos químicos para el 2020, así como un uso más eficiente del agua.

Análisis tecnológico

Inditex cada vez realiza un mayor gasto en I+D+I, ya que sabe que es un factor determinante para el futuro.

Cada año abre nuevas tiendas online en nuevos mercados, los avances tecnológicos permiten ahorra en costes energéticos y en dotar de mayor rapidez al proceso productivo y de distribución (tecnología led, equipos más eficientes, tecnología RFID etc.)

10 Análisis DAFO

Este análisis nos va a permitir conocer la situación en la que se encuentra Inditex, analizando primero las características internas (con sus debilidades y fortalezas), segundos sus características externas (con las oportunidades y amenazas).

10.1 Análisis Interno

Debilidades

1 Competencia entre las marcas del mismo grupo: Inditex cuenta con 8 marcas y sobretodo hay 5 de ellas que ofrecen productos muy similares. Lo que puede provocar canibalismo entre las marcas del mismo grupo.

2 Escasa publicidad: Inditex apenas asigna recursos para la publicidad (alrededor de un 0,5% de sus ventas), lo que le permite reducir considerablemente los costes. Por otro lado la competencia asigna alrededor de un 5% de sus ventas, además suelen contratar a algún famoso como imagen de marca (David Beckam en el caso de H&M).

Esta estrategia que le ha ido funcionando a lo largo de su historia, puede que la tengan que replantear, ya que la competencia está ganando más protagonismo y se está acercando cada vez más a su nivel de ventas.

3 Menor calidad: Algunas de las marcas del grupo Inditex suelen estar asociadas a menor calidad en España, mientras que en el extranjero está asociada como un producto de calidad (se venden a un precio mucho más alto). Esta diferenciación entre la percepción de marca a nivel nacional e internacional a la larga puede que afecte a su imagen. Si los extranjeros no perciben la relación calidad-precio que el grupo Inditex vende puede que se sientan engañados y no vuelvan a comprar.

4 Escándalos: Tiene que tener más cuidado con que proveedores decide trabajar ya que varios de los escándalos que han le ha salpicado en los últimos años se han producido por sus proveedores.

- El incendio de la fábrica de Bangladesh saco a relucir las condiciones en las que trabajaban los trabajadores de alguno de sus principales proveedores.
- En Brasil en el año 2011 se produjeron denuncias contra el grupo Inditex por las condiciones laborales, finalmente pago 1,4 millones de euros para mejorar las condiciones de trabajo en las empresas proveedoras.

- Zara fue denunciada por plagio en el diseño de alguna de sus camisetas, finalmente se vio obligada a retirarlas.
- La mala publicidad a través de escándalos puede afectar a la reputación de la marca.

Fortalezas

1 Producción just in time: Este sistema basado en la fabricación de prendas que estiman que se van a vender le permite, reducir los costes de almacenamiento y logran una distribución más rápida de sus prendas.

2 Bajo coste de financiación: El grupo Inditex apenas utiliza financiación externa, se financia con recursos propios y gracias a sus propios proveedores.

3 Fases de Fabricación propia: La mayor parte de las fases de fabricación y distribución las llevan a cabo ellos mismos, por lo que reducen costes, tiempo de fabricación y menor competencia.

4 Crecimiento constante: Desde su creación Inditex ha conseguido un crecimiento constante y progresivo año a año, incluso en épocas de crisis económica.

5 Imagen de marca: Las marcas del grupo Inditex ya sean Zara, Massimo Dutti son reconocidas internacionalmente, lo que les facilita la entrada en nuevos mercados.

6 Publicidad: Lo que antes decíamos que podía ser una debilidad también puede verse como fortaleza. A pesar de la baja inversión en publicidad Inditex consigue aumentar sus ventas, esto lo consigue con una imagen de marca fuerte, buena localización de sus tiendas y con una renovación constante de sus escaparates.

7 Fuerte presencia internacional: El grupo Inditex está presente en 84 mercados con cerca del 80% de sus ventas fuera de España. Considero que aun tiene capacidad de crecimiento, ya que algunas de sus marcas como Oysho o Zara Home no se encuentran en tantos mercados.

8 Servicio post-venta: Ofrece: Cómodos plazos de devolución, además ofrece devolución gratuita por la realización de compras online, lo que facilita la compra compulsiva.

9 Diferentes marcas: Inditex cuenta con 8 marcas lo que le permite llegar a diferentes segmentos de la población de una manera más eficiente.

10 Responsabilidad Social corporativa: Implantación de un sistema de responsabilidad social corporativa que abarca producto, empleados, comunidad y medio ambiente. Según el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) Inditex se encuentra entre los líderes mundiales en sostenibilidad.

11 Nuevas tecnologías: El uso de nuevas tecnologías es indispensable y el grupo Inditex conoce la importancia de la implantación de la misma. En 2014 se presentó el proyecto de implantación de la tecnología de identificación por radiofrecuencia (RFID) lo que le permite identificar tallas y modelos de una forma más rápida y comunicarlo de forma directa al centro logístico.

También conoce la importancia de las nuevas tecnologías a la hora de publicitarse (utiliza blogs, presencia en redes sociales) y en el proceso de venta (mediante su tienda online)

10.2 Análisis externo

Oportunidades

1 Ley de unificación de marcas: Al estar presente en diferentes países y tener varias marcas le beneficiaría.

2 Marca deportiva: El grupo Inditex no cuenta con ninguna marca de ropa deportiva, por lo que podría aprovechar el auge actual que hay por la vida saludable y el deporte para sacar una línea deportiva.

3 Creación de outlets: Abrir outlets para vender los productos de temporadas pasadas o los menos vendidos de las 8 marcas (Zara, Oysho, Massimo Dutti, Etc) en un mismo espacio.

4 Avance tecnológico: Aprovechar los avances tecnológicos para aplicarlos a sus productos y darles un valor añadido, aplicarlos a los procesos de producción y distribución para seguir manteniendo la estrategia empresarial "just in time" que tanto la diferencia de la competencia.

5 Productos ecológicos: Vender prendas que estén realizadas únicamente con materias primas y productos ecológicos (telas, tintes, algodón etc.)

Amenazas

1 Aumento de la competencia: El aumento de la competencia en el sector textil con la aparición de nuevas marcas.

2 Envejecimiento de la población: El envejecimiento de la población mundial puede ser un problema, ya que la mayoría de los productos que ofrecen las diferentes marcas del grupo están orientados a un público joven.

11 Análisis financiero

Para realizar el análisis financiero primer realizaré un estudio de la estructura del balance de situación, un análisis de la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias, posteriormente análisis del fondo de maniobra y terminare con el análisis de diferentes ratios.

11.1 Análisis Balance de situación

El balance de situación nos muestra la situación financiera de una empresa en un momento dado. Se divide en 2 partidas: Por un lado **ACTIVO** (Activo corriente, Activo no corriente) y por otro lado **PASIVO** (Patrimonio Neto, Pasivo corriente y Pasivo no corriente).

En el caso de Inditex, voy a realizar un análisis de la evolución del balance desde el año 2009 al 2013.

En el lado del activo las dos partidas más importantes son el inmovilizado material y el efectivo, han representado cerca del 70% del activo total durante los últimos 6 años, esto nos da a entender en un primer momento que es una empresa con un gran volumen de activo y que con una capacidad ociosa del efectivo. Otro partida importante es la de existencias con cerca de un 12% del activo total. Al tratarse de una empresa de venta de ropa es normal que deba tener un volumen de existencias para hacer frente a la demanda.

En el lado del Pasivo, la partida más importante es la de acreedores que se ha ido incrementado en los últimos 5 años hasta representar el 75% de la suma del Pasivo corriente y no corriente, mientras que la deuda financiera tanto a LP como CP ha ido disminuyendo hasta representar un 0,15% del total del Pasivo corriente y no corriente, es decir, que la empresa está financiando parte del activo a CP a través de sus proveedores.

La otra partida más importante es la del fondos propios que representan un 67% de la suma del pasivo y el patrimonio neto, es decir, Inditex se esta financiando a través de recursos propios (no tiene problemas de financiación, empresa solvente).

11.2 Fondo de maniobra

Fondo de maniobra = Activo corriente – Pasivo corriente

Nos muestra lo posición de liquidez a CP o que parte del Activo a CP está financiado por el Pasivo LP. El valor óptimo dependerá del sector en el que operemos.

- Si el fondo de maniobra nos da negativo, significara que la empresa tiene problemas de liquidez.
- Si el fondo de maniobra es muy elevado, puede ocasionar una pérdida de rentabilidad.

En el caso de Inditex, vemos que ha tenido un fondo de maniobra positivo con tendencia creciente. Podemos sacar dos conclusiones:

- 1-La cantidad total de activo corriente que disponemos una vez hemos hecho frente a las obligaciones a CP.
- 2-La cantidad de activo corriente que es financiado por el pasivo no corriente.

Tabla 4 Evolución fondo de maniobra

2009	2010	2011	2012	2013
1.638.835	2.527.605	2.734.515	3.207.086	3.302.719

Fuente: Elaboración propia

11.3 Análisis cuenta pérdidas y ganancias

Tabla 5 Evolución cuenta de pérdidas y ganancias (miles €)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas	11.083.514	12.526.595	13.792.612	15.946.143	16.724.439	18.116.534
Coste de la mercancía	4.755.505	5.104.573	5.612.216	6.416.825	6.801.507	7.547.637
Margen Bruto	6.328.009	7.422.022	8.180.396	9.529.318	9.922.932	10.568.897
Gastos de explotación	3.952.702	4.452.211	4.919.328	5.604.783	5.998.264	6.457.569
Otras pérdidas y ganancias	-1.118	-3.604	-3.396	-11.578	1.302	-8.256
EBITDA	2.374.189	2.966.207	3.257.672	3.912.957	3.923.366	4.103.072
Amortizaciones	645.801	675.738	735.666	796.117	855.090	904.887
EBIT	1.728.388	2.290.469	2.522.006	3.116.840	3.068.276	3.198.185
Resultados financieros	3.782	31.116	37.006	14.129	-18.182	34.483
Resultado antes impuestos	1.732.170	2.321.585	2.559.012	3.130.969	3.050.094	3.232.668
impuestos sobre beneficios	410.033	580.305	613.480	763.956	671.133	734.643
Resultado neto	1.322.137	1.741.280	1.945.532	2.367.013	2.378.961	2.498.025

Fuente: Elaboración propia

Analizando la cuenta de pérdidas y ganancias podremos ver como se desarrolla la actividad y como han ido evolucionado las distintas partidas de ventas, costes, beneficio neto en los últimos 6 años.

