



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

ANÁLISIS DE NEGOCIO, ESTRATEGIA Y VALORACIÓN DE INDITEX

Autor: Pablo Álvarez Rodríguez

Director: Luís Garvía Vega

Madrid
Junio, 2017

ÍNDICE

1.	FASES SEGUIDAS PARA ELABORAR EL TRABAJO	5
2.	HISTORIA DE INDITEX	6
3.	IMAGEN SOCIAL DE INDITEX	7
4.	ANÁLISIS DEL NEGOCIO DE INDITEX	12
4.1.	MODELO DE NEGOCIO	12
4.2.	PAÍSES DE OPERACIÓN Y COMPARACIÓN CON H&M	12
4.3.	ESTRATEGIA DE LA EMPRESA	13
4.3.1.	MODELO CANVAS DE OSTERWALDER	13
4.3.2.	LAS 5 FUERZAS DE PORTER	15
4.4.	INMOBILIZADO	17
5.	ANÁLISIS DEL BALANCE Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANACIAS	19
6.	RATIOS FINANCIEROS	26
6.1.	ROE	26
6.1.1.	SU COMPARACIÓN CON LA INDUSTRIA	27
6.2.	ROCE	28
6.3.	EV/EBITDA	29
6.4.	QUATILY OF PROFIT	30
7.	RATIOS NO FINANCIEROS	32
7.1.	DÍAS DE COBRO	32
7.2.	DÍAS DE PAGO	32
7.3.	COMPARACIÓN PMC Y PMP	33
8.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA	35
8.1.	POR EL MÉTODO DEL FREE CASH FLOW	35
8.1.2.	VALORACIÓN FCF	42
8.1.3.	RESUMEN DEL FCF DE INDITEX	46
8.2.	POR EL MÉTODO DEL EQUITY CASH FLOW	47
8.3.	VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	48
9.	INDITEX EN BOLSA	50
10.	SIGUIENDO EL ANÁLISIS TÉCNICO	53
11.	RECOMENDACIÓN PARA EL ACCIONISTA	54
12.	BIBLIOGRAFÍA	56
13.	ANEXOS	58
13.1.	ANEXO 1. BALANCE DE INDITEX	58
13.2.	ANEXO 2. CUENTA DE RESULTADOS	59

13.3. RATIOS DE INDITEX

60

El objeto del trabajo ha consistido en elaborar un análisis de carácter cualitativo y cuantitativo del Grupo INDITEX S.A., en adelante “INDITEX”, y un análisis de su modelo de negocio, tratando de contestar por qué INDITEX se diferencia tanto de sus competidores y considerando su posicionamiento de mercado, sector en el que se encuentra y su trayectoria en los últimos años. Para ello, realizamos un análisis financiero exhaustivo sobre las Cuentas Anuales de INDITEX de los últimos años y buscamos las mejores fuentes posibles para poder dar cuenta del negocio del “gigante textil”.

Cabe destacar, también, que además del análisis financiero y de negocio se ha estudiado la estructura interna del Grupo y su macro-entorno con el fin de obtener conclusiones que no están reflejadas en los Estados Financieros de INDITEX y aportar una visión más personalizada y con un valor añadido a nuestro estudio.

Haciendo uso de los recursos que el Máster en Finanzas aporta y algunos artículos de investigación, este estudio ayuda a entender el negocio de INDITEX y aporta valor a la hora de entender sus finanzas, estrategia y diferenciación.

Uno de los objetivos principales que se pretendía lograr con esta investigación es dar una opinión consolidada y justificándola lo más claramente posible sobre la postura que un inversor debería tomar si se encuentra delante de esta empresa, habiendo tres posibilidades: comprar acciones, venderlas o, por el contrario, mantenerlas.

1. FASES SEGUIDAS PARA ELABORAR EL TRABAJO



Ilustración 1. Fases del trabajo (Elaboración propia)

Para conseguir llegar a una solución de nuestro estudio y dar información objetiva y veraz de la compañía, lo primero que se ha hecho es fijarse unos objetivos claros y, partir de esa idea, empezar a buscar información relevante, entendiendo el negocio y tratando de llegar al fondo de cada uno de los aspectos más relevantes de las operaciones de INDITEX.

Una vez se han establecido los objetivos y se empieza a buscar información, lo primero que analizamos son los factores externos e internos que explican la evolución de la compañía objeto de estudio.

Un factor interno que se ha evaluado de una manera muy minuciosa, fueron los estados financieros de los últimos años de INDITEX.

Una vez tenemos en nuestro poder toda la información estructurada y organizada, entendiendo qué factores del negocio (internos y externos) son relevantes y claramente comprendidos los estados financieros, se puede dar una conclusión y una solución al proyecto.

2. HISTORIA DE INDITEX

En el año 1963 un hombre gallego decide fundar un negocio dedicado a la fabricación de prendas de vestir, en ese momento parece impensable que tal negocio pueda llegar a construirse en el gigante que hoy en día es.

Poco a poco los centros de fabricación que se habían fundado pocos años antes empiezan a internacionalizarse y, en el año 1975, La Coruña es la ciudad donde se inaugura la primera tienda ZARA. La apertura de ese primer centro no es más que el comienzo de una expansión nacional que se culmina con la fundación de INDITEX en el año 1985. Antes de la fundación de INDITEX, en el año 1984, se abre el primer centro logístico de ZARA, situado en Arteixo.

Con la expansión nacional que el grupo estaba experimentando, deciden dar el paso al país vecino, fundando en el año 1988 la primera tienda ZARA fuera de los límites nacionales, situándose esta en Oporto.

Poco tardó el grupo en cruzar el charco, fundando en 1989 la primera tienda en EEUU, situada en Nueva York.

Continuando con el crecimiento exponencial que el grupo estaba viviendo, fundan en 1991 dos marcas más, Pull&Bear y Massimo Dutti. Siete años más tarde INDITEX decide lanzar una nueva línea de negocio, destinada a jóvenes y adolescentes, Bershka. Sólo un año más tarde Stradivarius se incorpora al grupo.

En el año 2001 el grupo decide fundar una marca diferente a las anteriores y crea OYSHO, una marca destinada principalmente a la venta de ropa interior para mujeres. Debido al rápido crecimiento y a la necesidad de financiación, la empresa sale a bolsa en el año 2002.

Con la llegada de las nuevas tecnologías y el auge que internet tiene en esa época, en el año 2007 el grupo comienza con su proyección online. Sólo un año más tarde lanzan una nueva línea de negocio, Uterquë.

En el año 2011, una nueva época comienza para INDITEX, Pablo Isla asume el cargo de CEO de la compañía, con el que el grupo ha superado la cifra de las 7.000 tiendas en el año 2015. (Inditex, 2017)

“INDITEX (Industrias de Diseño Textil SA) es la empresa de comercialización textil más grande del mundo “Deloitte”. El grupo está formado por varias marcas: ZARA, Massimo Dutti, Pull & Bear, Oysho, Sradivarius, Bershka, Zara Home, Uterquë, Lefties y Kiddy’s Class. Estas diez marcas se distribuyen por todo el mundo en 4.500 tiendas en 77 países distintos”. (Deloitte, 2015)

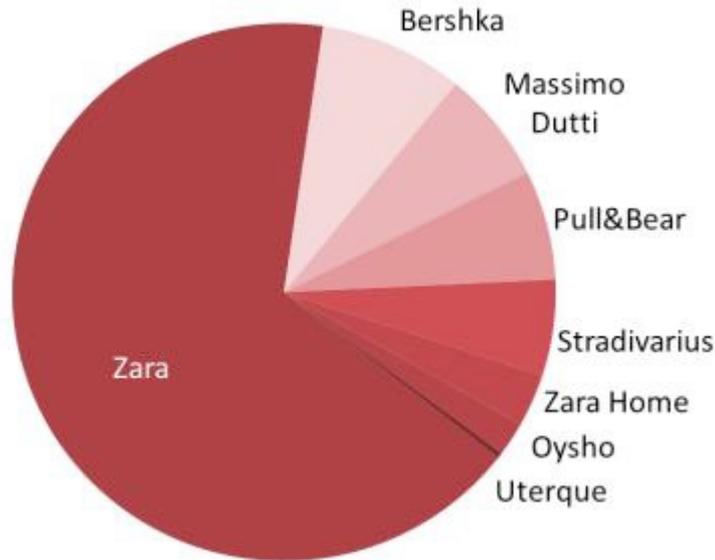


Ilustración 2. Distribución del Grupo INDITEX [memoria de INDITEX]

3. IMAGEN SOCIAL DE INDITEX

Este es un punto del trabajo que puede ser un poco subjetivo, cada persona tiene una imagen distinta de cada empresa y de las políticas que utiliza. Además, los códigos morales de cada uno pueden afectar a la impresión que les causa una marca que factura la cantidad del “gigante textil” que estamos analizando en el presente trabajo.

Para poder presentar la imagen de marca que Inditex produce en la sociedad se ha procedido a hacer una serie de encuestas, tomando como muestra poblacional a 200 personas de distintos lugares de España. Las personas que han contestado de forma voluntaria a esta encuesta han tenido que responder a una serie de preguntas muy sencillas que, entendemos, han sido contestadas con sinceridad. Cabe destacar que la encuesta se ha realizado a personas de forma aleatoria, de diferentes edades, sexos y formación. (Rodríguez)

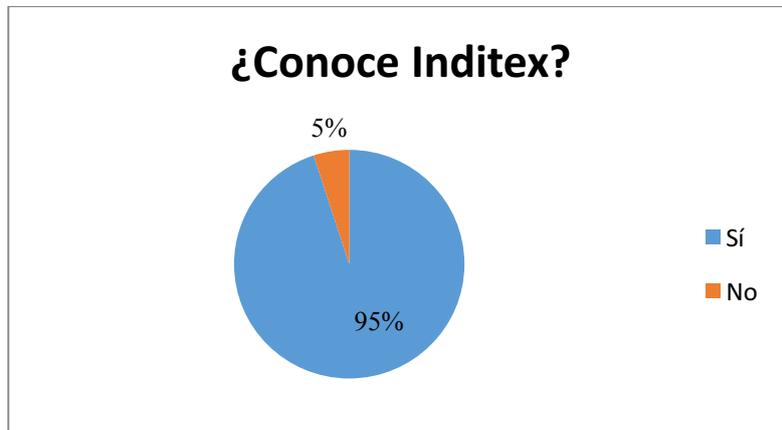
Las cuestiones que se han planteado en la encuesta son las siguientes:

- ¿Conoce Inditex?
- ¿Sabe a qué se dedica?
- De las siguientes marcas, ¿Cuál no pertenece al grupo Inditex?: ZARA, Massimo Dutti, Oysho, Uterque o Mango.
- ¿Suele comprar algún producto Inditex?
- ¿Sabe si Inditex cotiza en el Ibex 35?
- ¿Conoce las políticas de Inditex?
- ¿Le parece adecuada la manera de actuar del grupo?
- ¿Considera Inditex una empresa rentable o, por el contrario, es una empresa que está en una mala situación económica?