Primero el beneficio neto representa un 14% de las ventas totales, es decir, por cada 100 euros que vendemos Inditex gana 14 euros, y prácticamente se ha situado en torno a esa cantidad durante los últimos 5 años, a continuación veremos donde van los otros 86 euros que la empresa deja de ganar.

Si comparamos dicho margen con el de sus principales competidores Inditex es la que mejor margen obtiene, H&M la cual es su principal competidor en lo que a volumen de ventas se refiere, obtiene un margen del 12%, mientras que Gap que es el tercer competidor solo obtiene un margen del 8%.

La mayor parte de los ingresos que genera Inditex se diluyen por los costes, tanto por el coste de las mercancías como por los gastos de explotación, la suma de ellos suponen un el 75% de las ventas, además lo consigue mantener durante todos los años. A continuación explicare a que parte corresponde a cada uno:

- El coste de las mercancías representan el 40% del total de las ventas, algo normal ya que como comente anteriormente Inditex se encarga del 90% del proceso de producción y fabricación, lo que en un principio le podría generar unos costes mayores, sin embargo si los comparamos a los de sus principales competidores, el coste de las mercancías para H&M le representan un 40% de las ventas, mientras que a Gap un 61,7% de las ventas.

- Los gastos de explotación para Inditex representan un 35% de las ventas, mientras que para H&M representan el 40% de las ventas, mientras que para Gap solo representan un 25,6%.

Vemos que obtiene una ventaja competitiva frente a sus competidores en cuanto a costes se refiere, al tener un mejor control de los gastos tanto los que están vinculados exclusivamente al nivel de ventas como los que no.

Por lo que si solo tenemos en cuenta el resultado operativo, es decir, los ingresos que genera la empresa una vez se han descontado todos los gastos, el margen para Inditex se sitúa en un 23%, mientras que H&M obtiene un 14,5% y Gap un 13%, por lo que se encuentran todavía muy lejos de los niveles de rentabilidad de Inditex.

Un aspecto muy importante, es saber como se genera dicho beneficio, es decir, si se genera por la propia actividad que desarrolla empresa (en este caso venta de ropa) o por el contrario vienen de otras partidas como: “resultados financieros” o “otras pérdidas y ganancias netas” (en estas partidas estarían las inversiones financiera, los alquileres, ventas de inmuebles, empresa etc.)

En el caso de Inditex estas partidas no tienen ningún impacto significativo, por lo que el éxito de la misma se basa exclusivamente en su actividad.

Vemos que la evolución de ventas ha tenido un comportamiento creciente, aunque en el año 2014 aumentaron un 8%. La partida de coste de las mercancías se mantiene en torno al 40% durante los 5 años al igual que los gastos de explotación en un 35%. Nos da una idea del control del margen gastos que tiene, que apenas se ha movido en los últimos 5 años. El beneficio de explotación sobre ventas se mantiene en el 15%.

Tabla 6 Variación anual en la cuenta de PyG

	2009- 2010	2010- 2011	2011- 2012	2012- 2013	2011- 2014
Ventas	13%	10%	16%	5%	8%
Coste de la mercancía	7%	10%	14%	6%	11%
Margen Bruto	17%	10%	16%	4%	7%
Gastos de explotación	13%	10%	14%	7%	8%
Otras pérdidas y ganancias					
EBITDA	25%	10%	20%	0%	5%
Amortizaciones	5%	9%	8%	7%	6%
EBIT	33%	10%	24%	-2%	4%
Resultados financieros					
Resultado antes impuestos					
impuestos sobre beneficios					
Resultado neto	32%	12%	22%	1%	5%

Fuente: Elaboración propia

11.4 Ratios financieros Inditex

Rentabilidad del activo (ROA)

Rentabilidad del activo (ROA) = EBIT/Activo Total

Como su propio nombre indica mide la rentabilidad de los activos de una empresa, es decir, cuanto aporta cada unidad de activo a la rentabilidad de la empresa.

Para crear una ventaja competitiva es recomendable que se sitúe por encima del 20%.

Utilizo el EBIT y no el beneficio neto debido a que este muestra de una manera más fiel la productividad de los activos ya que se incluyó el beneficio neto puede estar distorsionado para manera en la que se financian los activos o por la tasa impositiva del país en el que se opere.

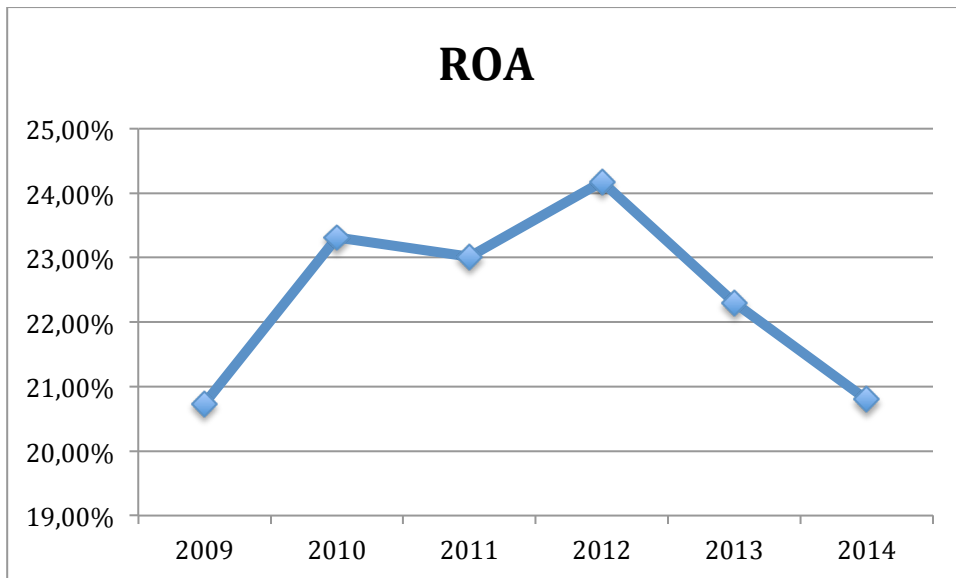
Cuanto más alto sea este ratio mayor será la productividad de los activos de la empresa.

En el caso de Inditex he estudiado la evolución durante el periodo 2009 al 2014. Vemos que durante todos los años se sitúa por encima del 20% y tiene tendencia alcista, sin embargo, en los dos últimos años ha descendido, debido a que el gran volumen de tiendas que ha abierto no han generado la misma rentabilidad.

En los próximos años tendría que mejorarlo para equipararse a sus competidores, ya sea disminuyendo el número de activos o aumentando el BAIT.

El ROA de H&M en el año 2014 se situaba en un 33%, mientras que el de Gap se situaba en un 27%.

Ilustración 3 Evolución ROA



Fuente: Elaboración propia

Rentabilidad sobre los fondos propios (ROE)

$ROE = \text{Beneficio Neto} / \text{Fondos propios}$

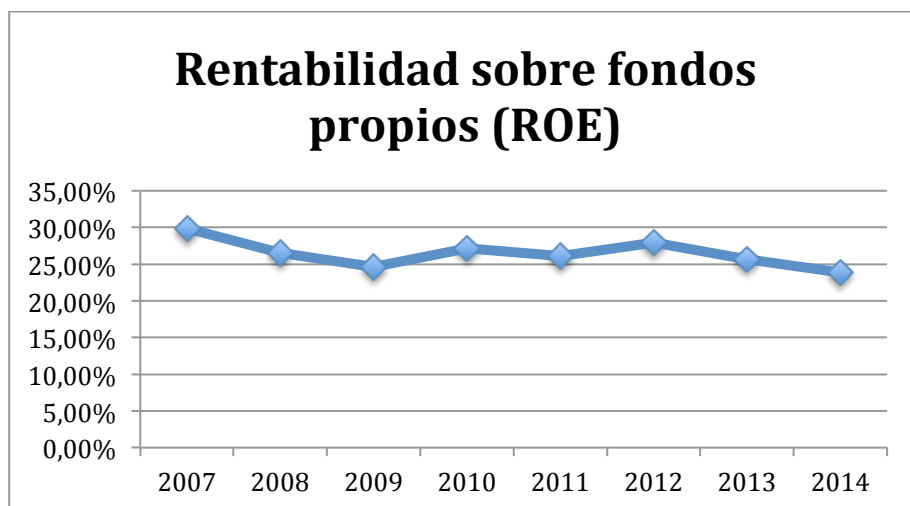
Mide la rentabilidad obtenida por los fondos aportados por los propietarios en relación al beneficio neto, es decir, por cada euro que aportan los propietarios que porcentaje de rentabilidad obtenemos.

Un porcentaje elevado significa que la compañía sabe utilizar y reinvertir bien los recursos de la propia compañía.

En los últimos 8 años el ROE ha oscilado entre un 25% y 30% (lo que significa que por cada euro que han invertido se ha obtenido un beneficio de 0,23 euros).

Inditex está obteniendo una rentabilidad elevada y estable aunque se sitúa muy por debajo de H&M que en 2014 se situaba en un 38% y aun más de Gap que se situaba en un 42%.

Ilustración 4 Evolución ROE



Fuente: Elaboración propia

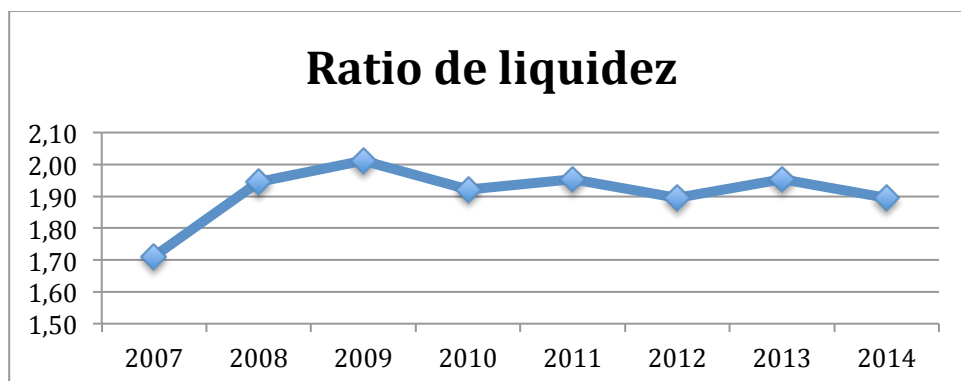
Ratio de liquidez

Ratio de liquidez = Activo corriente/pasivo corriente

Mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones y deudas a corto plazo. Lo mejor es que se sitúe en el intervalo entre 1 u 2. Si se situara por debajo de uno significaría, que la empresa tendría que hacer frente a sus deudas a Cp a partir de su activo corriente.

En el caso de Inditex, el resultado es superior a 1, además, muestra una tendencia creciente desde 2007 al 2014. En 2014 el ratio fue de 1,95 lo que significa, que por cada euro que la empresa tenía de deuda, tenía 1,95 euros que los respaldaban. Es un poco inferior al de su principal competidor H&M que es de 2,25 mientras que el de Gap es de 1,93.

Ilustración 5 Evolución ratio liquidez



Fuente: Elaboración propia

Ratio de prueba acida

Es parecido al ratio de liquidez, pero es aun más exigente ya que solo tiene en cuenta la caja de la empresa. El valor de Inditex durante los últimos años se sitúa en torno a 1, que es el resultado más recomendable ya que únicamente con la caja disponible, podría hacer frente a las deudas a Cp.

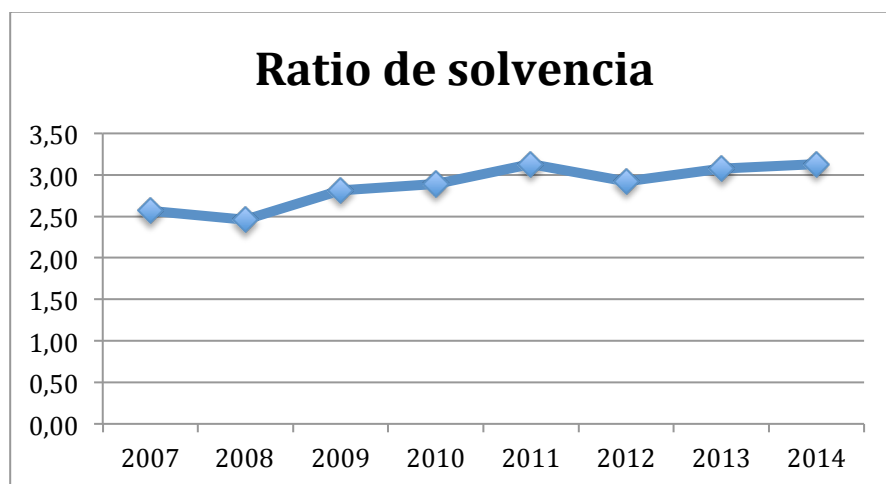
Ratio de solvencia

Ratio de solvencia= Activo total/ pasivo exigible

Mide la capacidad de la empresa de hacer frente a sus deudas, ya sean a largo o corto plazo, es decir, comprobar si la empresa cerrara si sería capaz de hacer frente a los pagos con la venta de sus activos. El mejor resultado sería que se situara en torno a 1,5.

En el caso de Inditex, vemos que es una empresa muy solvente. Desde 2007 a 2014 sigue un tendencia creciente situándose incluso en valores demasiado elevados, ya que lo que puede pasar es que al poseer tantos activos, (ejemplo caja) al no estar reinvertidos con el paso del tiempo pueden perder valor. H&M cuenta en 2014 con un valor de 3,1 que es prácticamente el mismo al de Inditex, sin embargo, Gap cuenta con un ratio de 1,6 igual al nivel recomendado.

Ilustración 6 Evolución ratio de solvencia



Fuente: Elaboración propia

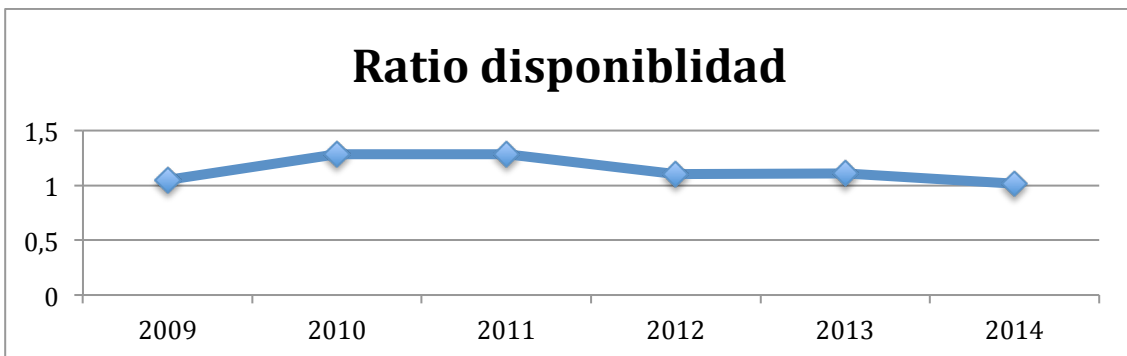
Ratio disponibilidad

Ratio disponibilidad = efectivo/ pasivo corriente

Este ratio mide la capacidad de la empresa de hacer frente a los pagos a corto plazo. El valor medio optimo podríamos decir que se sitúa en torno a 0,3 aunque todo depende del sector en el que opera la empresa.

En el caso de Inditex, vemos que el ratio muestra en los últimos años una tendencia decreciente hasta situare por encima de 1, esto significa que no tiene ningún problema para hacer frente a sus pagos a corto plazo (con la caja que dispone podría hacer frente a todos sus deudas a corto plazo), sin embargo, no es bueno tener un valor tan alto ya que se genera un coste de oportunidad, es decir, está desaprovechando recursos de los que podría generar una mayor rentabilidad. Tendría que reducirlo a niveles del año 2008 cuando se situaba en 0,6. Si lo comparamos con H&M y Gap en el 2014 obtuvieron un 0,69 y 0,67 respectivamente, vemos que las dos empresas tienen ratios mucho más cercanos al valor aconsejable.

Ilustración 7 Evolución ratio disponibilidad



Fuente: Elaboración propia

Ratio nº de años en pagar la deuda

Ratio nº de años en pagar la deuda = deuda a largo plazo/ beneficio neto + amortización

Este ratio nos muestra el tiempo (en años) que tardaría la empresa en devolver la deuda a Lp con los beneficios obtenidos ese mismo año.

Cuanto mas bajo sea mejor, además nos indicara que la empresa es rentable incluso para autofinanciar parte de su negocio, ya sea para adquirir otra empresa o de expandir el negocio.

En el caso de Inditex, vemos que desde el 2007 al 2013 mantiene una tendencia decreciente hasta llegar prácticamente a 0, lo que significa que con el beneficio obtenido de un año podría devolver toda la deuda a Lp en un periodo muy inferior al año.

Ratio calidad de la deuda

Ratio calidad de la deuda= pasivo corriente/ pasivo total

Este ratio nos indica que parte de la deuda es a corto plazo. Cuanto mayor proporción de deuda tengamos a LP supuestamente será mejor, ya que tendremos más tiempo para hacer frente a ella.

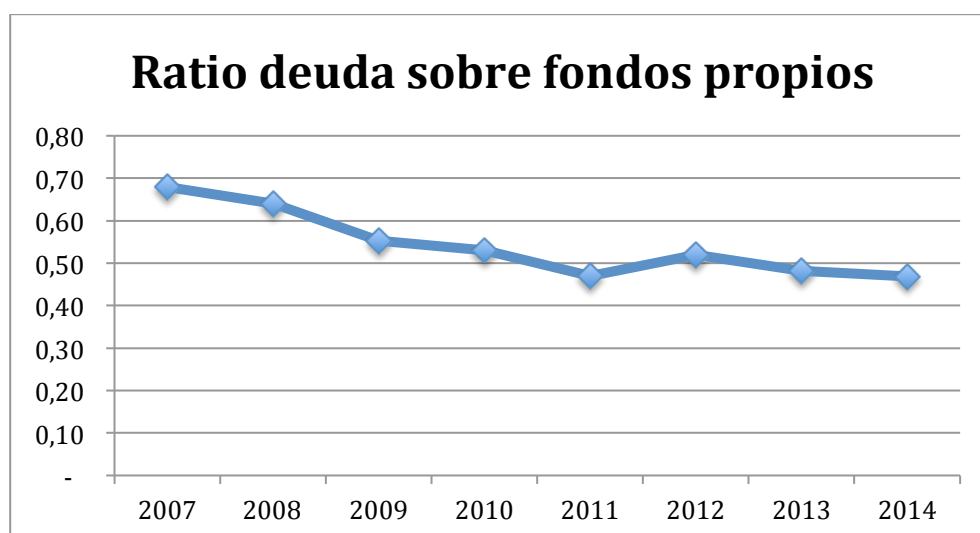
En el caso de Inditex, representa cerca del 80%, sin embargo, no es deuda financiera sino deuda que tiene con los proveedores.

Ratio de deuda sobre fondos propios (apalancamiento)

Mide el grado de apalancamiento de una empresa, es decir, si la compañía financia su actividad con mayor deuda o con sus fondos propios.