Como vemos, las preguntas van en orden y si la respuesta a la primera pregunta es negativa no se continúa con la encuesta.

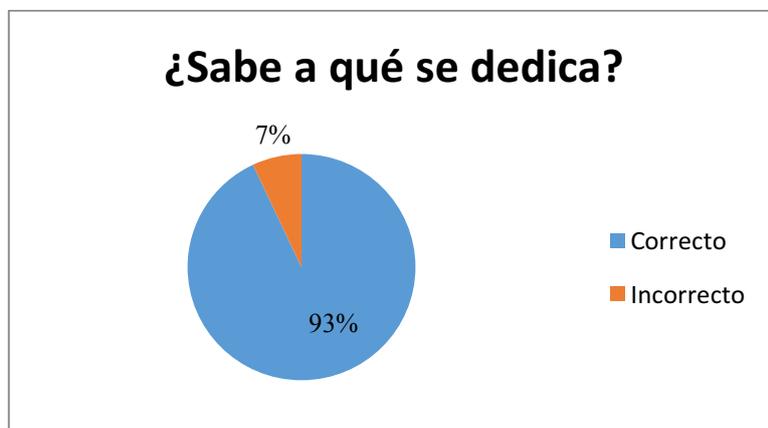
A continuación analizaremos los resultados obtenidos de las pruebas realizadas:

A la primera cuestión que los entrevistados han tenido que responder tenemos los siguientes resultados:



Como podemos ver con claridad, la mayoría de las personas de la muestra conocen Inditex, lo que es llamativo si lo comparamos con los resultados que vamos a ver en lo sucesivo. La mayoría de personas que no conocían la empresa se situaban en una franja de edad superior a los 70 años.

La siguiente pregunta parece obvio pensar que la mayoría de las personas que han sabido la respuesta a la primera cuestión y eso es así, pero un 7% no tenían muy claro cuál era el negocio del grupo. Sin embargo, de eso 7% el 100% sabía a qué se dedicaba ZARA.



Siguiendo con la operativa, analizaremos la siguiente pregunta, en la que se han obtenido resultados muy llamativos. Recordemos que las personas que han contestado a la siguiente cuestión sabían qué era INDITEX y también a qué se dedicaba, por lo que son personas que están familiarizadas con el grupo y parten de una base de conocimiento.

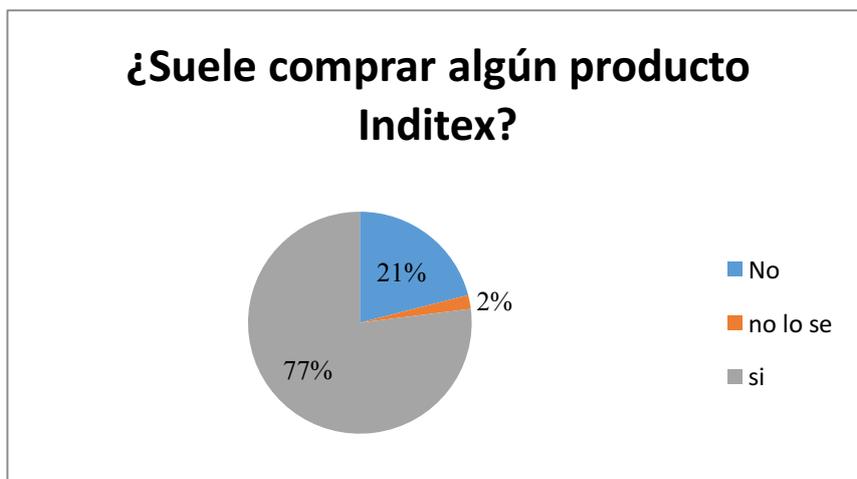


Los resultados obtenidos en relación a las marcas que conforman el grupo Inditex son realmente sorprendentes. Prácticamente todo el mundo sabe que ZARA y Massimo Dutti pertenecen a Inditex. Sin embargo, un porcentaje muy alto de las personas que contestaron de manera incorrecta asume que Mango también pertenece al grupo, mientras tanto, Oysho y Uterqüe pasan desapercibidos por los mismos.

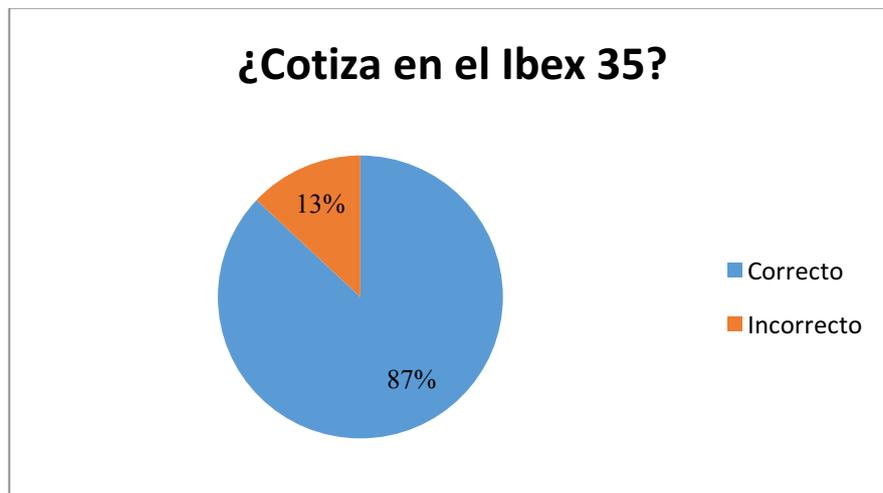
Siguiendo con la encuesta, la mayoría de las personas entrevistadas compran productos Inditex con frecuencia, un 77% de la población concretamente.