En el caso de Inditex, vemos que desde el 2007 al 2014 el ratio muestra una tendencia decreciente, en este caso, es positivo ya que significa que utiliza cada vez mas fondos propios que deuda para financiar sus operaciones (menos apalancamiento financiero). Por cada euro de fondos propios utiliza 0,43 € de fondos ajenos. El ratio de su principal competidor H&M en 2014 se situó en 0,45.

Ilustración 8 Evolución ratio deuda sobre fondos propios



Fuente: Elaboración propia

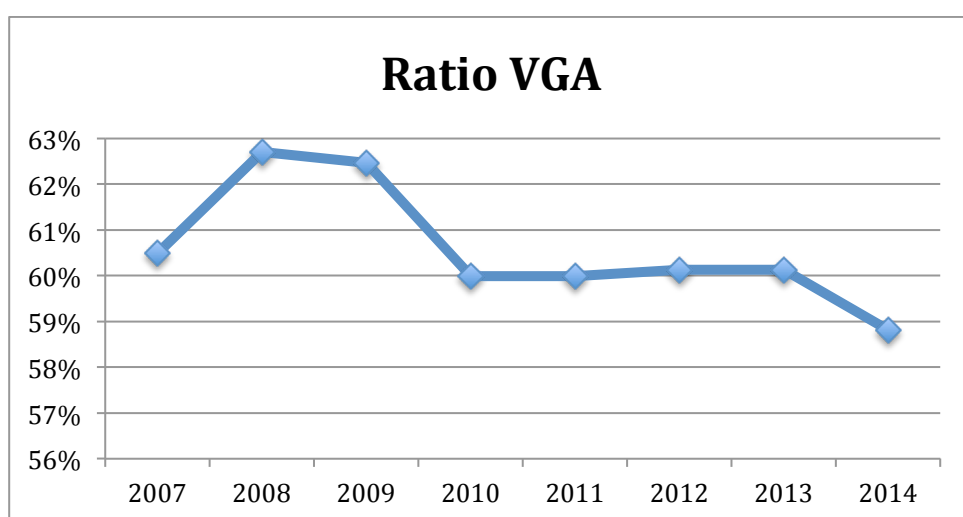
Ratio Gastos de explotación sobre Margen bruto

Ratio = gastos explotación/margen bruto

Los gastos de explotación, son los gastos propios de una empresa para llevar a cabo su actividad, (alquileres, sueldo de los empleados, etc.) Cuanto menores sean más competitiva será la empresa.

Para que suponga una ventaja competitiva el ratio tiene que situarse en torno al 30% y se desaconseja que sea superior al 80%.

Como vemos en el caso de Inditex, el ratio muestra una tendencia decreciente desde el 2007 al 2014 donde se sitúa en un 58% por lo que la evolución es muy positiva.



Fuente: Elaboración propia

Ratio rentabilidad sobre ventas

rentabilidad sobre ventas = beneficio neto/ ventas

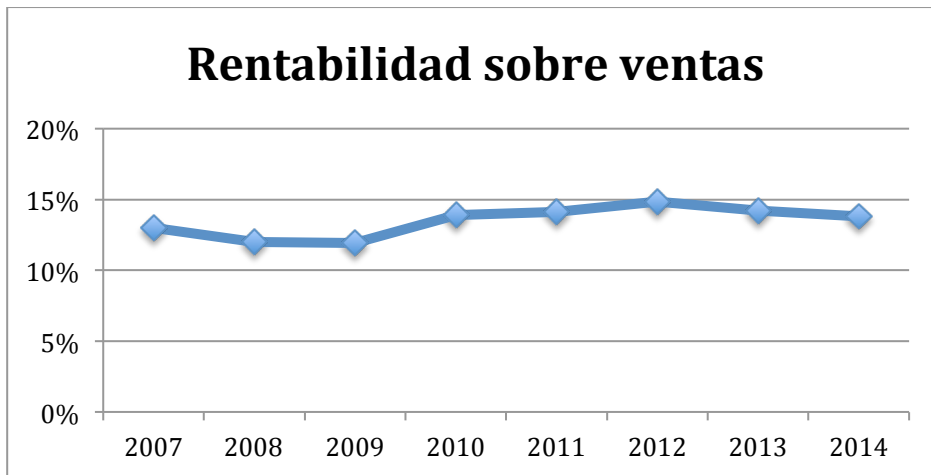
Mide la rentabilidad total que obtiene la empresa en relación a las ventas que realiza. Cuanto más alto sea mucho mejor, además la evolución del ratio nos puede hacer ver como se están comportando los gastos de la empresa, ya que, aunque aumenten las ventas, uno de los factores de que la rentabilidad baje es el de no llevar un control del gasto.

Entre las empresas que cotizan, suele haber relación entre un alto porcentaje de este ratio y una alta retribución para el accionista.

En el caso de Inditex, vemos como desde 2007 al 2014 el ratio ha ido aumentando, incluso en el periodo de crisis financiero algo que no suele pasar. Este dato nos muestra lo solida que es Inditex.

Su principal competidor H&M en 2013 generó una rentabilidad del 12% mientras que la de Inditex fue del 14%.

Ilustración 9 Evolución ratio rentabilidad sobre ventas



Fuente: Elaboración propia

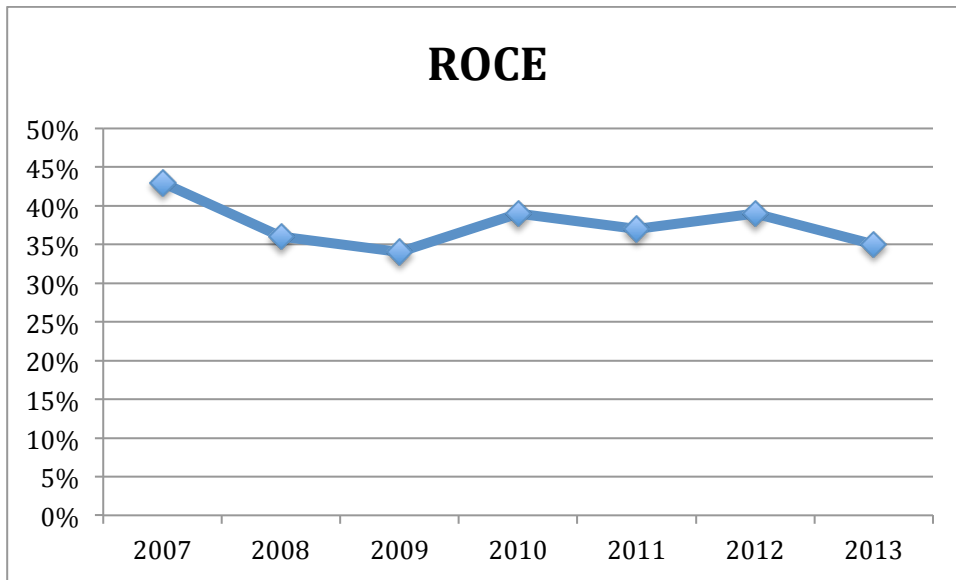
Rentabilidad sobre capital empleado (ROCE)

$$\text{ROCE} = \text{EBIT} / \text{Capital empleado}$$

Es un ratio que cada vez está tomando mayor protagonismo a la hora de valorar las empresas, mide la eficiencia y la rentabilidad del capital de la empresa, podemos decir que es un sustituto al ROA, sin embargo, la diferencia es que mientras el ROA lo calcula a través de todo el activo, el ROCE lo hace solo mediante aquellos activos que se están utilizando en la explotación. Las empresas que obtienen una rentabilidad mayor sobre el capital empleado serán más eficientes.

Vemos que con el paso de los años Inditex ha ido disminuyendo el ROCE, por lo que la rentabilidad obtenida de sus inversiones es cada vez menor. Mientras que H&M en los últimos años ha aumentado el ROCE hasta situarse en un 53% en 2014.

Ilustración 10 Evolución ROCE



Fuente: Elaboración propia

12 Valoración

Para llevar a cabo la valoración de Inditex me voy a centrar en el libro “Métodos de valoración” de Pablo Fernández.

Me voy a centrar en únicamente 3 métodos de valoración: contable, cuenta de resultados y descuento de flujos haciendo especial hincapié en el último de ellos.

12.1 Métodos de Balance

Estos métodos intentan calcular el valor de la empresa a partir del valor de su patrimonio. Son métodos que consideran que el valor de la empresa está reflejado en el balance de la misma.

No son métodos de valoración correctos ya que no tienen en cuenta la evolución futura de la empresa, el valor del dinero futuro, evolución del sector etc.(todo esto no queda reflejado en el balance).

12.1.1 Valor contable

El valor contable de las acciones se obtiene mediante la diferencia entre el pasivo total y el activo total o lo que es lo mismo, el valor del patrimonio neto.

El valor contable está sujeto a mucha subjetividad, ya que la contabilidad de cada empresa es compleja y diferente, mientras que el valor de la acción depende de las expectativas de los inversores. Podemos afirmar que en la mayor parte de las ocasiones el valor de mercado no coincide con el contable (es un método poco realista).

En el caso de Inditex en el año 2014 estaría valorada en 10.468.701 millones de euros.

12.1.2 Valor de liquidación

Sería el valor de la empresa en el caso de que la tuviéramos que liquidar, para ello tendríamos que calcular el valor real de todos los activos y venderlos para posteriormente cancelar todas las deudas contraídas. Con el dinero sobrante tendríamos que hacer frente a las indemnizaciones por despido de los empleados y otros gastos.

Al final nos quedaríamos con una cantidad que sería el valor de la empresa. Este método solo se suele utilizar en aquellos casos en los que el comprador quiere comprar la empresa para posteriormente liquidarla.

12.2 Valoración por descuento de flujos de caja

Es el método de valoración más utilizado y el que más se puede acercar a la valoración real de la empresa, aunque el valor se obtiene a partir de una serie de hipótesis, por lo que siempre se considera como un valor orientativo.