Un 2% confirma que no sabe si compra productos Inditex, esto se debe a que la pregunta anterior había causado cierto desconcierto en algunos participantes y no estaban seguros de la procedencia de sus prendas.

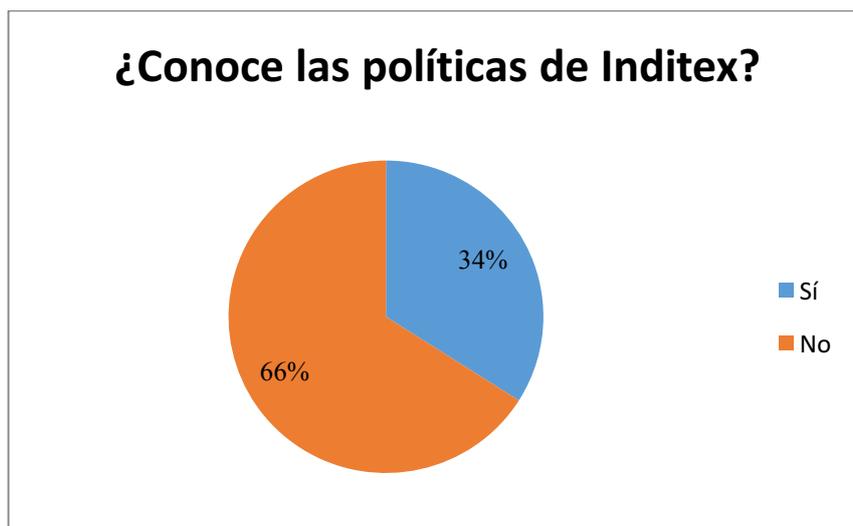
Si pensamos que podemos extrapolar este dato muestral con 200 observaciones a la población total, Inditex abarca una cuota de mercado del 77%, la que es una cantidad enorme.



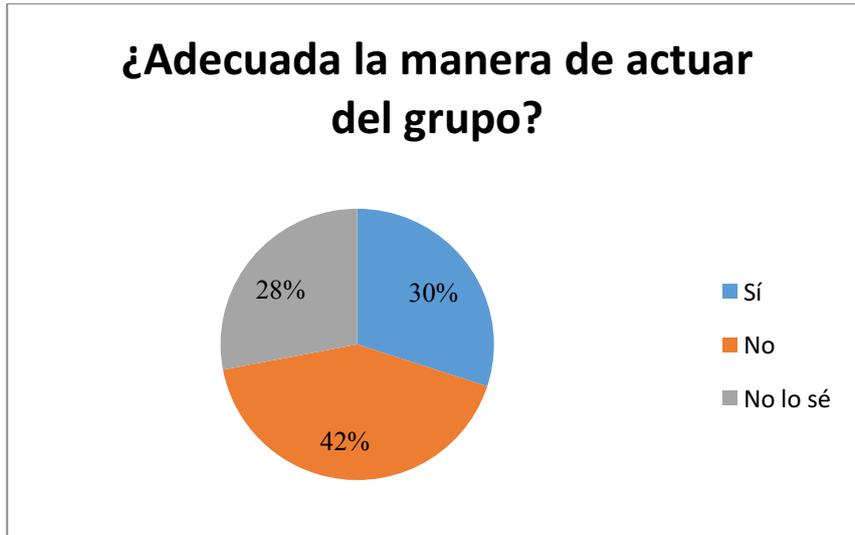
Prácticamente toda la población sabe que Inditex cotiza en el Ibex 35, aunque no lo tienen tan claro cuando se les pregunta por El Corte Inglés y Cortefiel.



La siguiente cuestión va relacionado con la opinión que tiene la población sobre Inditex. en relación a ello, la primera pregunta que deben contestar es si conocen las políticas que emplea el grupo en su negocio.

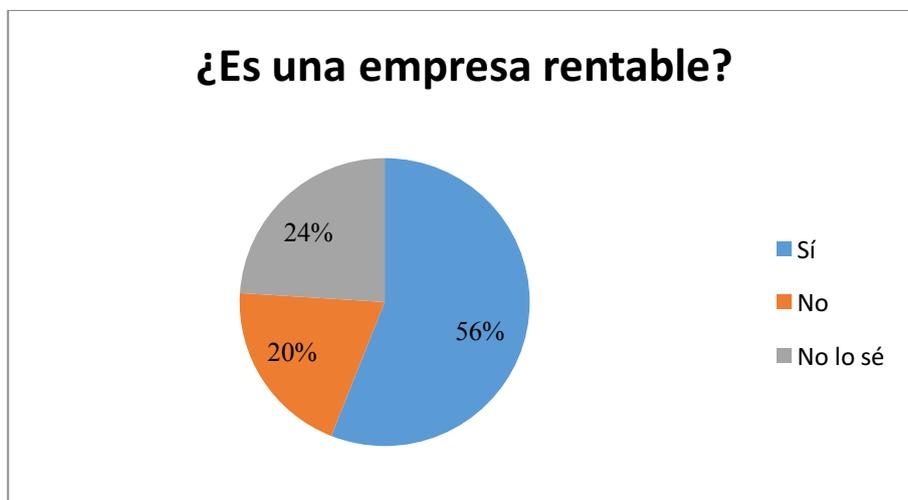


Un 66% afirma estar al día de las políticas sociales y económicas en las que la empresa toma parte. Sin embargo, sólo están informados de las noticias que la prensa nos facilita y no están basadas, como norma general, en un criterio objetivo.



De ahí que el 42% de la población no esté de acuerdo con las políticas del grupo, comentando como motivos principales la explotación infantil, el impago de impuestos o la falta de moralidad porque la empresa facture tanto dinero, mientras que el país está pasando por un momento malo.

En relación a la rentabilidad, un 56% de la población considera Inditex una empresa rentable y asentada en el sector, un 20% considera que no es rentable y, el motivo principal de sus opiniones se basan en que el producto que Inditex vende es muy barato y tiene demasiados gastos como para hacer frente a todos ellos.



A modo de resumen, se puede decir que la sociedad como Inditex como norma general, un porcentaje muy pequeño de la población es consciente de las operaciones, no solo del grupo Inditex, sino de las operaciones financieras en España en general. Desconociendo qué empresas cotizan en el Ibex y otros factores relacionados. En general, las personas conocen sólo la punta de iceberg de lo que es la empresa y no son conscientes de la cantidad de empleos que algunas empresas (como es el caso Inditex) aportan al mundo en general y, por tener su sede central, es España en particular. (propia, Encuesta sobre la imagen de Inditex en España, 2017)

4. ANÁLISIS DEL NEGOCIO DE INDITEX

En los sucesivos apartados se tratarán de explicar las decisiones estratégicas importantes para el grupo, utilizando métodos que nos permiten darnos cuenta de las fortalezas, debilidades y demás factores críticos que son importantes para la buena o mala marcha de un negocio.

4.1. MODELO DE NEGOCIO

Al contrario que algunos de sus competidores que utilizan el outsourcing, INDITEX opta por una integración vertical de las cuatro patas principales de su negocio: diseño, fabricación, distribución y venta. Esto le permite tener controladas todas las fases de su negocio y no dejar nada a decisión de otras empresas.

El negocio del grupo está basado en la moda, lo que requiere estar en continua innovación al cambiar las tendencias. Además de eso, tiene un público muy amplio, que se divide en un rango de edades muy amplio, por lo que es de vital importancia tener un equipo que esté al día en las tendencias que hay en cada parte del mundo para los diferentes públicos a los que se dirige la marca, haciéndolo de manera rápida para tratar de llegar lo más pronto posible y no perder cuota de mercado.

La rama del negocio que más está destinada a terceros es la fabricación de las existencias, aproximadamente la mitad de su inventario está fabricado por productores externos a INDITEX. La otra mitad de la producción se realiza en fabricas propias ubicadas principalmente en España, lo que facilita el proceso. Esta combinación permite a Inditex reducir el tiempo de producción en dos semanas frente a las seis semanas en toda la industria.

En cuanto a la distribución, antes de ir a tiendas, los productos pasan por un centro de distribución en España. Este proceso se realiza dos veces por semana y siempre con productos nuevos. Finalmente, se encuentran las tiendas. Inditex no realiza inversiones en publicidad, en cambio, sí invierte en construir nuevas tiendas y en personal bien cualificado que atienda a los clientes, lo que nos lleva al siguiente punto del presente trabajo. (Miguélez, 2012)

4.2. PAÍSES DE OPERACIÓN Y COMPARACIÓN CON H&M

Inditex, como se ha explicado anteriormente, es una empresa multinacional con presencia en una gran cantidad de países del mundo.

Según los informes anuales de Inditex, el grupo espera lograr una consolidación fuerte en países asiáticos, principalmente China. También se espera un crecimiento del mercado ruso y en el de Estados Unidos. En referente a España, Inditex tiene previsiones de que sus ventas se vean reducidas y bajen del 20% en el que están actualmente. En cuanto América del Norte, América del Sur y el resto de Europa (sin contar España), el grupo tiene previsiones de mantener su volumen de ventas.

Es un dato muy interesante que ningún mercado de ningún país en concreto supera el 5% (excepto en España) del total de ventas de la empresa. Es interesante este dato porque quiere decir que el grupo tiene una amplia diversificación, ayudándole a reducir los riesgos. Quiero decir con esto, que si la empresa tuviera un porcentaje muy alto de ventas focalizadas en un país, es probable que ese territorio sufra una crisis interna y

las ventas se vean drásticamente reducidas y, con ello, el valor de la empresa y el retorno para el inversor.

Si analizamos, por ejemplo, la diversificación que tiene H&M, podemos ver que el 73% de las ventas totales del grupo son generadas en Europa, de las cuales casi el 30% en Alemania, el 10% en el Reino Unido y el mismo porcentaje en Francia. También tiene un porcentaje importante en Estados Unidos, aunque las ventas en América suponen solo el 13% de las totales de la empresa. En Asia tienen también presencia, fundamentalmente en China y Japón.

Si comparamos la diversificación de ambas empresas, podemos observar que las dos son internacionales con presencia importante en muchos países del globo. Sin embargo, siendo la diversificación de H&M bastante importante, no tiene nada que ver con la de Inditex, que reparte mucho más equitativamente su volumen de ventas en todos los países donde tiene presencia (a excepción de España). Por lo tanto, en el caso de que Europa sufra una crisis y las ventas se reduzcan, Inditex se vería mucho menos afectada que H&M. Es cierto que si la crisis se sitúa en España, afectaría mucho más a Inditex que a su comparable en el sector, es por este motivo por el que Inditex pretende ganar más presencia en países asiáticos en contra del mercado español. (H&M, 2017)

4.3. ESTRATEGIA DE LA EMPRESA

Para analizar la estrategia de la empresa utilizaremos unas herramientas que son muy útiles e intuitivas en estos casos.