A la hora de realizar la valoración por DFC, vamos a dividir en 5 etapas:

1. Estimación de las proyecciones financieras
2. Free cash flow
3. Estimación de la tasa de descuento (wacc)
4. Estimación del valor residual
5. Cálculo del Van

12.2.1 Estimación Proyecciones Financieras

He realizado una proyección para los próximos 6 años de todas las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias, es decir, desde el año 2015 al 2020.

A continuación explicare cuales han sido las hipótesis y estudios realizados para calcular cada una de las partidas.

Ventas

Para calcular el nivel de ventas de los años estimados he utilizado los siguientes supuestos:

En primer lugar he calculado el incremento en porcentaje de las ventas de los 6 años anteriores, una vez obtenidos los he calculado el crecimiento medio, que en este caso había sido del 10,91%.

Según datos publicados por Inditex en el primer semestre de 2015 sus ventas aumentaron un 13%.

En segundo lugar he sacado de la memoria de Inditex el porcentaje de ventas total por área geográfica para así analizar el crecimiento del PIB esperado de los países que tienen un mayor peso en el porcentaje de ventas totales.

Como vemos en el gráfico inferior las ventas se centran principalmente en el mercado Europeo con un 46% del total que sumado a lo que aporta España, representan el 66% de las ventas.

Para el mercado Europeo se estima un potencial de crecimiento, debido a la salida de la crisis económica de muchos de los países, que vuelven a la senda del crecimiento. También existen grandes oportunidades en Europa Occidental y del este, sobretodo en el mercado ruso donde Inditex va a aumentar la inversión en los próximos años (actualmente cuenta con 442 tienda), aunque como veremos más adelante, las perspectivas de crecimiento para el futuro no son del todo optimistas, sin embargo, la revalorización de la divisa junto con la estabilización del precio del Brent, van a ayudar a incrementar las ventas en los próximos años.

En cuanto España si bien el % de ventas del total ha disminuido a lo largo de los años, las ventas si que se han incrementado en los últimos años, esto unido a la recuperación de España y a que las perspectivas de crecimiento para los próximos años son buenas (como vemos en el cuadro del PIB). Además nos encontramos en una situación con inflación nula e incluso negativa que contribuye al consumo.

El mercado Asiático representa el 20% del total, pero sobretodo tiene un peso muy importante el mercado Chino donde actualmente cuenta con unas 500 tiendas.

Existen todavía grandes oportunidades de crecimiento en el mercado asiático, donde en 2014 cerró el acuerdo con una de las empresas Asiáticas más importante de venta online Tmall, la cual comenzara a vender ropa de Zara, por lo que amplía el número de clientes al que puede llegar.

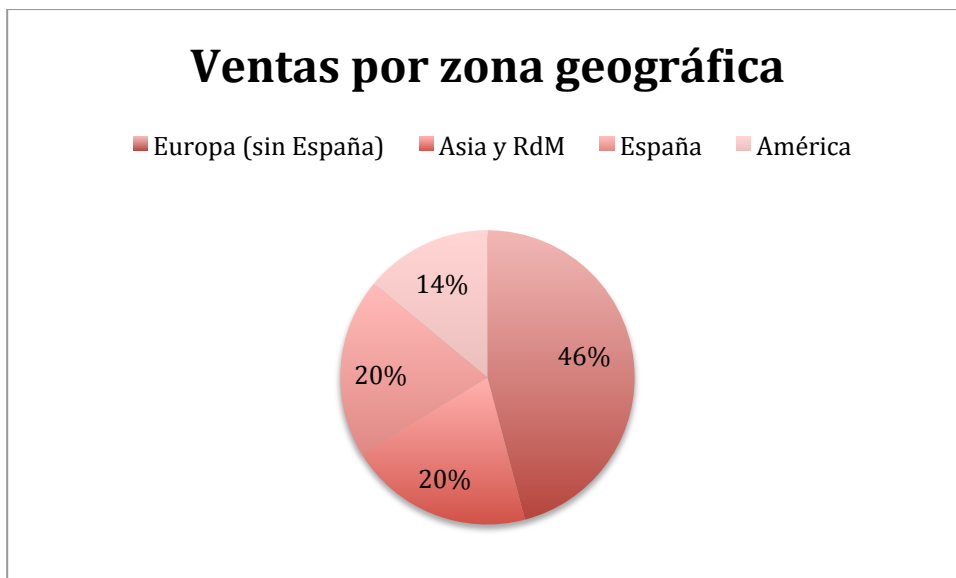
Tanto en Corea del Sur como en Japón, se esperan tasas de crecimiento positivas, esto unido a la apertura de la tienda online ayudara al incremento de las ventas en los próximos años.

El mercado Americano tiene un gran potencial de crecimiento muy alto, actualmente solo cuenta con 56 tiendas con tan solo 2 marcas (Zara y Massimo dutti), por lo que puede y se espera (según informes de Inditex van a abrir tiendas en Los Ángeles, Chicago etc.) que aumente su peso en los próximos años.

Esto unido a que se espera un crecimiento del PIB entorno al 2% para los próximos años, ayudara al crecimiento de las ventas para los próximos años.

Inditex cuenta con un gran potencial de crecimiento mundial, gracias a la apertura de nuevas tiendas online, la cual está experimentando un crecimiento progresivo en todos los mercados.

Ilustración 11 Porcentaje ventas por distribución geográfica



Fuente: Elaboración propia

Tabla 7 Evolución datos macroeconómicos

	2015	2016	2017
Inflación	-0,1%	1%	1,5%
PIB España	2,8%	2,7%	2%
PIB USA	3%	3,2%	2,4%
PIB China	7,1%	7%	6,5%
PIB UE	1,8%	2,1%	
PIB mundial	3%	3,3%	3,2%

Fuente: Elaboración propia

Estimaciones obtenidas de los últimos informes publicados por el FMI, Banco Mundial, Banco de España y el Banco central Europeo, a partir de la información recopilada he obtenido una media de aquellos datos en los que había diferencias en las estimaciones.

Coste de la mercancía

Para calcular como van a evolucionar los costes de las mercancías, he calculado previamente que porcentaje de ventas representan los costes de las mercancías en los últimos 5 años, posteriormente al comprobar que el valor era prácticamente el mismo he decidido sacar un media la cual ha sido 40%. Al multiplicar ese 40% por las ventas de cada uno de los años proyectados obtengo el coste de las mercancías.

Tabla 8 Evolución coste de las mercancías

Promedio 40%	ventas	Coste mercancía
2015	20.109.352,74	8.043.741,10
2016	21.919.194,49	8.767.677,79
2017	23.672.730,05	9.469.092,02
2018	25.329.821,15	10.131.928,46
2019	26.849.610,42	10.739.844,17
2020	28.460.587,04	11.384.234,82

Fuente: Elaboración propia

Gastos de explotación

He realizado el mismo proceso que he utilizado para calcular los costes de las mercancías, el único cambio, es que el porcentaje sobre ventas lo he calculado a través de los gastos de explotación. El promedio que obtengo es de un 35%.

Al multiplicar ese 35% por las ventas de cada uno de los años proyectados obtengo los gastos de explotación.

Otras pérdidas y ganancias netas

Al ser una partida en las que los gastos e ingresos obtenidos provienen de una actividad distinta a la de Inditex, por lo tanto es difícil de saber como van a evolucionar. Por ello he decidido sacar una media de los últimos 5 años, la cual me da unas pérdidas netas de 3.678.800, esta cifra la mantendré constante los años proyectados.

Amortizaciones y depreciaciones

Para calcular las amortizaciones, primero he calculado que porcentaje de amortización estaba representado sobre el inmovilizado material bruto de ese mismo año, obteniendo una media del ocho por cien los últimos seis años.

Impuestos

Lo he calculado a partir del porcentaje medio de impuestos pagados en los últimos 5 años sobre el beneficio bruto, el cual se ha situado en un 24%, actualmente el tipo impositivo es del 30%, sin embargo, en 2015 pasara al 28% y en 2016 al 25% por lo que Inditex conseguirá reducir aun más la tasa impositiva que paga actualmente, considero que se situara en torno al 22%.

12.2.2 Estimación Free cash Flow

Capex

Para calcular la inversión en capex necesaria, he utilizado dos hipótesis diferentes:

En la primera he visto en las cuentas anuales las adiciones que ha ido haciendo Inditex tanto en inmovilizado material como en inmovilizado intangible, posteriormente he calculado el porcentaje de dichas adiciones sobre el inmovilizado material bruto del año anterior, para luego sacar una media. A la hora de proyectar, he ido incrementando año a año las adiciones multiplicando la adición del último por la media obtenida anteriormente, sin embargo, al ir incrementándola exponencialmente año a año terminaba con un capex que rondaba los 3.000 millones de euros, por lo que me parecía excesivo.

En la segunda para obtener el capex de 2015 me he basado en una nota obtenida en las cuentas anuales de 2014 en la que indicaba la inversión estimada para ese año. Para los siguientes años he calculado las adiciones medias de los últimos 6 años, obteniendo un resultado más acorde al obtenido con el primer método.

NOF

NOF = existencias+ cliente -proveedores

En cuanto a las necesidades operativas de fondos (NOF), primero he calculado que porcentaje de existencias y clientes estaban representados sobre las ventas y para los proveedores me ha parecido más conveniente calcularlo sobre el coste de las mercancías, posteriormente he sacado una media de cada una de las tres partidas para poder proyectar. Para proyectar la partida de clientes y existencias he multiplicado la media obtenida a las ventas estimadas de cada año y para proveedores lo mismo pero multiplicándolas al coste de las mercancías.

Tabla 9 Evolución NOF

	Existencias	Clientes	Proveedores	NOF
2015	1.947.844,50	3.692.725,33	886.471,61	- 166.543,49
2016	2.123.150,51	4.025.070,61	966.254,05	- 85.778,50
2017	2.293.002,55	4.347.076,26	1.043.554,38	- 83.109,84
2018	2.453.512,73	4.651.371,60	1.116.603,19	- 78.538,80
2019	2.600.723,49	4.930.453,90	1.183.599,38	- 72.031,30
2020	2.756.766,90	5.226.281,13	1.254.615,34	- 76.353,18

Fuente: Elaboración propia

12.2.3 Estimación de la tasa de descuento (WACC)

$$WACC = K_d * (1-t) * D/(E+D) + K_e * (E/E+D)$$

- K_d = coste de la deuda
- K_e = coste del capital propio
- D = deuda financiera de la empresa
- E = patrimonio neto
-

Podríamos definirlo como el coste medio de financiación tanto de nuestros recursos propios como ajenos.