Todas las empresas tienen un modelo de negocio definido, destinado a unos clientes, con unos potenciales que hay que tratar de explotar, una diferenciación que hace que la empresa siga por el buen camino, unos socios clave pero, sobretodo, una propuesta de valor que las hace únicas y alrededor de la que todo el negocio debe de girar para conseguir el fin último de la misma: fidelizar a los clientes. Como bien dice el profesor de estrategia Miguel Arjona Torres, autor de libros como la estrategia expresionista, donde enseña cómo definir la estrategia de un negocio para fidelizar a nuestros clientes y cómo utilizar las herramientas que vamos a desarrollar a continuación.

4.3.1. Modelo Canvas de Osterwalder

El Modelo Canvas es una plantilla de gestión estratégica, también llamada lienzo de negocio, se basa en un modelo con varios apartados dónde, dependiendo de la empresa sobre la que queramos realizar la estrategia estarán rellenos de una forma u otra. En esta plantilla están predefinidos los apartados que debemos de completar, pero lo que contenga cada uno de los apartados de la misma es libre.

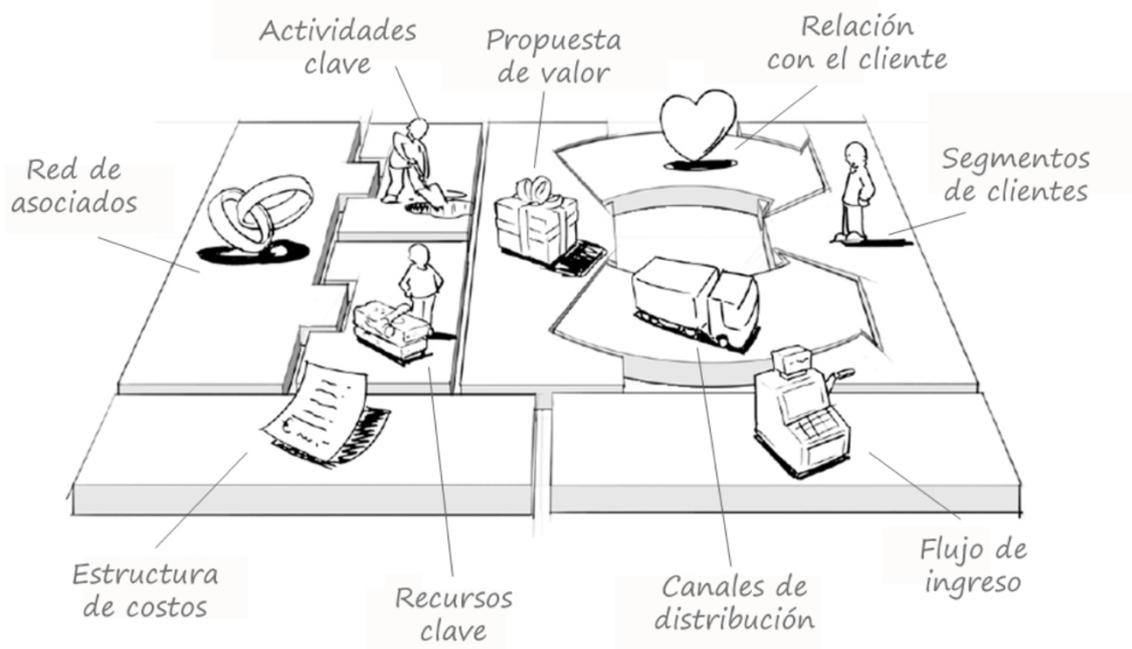


Ilustración 3. Modelo Canvas de Osterwalder [www.alexosterwalder.com]

Como vemos en la ilustración, hay varios espacios que tenemos que completar dependiendo del negocio que tengamos. (Orterwalder)

En el caso que estamos analizando, podemos hacer un caso particular para INDITEX

Business Model Canvas				
Diseñado por: Pablo Álvarez Rodríguez		Diseñado para: INDITEX		En: 09/04/2017
Asociados Clave Fabricantes de ropa subcontratados. Inversores de la empresa que ayudan a su crecimiento.	Actividades Clave Diseño, fabricación y distribución	Propuesta de Valor Prendas de moda a buen precio y destinada a todos los públicos. Ofreciendo calidad en todas las partes del mundo.	Relación con los Clientes Relación directa con los clientes.	Segmento de Clientes Productos destinados para todas las edades y para ambos sexos. Debido a los diferentes negocios que comprende el grupo, todos tienen acceso a sus productos
	Recursos Clave Los principales recursos son prendas de ropa para todo el mundo.		Canales La principal publicidad del grupo es tener tiendas en los mejores lugares de cada ciudad y con un buen diseño	
Estructura de Costos Costes de diseño, pago a proveedores, inversiones inmobiliarias, sueldos de empleados y costes de distribución			Vías de Ingreso Venta de ropa a particulares que acuden a nuestras tiendas o vía online	

Ilustración 4. Modelo Canvas para INDITEX (Propia E. , Modelo Canvas de Inditex, 2017)

Como observamos en el Canvas diseñado para INDITEX, está claramente definida su estrategia de negocio. Para ser más concretos en nuestra explicación y hacer un resumen de lo que en la ilustración 4 se explica diremos que, básicamente, INDITEX está pensado para tener a todo el mundo como cliente (con independencia de su poder

adquisitivo, edad o sexo) debido a que tiene diferentes gamas de productos, con unos clientes que pagan al contado (lo que es algo muy positivo desde el punto de vista financiero como veremos posteriormente) y con una estrategia de negocio muy claramente definida.

4.3.2. Las 5 fuerzas de Porter

Las 5 fuerzas de Porter es otra forma de establecer una estrategia de negocio, nos ofrece información algo diferente a la que nos aporta el modelo Canvas.

Este método se basa en los siguientes puntos (Porter, Estrategia competitiva, 1980)

- Amenaza de la entrada de los nuevos competidores: este es un punto de suma importancia a tener en cuenta por todas las empresas. Se basa en la posibilidad de aparición de nuevos competidores analizando las barreras de entrada que hay en el sector en el que realizamos nuestra actividad económica.
- Poder de negociación de los proveedores: se estudia aquí la capacidad que tienen nuestros proveedores de establecer el precio de las existencias que nos ofrecen, los días de cobro que vamos a estipular para pagar las mismas o el tiempo que tardaremos en recibir nuestra mercancía. A una empresa le interesa tener más poder negociador que los proveedores para poder establecer las condiciones.
- Amenaza de tus ingresos por productos sustitutos: en este punto hay que tener especial cuidado, ya que los problemas de una empresa comienzan a ser muy serios cuando los productos que ofrece la competencia empiezan a comerte cuota de mercado por superarte en alguno de los aspectos que te caracterizabas: calidad del producto, precio, variedad... Por lo que hay que estar al día y actualizarse para continuar siendo competitivos en relación con la competencia que pudieras tener.
- Rivalidad entre competidores: esto lleva a que el crecimiento de la industria sea mucho más lento por el exceso de oferta que hay, que el mercado se sature o que disminuyan tus márgenes de beneficio por tener que reducir precios porque la oferta supere a la demanda.
- Poder de negociación de los compradores: si hay competencia en el sector hace que los compradores se puedan volver más exigentes y tengas que adaptar tu modelo de negocio en exceso a las peticiones de los clientes. Este problema surge cuando los clientes tienen varios productos sustitutos.

En el libro que Porter escribió se detalla que hay seis barreras de entrada en un sector y pueden llegar a ser muy útiles si se saben utilizar de la manera adecuada, de tal forma que las barreras de una pueden ser oportunidades para la otra. Las seis barreras son las siguientes, particularizadas para el caso de INDITEX (Porter, Estrategia competitiva, 1980)

- Economías de escala: INDITEX es un grupo con mucho volumen de negocio, lo que le permite reducir mucho los costes, lo que le permite ser muy competitivo en el mercado.
- Diferenciación de productos: el grupo utiliza una estrategia de diferenciación y muy atractivos para los clientes, como se desarrolló en el subapartado anterior vende productos a precios competitivos para todo tipo de público.

- Inversiones de capital: la capacidad que tiene INDITEX para afrontar posibles inversiones es mucho más grande que la que tienen otros competidores que no tienen el mismo volumen de ventas.
- Desventaja de costos: volvemos a la relación de volumen/precio. La mayoría de empresas no tienen el volumen de negocio que tiene INDITEX, lo que hace que sean menos competitivas en cuanto a costes. Tienen menos capacidad de negociación con los proveedores, por ejemplo.
- Acceso a los canales de distribución: al tratarse de distribución propia, INDITEX no tiene ese problema. En el caso de que otra empresa repartiera sus productos, INDITEX es muy atractiva y es difícil que otra le quitara en sitio en estos canales.
- Política gubernamental: aquí entra en juego las leyes que haya en el momento, puede haber reglas muy estrictas que hagan más difícil el acceso a nuevas empresas en nuestro sector.

Para ilustrar mejor las 5 fuerzas de Porter, adjuntamos un esquema de las mismas:



Ilustración 5. Las 5 fuerzas de Porter [Michael Eugene Porter]

Particularizando este esquema al caso que nos ocupa añadimos una ilustración que nos indica, con un (+) lo que afecta positivamente a la empresa y, por el contrario, con un (-) aquellas características que le perjudican.



Ilustración 6. 5 fuerzas de Porter de INDITEX

4.4. INMOBILIZADO

INDITEX es una empresa multinacional con puntos de venta en prácticamente todo el mundo. Su volumen de ventas ha aumentado en los últimos años a una velocidad muy elevada, en la siguiente ilustración podemos ver dónde desarrolla su actividad.

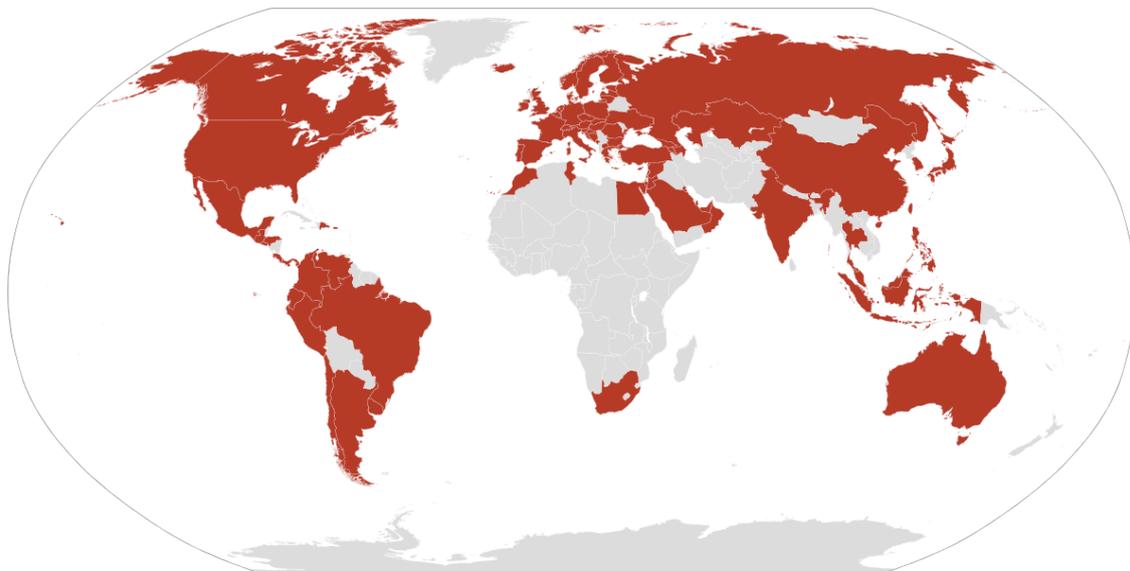


Ilustración 7. INDITEX en el mundo [www.inditex.com] (Inditex, www.inditex.com, 2017)