Según el documento de investigación de "Pablo Fernández", no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, es simplemente la tasa a la que se debe descontar el FCF.

En mi caso no he utilizado el wacc ya que Inditex cuenta únicamente con 5 millones de deuda financiera, lo que representa una parte ínfima del balance total, por tanto, únicamente he descontado los flujos por el K_e .

Cálculo de la beta

Para calcular la beta de Inditex, que mide el coeficiente de riesgo sistémico, es decir, el riesgo que no se puede eliminar, por tanto mide la volatilidad de la acción frente a las fluctuaciones del mercado.

- Una beta mayor a 1 significa que varía en mayor cuantía al mercado, es decir, si sube el mercado la acción subirá más y si baja bajara en mayor medida.
- Una beta menor a 1 significa que varía en menor cuantía al mercado, es decir, si baja el mercado la acción bajara en menor cuantía, pero cuando suba subirá menos.

Para obtener la beta de Inditex me he apoyado en distintas plataformas conocidas y contrastadas. He obtenido la beta del sector retail de la página web de Domodoran la cual se situaba en 1,12 y en la página web de Reuters sitúan la beta en 0,5.

Al comprobar que los valores no eran similares he decidido obtener un valor medio entre los dos valores, el cual ha sido de 0,8.

Cálculo rentabilidad de mercado (Rm - Rf)

Para calcular la rentabilidad del mercado, he obtenido la rentabilidad media del Ibex 35 en los 5 años, sin embargo, al estar inmersos en una crisis económica la rentabilidad obtenida no iba a ser del todo fiable, por lo tanto, me baso en los conocimientos adquiridos tanto en el master como por el material aportado en las diferentes asignaturas, sobretodo en finanzas corporativas que según los datos obtenidos por Ibotsson entre 1929 y 2004 la media de la prima de riesgo si situaba entre el 5% al 6%, por lo que la rentabilidad de mercado se tendría que situar entre el 7% u 8%.

Cálculo de rentabilidad libre de riesgo (Rf)

Para obtener la rentabilidad libre de riesgo me he basado en los últimos datos del bono español a 10 años, ya que es el que más se asemeja a mi horizonte temporal.

Estimación coste recursos propios (Ke)

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) * Beta$$

Para calcular el coste de recursos propios, he utilizado el método de valoración CAPM, método que es el más utilizado por calcular cual es la rentabilidad exigida por el accionista.

12.2.4 Valor residual

$$\text{Valor residual} = FC * (1 + g) / (k - g)$$

El valor residual Hace referencia a lo que es capaz de generar la empresa más allá del horizonte temporal estudiado

Es el valor que tendrá más allá de la última proyección que he realizado, ya que se entiende que la compañía va a seguir operando, por tanto no se va a liquidar.

Para calcular el valor residual existen varios métodos:

- Valor patrimonial: el valor residual es equivalente a los fondos propios de la compañía en el último periodo proyectado
- Valor de liquidación: Se aplicado cuando el negocio no continuara después del último año proyectado, como consecuencia tendrá que vender todos los activos
- Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros consiste en estimar el valor actual de una renta perpetua, mediante un crecimiento constante (g) y que parte del último flujo de caja estimado
- Capitalización de resultados: procedimiento muy parecido al anterior solo que hay que tomar como referencia la variable de beneficios en lugar del flujo de caja libre.

12.2.5 Cálculo del VAN

Tabla 10 Evolución de los Flujos de caja libre (miles €)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	20.109.353	21.919.194	23.672.730	25.329.821	26.849.610	28.460.587
Coste mercancía	7.842.648	8.548.486	9.232.365	9.878.630	10.471.348	11.099.629
Margen Bruto	12.266.705	13.370.709	14.440.365	15.451.191	16.378.262	17.360.958
Gastos						
explotación	6.837.180	7.452.526	8.048.728	8.612.139	9.128.868	9.676.600
Otros gastos	-3.679	-3.679	-3.679	-3.679	-3.679	-3.679
EBITDA	5.425.846	5.914.504	6.387.958	6.835.373	7.245.716	7.680.680
Amortizaciones	980.181	1.061.740	1.150.085	1.245.781	1.349.440	1.461.724
EBIT	4.445.666	4.852.764	5.237.873	5.589.592	5.896.276	6.218.955
Resultados finan	13.570	13.570	13.570	13.570	13.570	13.570
Beneficio bruto	4.459.236	4.866.334	5.251.444	5.603.162	5.909.846	6.232.526
impuesto	981.032	1.070.594	1.155.318	1.232.696	1.300.166	1.371.156
beneficio neto	3.478.204	3.795.741	4.096.126	4.370.466	4.609.680	4.861.370
amortización	980.181	1.061.740	1.150.085	1.245.781	1.349.440	1.461.724
capex	1.350.000	1.644.147	1.644.147	1.644.147	1.644.147	1.644.147
Nof	-71.858	-77.257	-74.853	-70.736	-64.875	-68.768
FCF	3.180.243	3.290.590	3.676.917	4.042.837	4.379.848	4.747.715
DCF	3.000.229	2.928.613	3.087.210	3.202.305	3.272.877	3.346.952
VAN	18.838.187					

Fuente: Elaboración propia

Tabla 11 Diferentes escenarios posibles

Rm 7%	Pesimista	Neutral	Optimista
Beta	1,1	0,8	0,6
Ke = WACC	7,5%	6%	5%
g	1	1,2	1,4
Valor empresa	62.800.533,30	85.412.425,53	113.939.664,89
Precio acción	20,15	27,4	36,55

Fuente: Elaboración propia

En el gráfico superior, vemos como varia el precio de la acción de Inditex dependiendo de las expectativas de crecimiento de la empresa (g) así como de la beta.

Para el escenario 1, el más pesimista he considerado un beta de 1,1 que es la que aparecía en algunos medios financieros, como Damodoran, Infobolsa, Invertia. Consideran que Inditex tiene más riesgo que el mercado.

La tasa de crecimiento la he situado en el 1% muy por debajo de su crecimiento pasado.

Para el escenario 3, el más optimista he considerado una beta de 0,6 que es similar a la que marcaba Reuters, la tasa de crecimiento la he situado en 1,4 que al ritmo que ha ido creciendo en los últimos años Inditex creo que podría alcanzarla.

En mi caso he decido centrarme en la explicación del escenario 2, que es el más conservador, vemos que el precio objetivo de Inditex es de 27,4 euros, si lo comparamos con la cotización actual, que se encuentra en 29,5 euros por lo que podríamos decir que está ligeramente sobrevalorada.

Si comparamos el precio objetivo de 27,4 euros, con el precio objetivo de las principales empresas de inversión veremos que los precios son muy similares, Además si tenemos en cuenta las 3 hipótesis que he calculado vemos que todos los precios se encuentran dentro del rango, es decir, entre 20 y 36 euros, por lo que demuestra lo difícil que es llegar a un mismo precio, ya que depende de las hipótesis que formule cada uno a la hora de realizar la valoración.

12.3 Precio objetivo Bancos de Inversión

Tabla 12 Precio objetivo Inditex por distintas entidades financieras

HSBC	Morgan Stanley	UBS	Barclays	Beka-finance	Carax alphavalue
28	24	30	28	33	24,1

Dichos datos me van a permitir explicar el precio objetivo alcanzado previamente. Los datos de valoración son publicaciones que he ido obteniendo en distintos medios de comunicación financieros, las fechas van desde el 1/05/2015 al 30/06/2015.

12.4 Valoración por múltiplos

Tabla 13 Valoración por múltiplos

	Inditex	H&M	Gap	
BPA €		0,52	1,31	2,45
PER		37,5	26,5	13,1
P/CF		27,48	21,17	9,06
VE/EBITDA		22,33	20,54	8,21
Payout		65%	79%	30%
rentabilidad		1,7%	3,0%	2,3%
P/VC		8,93	10,27	5,54

Fuente: Elaboración propia

Al comparar las 3 principales empresas del sector sacamos las siguientes conclusiones:

BPA

BPA = Beneficio neto/número acciones

En primer lugar vemos que el beneficio por acción de Inditex es el menor de todos, mientras que el de Gap es el mayor, sin embargo, en este caso Inditex es la compañía con un mayor número de acciones 3.116 millones, mientras que Gap cuenta solo con 435 millones por lo que este dato no es muy representativo a la hora de decidir si invertir o no.

Si las comparáramos el BPA con el mismo volumen de acciones Inditex obtendría 0,8 seguida por H&M del 0,7 y por último Gap de 0,4. Por lo que a priori sería mejor Invertir en Inditex.

PER

$PER = \text{Precio acción} / BPA$

El per no indica el número de veces que recoge el precio el beneficio por acción, es decir, el número de años que tendríamos que esperar para recuperar lo invertido en el caso de que la empresa repartiera todo el BPA.

Vemos que el Per de Inditex es muy superior al del resto de competidores, lo primero que pensamos es que se encuentra sobrevalorada. Pero también puede recoger las expectativas futuras de crecimiento van a ser mucho mayores a las de sus competidores.

En cuanto a Gap nos indicaría que se encuentra infravalorada, también puede recoger que las expectativas de crecimiento, como ha ocurrido años atrás no son muy favorables.

Multiplicador EBITDA

$\text{Multiplicador EBITDA} = VE / EBITDA$

Lo que nos indica este multiplicador es el número de veces que el valor de la empresa se encuentra representado sobre el EBITDA.

En este caso Inditex vuelve a tener el mayor de todos con un EV/EBITDA de 22,33 es decir, que el valor de la empresa es 22,33 veces mayor al EBITDA del año 2014.

Podemos decir que se encuentra sobrevalorada al igual que H&M ya que la media del sector se sitúa en torno al 8,5. Pero al igual que en el Per en este indicador puede venir reflejado las expectativas de crecimiento futuras de la empresa.

Payout

$\text{Payout} = \text{dividendo} / \text{beneficio por acción}$

H&M es la que más payout tiene repartiendo cerca del 80% del beneficio que obtiene a sus accionistas, el resto lo utiliza para seguir financiando sus inversiones. Inditex es la segunda con un payout del 70%, por lo que el resto lo destina a financiar las inversiones, ya que no cuenta con deuda.

En cuanto a Gap solo reparte el 30% de los beneficios que obtiene, una explicación puede ser que es la que más deuda tiene de las 3 por lo que necesita ese dinero para ir amortizando la deuda, y para seguir financiando sus inversiones.

Rentabilidad por acción

Rentabilidad por acción = precio acción/dividendo

En este caso podemos ver como la compañía H&M es la que tiene un mayor dividendo por acción del 3%. Por otro lado Inditex es la que menos rentabilidad obtiene, puede que las acciones exijan una menor rentabilidad ya que la consideran una compañía con menos riesgo.

P/VC

Nos indica el número de veces que el valor contable de la empresa se encuentra en la acción. Por lo que tanto Inditex como H&M valen 10 veces más que el su valor contable, mientras que Gap solo vale 5 veces que su valor contable.

13 Conclusiones

En este trabajo he analizado la empresa Inditex desde el año 2009 hasta el 2014. Tras una breve descripción tanto del sector en el que opera, del modelo de negocio así como de la historia de la misma me he centrado en el análisis fundamental, del cual podemos diferenciar 3 etapas:

1. La primera de ellas se ha centrado en el análisis del sector en el que opera utilizando varios análisis. El análisis de las cinco fuerzas de Porter, me ha permitido comprobar el poder negociador de sus clientes y proveedores, así como la rivalidad dentro del sector y la posibilidad de que entren nuevos competidores. Por otro lado el análisis DAFO me ha permitido comprobar las debilidades y fortalezas a nivel interno de la empresa así como las oportunidades y amenazas.
2. Un análisis financiero que lo he dividido en 3 partes: Un primer análisis de la evolución del balance, de la cuenta de pérdidas y por último de los principales ratios.
3. Finalmente he realizado la valoración de la empresa utilizando los principales métodos.

Las conclusiones de cada uno de los análisis son:

Con el análisis DAFO vemos que Inditex cuenta con grandes fortalezas que le permiten obtener una ventaja competitiva frente a los competidores, como pueden ser, la integración vertical de su sistema productivo, permitiéndole ofrecer y diseñar productos de una manera más rápida y con una buena relación calidad precio, además sigue teniendo oportunidades para mejorar y seguir expandiendo el negocio, como nuevas líneas de ropa, nuevas tecnologías.

En el análisis de las cinco fuerzas de Porter, vemos que Inditex se encuentra en una posición dominante frente a sus proveedores, ya controla la mayor parte del proceso productivo. Existen economías de escala. Para alcanzar el volumen de ventas se necesita tiempo, una buena imagen marca así como una gran cantidad de recursos, sin embargo, la rivalidad entre las empresas hemos comprobado que es muy alta.

Con el análisis de la evolución tanto del balance, de la cuenta de PyG como de los principales ratios, llegamos a la conclusión de que Inditex ha experimentado un gran crecimiento durante los últimos años. Cuenta con unas NOF negativas, es decir, obtiene financiación a través de sus proveedores Otro aspecto a destacar es que cuenta con muy poca deuda, por lo que las inversiones las realiza a partir de

sus fondos propios, tiene con un fondo de maniobra positivo durante todos los años y tiene un control de gastos constante.

Todos los ratios se encuentran dentro de los parámetros establecidos, pero se encuentra un poco por detrás de sus principales competidor H&M y Gap, un aspecto que creo que debería mejorar es el nivel de caja, ya que es mucho mayor a lo recomendado por lo que tiene un coste de oportunidad.

La utilización de los principales métodos de valoración me ha permitido conocer que el valor contable de la empresa es muy inferior al de cotización, esto se debe a que es una compañía que aun sigue creciendo y con grandes expectativas para el futuro.

El método de valoración que he utilizado es el descuento de flujos (FCF), que según Pablo Fernández es el método más recomendado. Para proyectar la cuenta de PyG de los próximos 6 años me he basado en previsiones de datos macro, de la propia empresa así como de distintos órganos internacionales.

Tras analizar 3 escenarios posibles, he llegado a la conclusión de que **el precio objetivo de Inditex es de 27,4 €** con (Rm 7%, wacc del 6% y una beta de 0,8) si lo comparamos con el precio a 29/06/2015 que se situaba en 29,43 € vemos que la acción **se encuentra ligeramente sobrevalorada**. Si tuviera que fijar un valor máximo para este año se situaría sobre los 35€.

En lo que va de año la acción ha experimentado un revalorización del 31% y la acción se sitúa en máximos históricos. Otro dato importante es que el número de acciones en 2014 se ha multiplicado por 5 diluyendo el valor de la acción y reduciendo así el BPA, que ha pasado de de 4 € a 0,8 € en tan solo un año.

Este crecimiento de la acción puede ser debido a 3 factores: A que las expectativas futuras de los inversores son muy altas, al efecto precio y también por el comportamiento del Ibex 35 en los que va de año, que ha seguido una tendencia alcista.

La idea de que la acción se encuentra sobrevalorada, se apoya también en los últimos precios ofrecidos por distintos bancos de inversión.

Llegamos a la misma conclusión al comparar los diferentes múltiplos de valoración, con sus principales competidores.

Inditex muestra valores mucho mayores de Per, multiplicador EBITDA, y por otro lado un menor rentabilidad del dividendo por acción.

La pregunta que nos podemos hacer es porque se encuentra a este precio, puede ser debido a 3 factores: Primero las expectativas futuras de los inversores son muy altas, segundo por el efecto dilutivo del precio y por último también el comportamiento buen comportamiento del Ibex 35 en los que va de año.

14 Bibliografía

FERNÁNDEZ, P. (2004): *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.

FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.

FERNÁNDEZ, P. (2007): “120 errores en la valoración de empresa”, *Documento de investigación del IESE – CIIF*, No 681, Universidad de Navarra.

AYALA, J.C.; BLANCO, L. Y GONZÁLEZ, L (2007): “Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y el valor terminal por múltiplos”

ABALLER MELLADO, VICENTE (1998): *Métodos de valoración de empresas*, Edición Pirámide S.A

MARTÍNEZ, I.; GARCÍA, E. [2005]: *Valoración de Empresas Cotizadas*. Madrid: AECA Monografías. ISBN: 978-84-899-59880.

PORTER, M. [2003]: *Ser competitivo: nuevas aportaciones y conclusiones*. Editorial Deusto Bilbao. ISBN: 97-8842-341-653-0.

Paginas web

Valoración de empresas

<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

Plataforma tecnológica textil Española

<http://ptgtextil.org/files/dossier.pdf>

Sector textil

<http://www.minetur.gob.es/esES/IndicadoresyEstadisticas/Presentaciones%20sectoriales/Textil%20y%20confecci%C3%B3n.pdf>

Información económica Inditex

http://economia.elpais.com/economia/2015/06/10/actualidad/1433948091_683776.html

<https://es.finance.yahoo.com/q?s=ITX.MC>

<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=ITX.MC>

<http://www.inditex.com/es/home>

Perspectivas económicas

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/sums.pdf>

<http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2015/01/13/global-economic-prospects-improve-2015-divergent-trends-pose-downside-risks>

15 Anexos

Balance Inditex ejercicio 2014 y 2013

(Cifras en miles de euros)	(notas)	31-01-15	31-01-14
ACTIVO			
ACTIVOS NO CORRIENTES		8.271.047	6.991.300
Derechos sobre locales arrendados	(14)	531.115	508.919
Otros activos intangibles	(14)	152.995	133.363
Fondo de comercio	(15)	197.901	203.458
Inmovilizado material	(12)	6.040.573	5.137.581
Propiedades de inversión	(13)	81.490	82.809
Inversiones financieras	(16)	151.253	20.634
Otros activos no corrientes	(17)	472.146	374.871
Activos por impuestos diferidos	(23)	643.574	529.664
ACTIVOS CORRIENTES		7.105.953	6.764.961
Existencias	(11)	1.859.516	1.676.879
Deudores	(10)	861.811	815.227
Activos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(23)	68.284	95.637
Inversiones Financieras Temporales	(19)	222.259	212.890
Otros activos financieros	(25)	168.947	13.022
Otros activos corrientes		127.207	104.580
Efectivo y equivalentes	(19)	3.797.930	3.846.726
TOTAL ACTIVO		15.377.000	13.756.261
PASIVO Y PATRIMONIO NETO			
PATRIMONIO NETO		10.468.701	9.278.363
Patrimonio neto atribuido a la dominante		10.430.655	9.246.244
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		38.046	32.119
PASIVOS NO CORRIENTES		1.159.471	1.015.605
Provisiones	(20)	200.611	147.768
Otros pasivos a largo plazo	(21)	715.771	648.414
Deuda financiera	(19)	2.265	2.133
Pasivos por impuestos diferidos	(23)	240.825	217.291
PASIVOS CORRIENTES		3.748.828	3.462.293
Deuda financiera	(19)	7.823	2.521
Otros pasivos financieros	(25)	83.222	38.339
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(23)	149.905	88.981
Acreeedores	(18)	3.507.878	3.332.451
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		15.377.000	13.756.261

Balance Inditex ejercicio 2012 y 2011

(Cifras en miles de euros)	Notas	31-01-13	31-01-12
ACTIVO			
ACTIVOS CORRIENTES		6.692.150	5.437.289
Efectivo y equivalentes	(18)	3.842.918	3.466.752
Inversiones Financieras Temporales	(18)	260.632	0
Deudores	(9)	847.608	531.048
Existencias	(10)	1.581.297	1.277.009
Otros activos financieros	(25)	7.831	50.684
Activos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(22)	58.936	17.235
Otros activos corrientes		92.928	94.561
ACTIVOS NO CORRIENTES		6.198.166	5.521.889
Inmovilizado material	(11)	4.662.407	4.063.066
Propiedades de inversión	(12)	82.567	19.807
Derechos sobre locales arrendados	(13)	487.474	499.960
Otros activos intangibles	(13)	125.326	114.148
Fondo de comercio	(14)	207.089	218.094
Inversiones financieras	(15)	3.992	9.501
Activos por impuestos diferidos	(22)	382.554	356.372
Otros activos no corrientes	(16)	246.757	240.941
TOTAL ACTIVO		12.890.316	10.959.178
PASIVO Y PATRIMONIO NETO			
PASIVOS CORRIENTES		3.485.064	2.702.774
Acreedores	(17)	3.243.281	2.475.140
Deuda financiera	(18)	2.437	686
Otros pasivos financieros	(25)	73.918	22.880
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(22)	165.428	204.068
PASIVOS NO CORRIENTES		923.391	800.827
Deuda financiera	(18)	4.306	1.544
Pasivos por impuestos diferidos	(22)	191.654	182.531
Provisiones	(19)	144.331	147.318
Otros pasivos a largo plazo	(20)	583.100	469.434
PATRIMONIO NETO		8.481.861	7.455.577
Patrimonio neto atribuido a la dominante		8.445.936	7.414.806
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		35.925	40.771
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		12.890.316	10.959.178

Balance Inditex ejercicio 2010 y 2009

(Cifras en miles de euros)	(Notas)	31-01-11	31-01-10
ACTIVO			
ACTIVOS CORRIENTES		5.202.512	3.943.795
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES	(18)	3.433.452	2.420.110
DEUDORES	(9)	481.844	421.781
EXISTENCIAS	(10)	1.214.623	992.570
ACTIVOS POR IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS CORRIENTE	(22)	16.958	15.663
OTROS ACTIVOS CORRIENTES		55.635	93.671
ACTIVOS NO CORRIENTES		4.623.568	4.391.642
INMOVILIZADO MATERIAL	(11)	3.397.083	3.293.535
PROPIEDADES DE INVERSIÓN	(12)	17.354	13.273
DERECHOS SOBRE LOCALES ARRENDADOS	(13)	526.306	514.159
OTROS ACTIVOS INTANGIBLES	(13)	29.444	19.118
FONDO DE COMERCIO	(14)	131.685	131.685
INVERSIONES FINANCIERAS	(15)	8.921	15.392
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	(22)	299.350	234.203
OTROS	(16)	213.425	170.277
TOTAL ACTIVO		9.826.079	8.335.437

PASIVO			
PASIVOS CORRIENTES		2.674.907	2.304.960
ACREEDORES	(17)	2.458.857	2.103.029
DEUDA FINANCIERA	(18)	2.682	35.058
PASIVOS POR IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS CORRIENTE	(22)	213.368	166.873
PASIVOS NO CORRIENTES		728.005	659.931
DEUDA FINANCIERA	(18)	4.172	4.996
PASIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	(22)	172.648	172.892
PROVISIONES	(19)	156.610	127.054
OTROS PASIVOS A LARGO PLAZO	(20)	394.575	354.989
PATRIMONIO NETO		6.423.167	5.370.546
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE		6.386.183	5.329.166
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LOS MINORITARIOS		36.984	41.380
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		9.826.079	8.335.437

Cuenta de PyG 2014 y 2013

	Ejercicio 2014	Ejercicio 2013
Ventas	18.117	16.724
Coste de ventas	(7.548)	(6.802)
Margen bruto	10.569	9.923
<i>Margen Bruto porcentual</i>	58,3%	59,3%
Gastos de explotación	(6.458)	(5.998)
Otras ganancias y pérdidas netas	(8)	1
Resultado operativo (EBITDA)	4.103	3.926
<i>Margen EBITDA</i>	22,6%	23,5%
Amortizaciones y depreciaciones	(905)	(855)
Resultado de explotación (EBIT)	3.198	3.071
<i>Margen EBIT</i>	17,7%	18,4%
Resultados financieros	14	(18)
Resultados por puesta en equivalencia	32	-
Resultado antes de impuestos	3.245	3.053
<i>Margen antes de impuestos</i>	17,9%	18,3%
Impuesto sobre beneficios	(735)	(671)
Resultado neto	2.510	2.382
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	10	4
Resultado neto atribuido a la dominante	2.501	2.377
<i>Margen Neto</i>	13,8%	14,2%
Beneficio por acción, euros (*)	0,803	0,763

Cuenta de PyG 2012 y 2011

	Ejercicio 2012	Ejercicio 2011
Ventas	15.946	13.793
Coste de ventas	(6.417)	(5.612)
Margen bruto	9.529	8.180
<i>Margen Bruto porcentual</i>	<i>59,8%</i>	<i>59,3%</i>
Gastos de explotación	(5.605)	(4.919)
Otras ganancias y pérdidas netas	(12)	(3)
Resultado operativo (EBITDA)	3.913	3.258
<i>Margen EBITDA</i>	<i>24,5%</i>	<i>23,6%</i>
Amortizaciones y depreciaciones	(796)	(736)
Resultado de explotación (EBIT)	3.117	2.522
<i>Margen EBIT</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,3%</i>
Resultados financieros	14	37
Resultado antes de impuestos	3.131	2.559
<i>Margen antes de impuestos</i>	<i>19,6%</i>	<i>18,6%</i>
Impuesto sobre beneficios	(764)	(613)
Resultado neto	2.367	1.946
<i>Margen Neto</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,1%</i>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	6	13
Resultado neto atribuido a la dominante	2.361	1.932
<i>Margen Neto</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,0%</i>
Beneficio por acción, céntimos de euro (*)	379	310

Cuenta de PyG 2010 y 2009

	Ejercicio 2010	Ejercicio 2009
Ventas	12.527	11.084
Coste de ventas	(5.105)	(4.756)
Margen bruto	7.422	6.328
<i>Margen Bruto porcentual</i>	<i>59,3%</i>	<i>57,1%</i>
Gastos de explotación	(4.452)	(3.953)
Otras ganancias y pérdidas netas	(4)	(1)
Resultado operativo (EBITDA)	2.966	2.374
<i>Margen EBITDA</i>	<i>23,7%</i>	<i>21,4%</i>
Amortizaciones y depreciaciones	(676)	(646)
Resultado de explotación (EBIT)	2.290	1.728
<i>Margen EBIT</i>	<i>18,3%</i>	<i>15,6%</i>
Resultados financieros	31	4
Resultado antes de impuestos	2.322	1.732
<i>Margen antes de impuestos</i>	<i>18,5%</i>	<i>15,6%</i>
Impuesto sobre beneficios	(580)	(410)
Resultado neto	1.741	1.322
<i>Margen Neto</i>	<i>13,9%</i>	<i>11,9%</i>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	9	8
Resultado neto atribuido a la dominante	1.732	1.314
<i>Margen Neto</i>	<i>13,8%</i>	<i>11,9%</i>
Beneficio por acción, céntimos de euro (*)	278	211

Cuenta PyG 2014 Y 2013 H&M

SEK M 1 DECEMBER - 30 NOVEMBER	2014	2013**
Sales including VAT	176,620	150,090
Sales excluding VAT, note 3, 4	151,419	128,562
Cost of goods sold, note 6, 8	-62,367	-52,537
GROSS PROFIT	89,052	76,025
Selling expenses, note 6, 8	-58,525	-49,944
Administrative expenses, note 6, 8, 9	-4,944	-3,991
OPERATING PROFIT	25,583	22,090
Interest income	328	367
Interest expense	-16	-9
PROFIT AFTER FINANCIAL ITEMS	25,895	22,448
Tax, note 10	-5,919	-5,355
PROFIT FOR THE YEAR	19,976	17,093
All profit for the year is attributable to the shareholders of the parent company H & M Hennes & Mauritz AB.		
Earnings per share, SEK*	12.07	10.33
Number of shares, thousands*	1,655,072	1,655,072

* Before and after dilution.

Cuenta PyG 2014 Y 2013 Gap

	Fiscal Year (number of weeks)				
	2014 (52)	2013 (52)	2012 (53)	2011 (52)	2010 (52)
Operating Results (\$ in millions)					
Net sales	\$ 16,435	\$ 16,148	\$ 15,651	\$ 14,549	\$ 14,664
Gross margin	38.3%	39.0%	39.4 %	36.2 %	40.2 %
Operating margin	12.7%	13.3%	12.4 %	9.9 %	13.4 %
Net income	\$ 1,262	\$ 1,280	\$ 1,135	\$ 833	\$ 1,204
Cash dividends paid	\$ 383	\$ 321	\$ 240	\$ 236	\$ 252
Per Share Data (number of shares in millions)					
Basic earnings per share	\$ 2.90	\$ 2.78	\$ 2.35	\$ 1.57	\$ 1.89
Diluted earnings per share	\$ 2.87	\$ 2.74	\$ 2.33	\$ 1.56	\$ 1.88
Weighted-average number of shares—basic	435	461	482	529	636
Fiscal Year					
(\$ in millions)	2014		2013		2012
Cost of goods sold and occupancy expenses	\$ 10,146		\$ 9,855		\$ 9,480
Gross profit	\$ 6,289		\$ 6,293		\$ 6,171
Cost of goods sold and occupancy expenses as a percentage of net sales	61.7%		61.0%		60.6%
Gross margin	38.3%		39.0%		39.4%
Fiscal Year					
(\$ in millions)	2014		2013		2012
Operating expenses	\$ 4,206		\$ 4,144		\$ 4,229
Operating expenses as a percentage of net sales	25.6%		25.7%		27.0%
Operating margin	12.7%		13.3%		12.4%