Debido a la política que el grupo tiene de adquirir todos los inmuebles que requiere para su actividad podemos hacernos una idea de la cantidad de inversión inmobiliaria que lleva a cabo el grupo. Por lo tanto, su amortización también lo es y, si suponemos una amortización lineal podemos ver que el gráfico quedaría de la siguiente forma, manteniéndose cercano al 5% durante todo el rango de tiempo analizado.

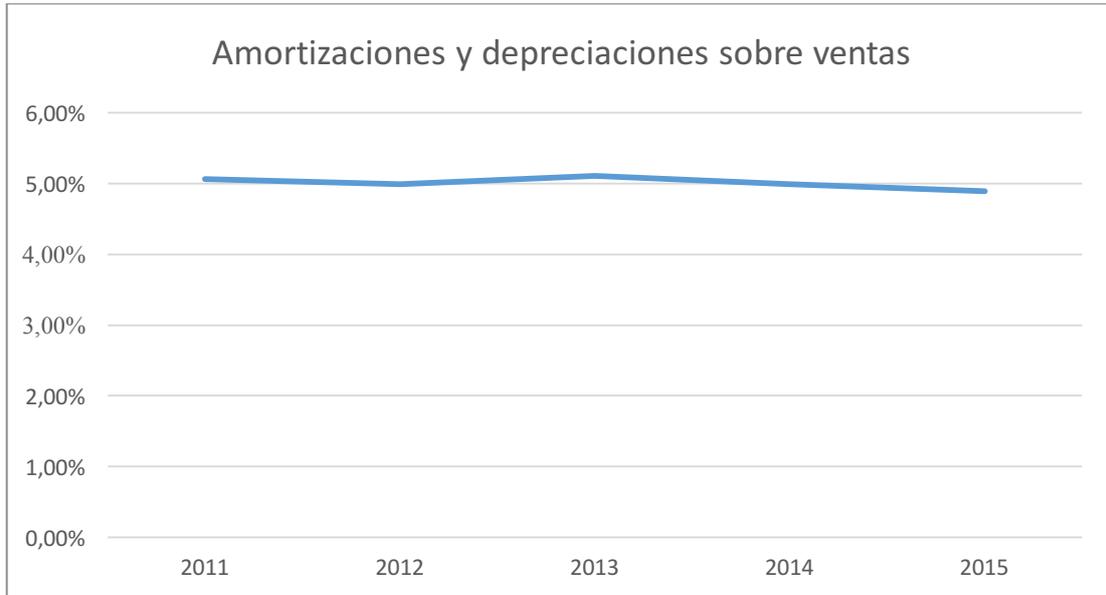


Gráfico 1. Amortización de inmovilizado sobre ventas (Propia T. R., Amortizaciones de Inditex, 2017)

Si analizamos la cuenta de pérdidas y ganancias del grupo podemos observar que las amortizaciones y depreciaciones son una partida para nada despreciable del mismo, observamos también que va en aumento a lo largo de los últimos años, lo que tiene una explicación lógica.

$$Amortización = \frac{V_0 - V_R}{n}$$

Siendo:

$$V_0 = \text{valor inicial del activo}$$

$$V_R = \text{valor residual}$$

$$n = \text{período de la amortización}$$

Entonces, si cada año hace nuevas inversiones inmobiliarias, el valor que vamos a amortizar cada vez será mayor y la amortización anual aumentará período tras período por la variación de amortización que sufre.

Dentro de este apartado, podemos comentar que la amortización de las materias primas de esta empresa es nula o prácticamente nula, al ser una empresa cuyas existencias van a estar muy poco tiempo en el almacén, ya que produce prácticamente a demanda.

5. ANÁLISIS DEL BALANCE Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANACIAS

Vamos a comenzar con el análisis del balance de INDITEX, es muy interesante para esto comparar varios años y dibujar gráficos para ver la evolución, positiva o negativa, que ha tenido y cual es la tendencia.

Comenzamos con las existencias. ¿A qué se dedica la empresa que estamos analizando? Es una empresa que vende productos, no ofrece un servicio. Por este motivo las existencias del grupo deben ser elevadas. Tenemos que tener en cuenta que, si no supiéramos a qué se dedica la empresa, podemos tener una idea de su actividad viendo el balance. Si el número de existencias que hay en un balance es pequeña en comparación con su activo total, lo más probable es que la empresa ofrezca un servicio (como puede ser una consultora).



Gráfico 2. Evolución de existencia de INDITEX sobre el total de activo (Propia T. R., Evolución de las existencias de Inditex, 2017)

Como observamos en el gráfico, las existencias son elevadas en relación a activo total. Sin embargo, que el total de existencias en balance se mantenga entre el 12% y el 13% no quiere decir que se mantengan constantes, ya que ese porcentaje es sobre activo total y, como vemos en el siguiente gráfico, ese activo ha aumentado considerablemente durante los últimos años.

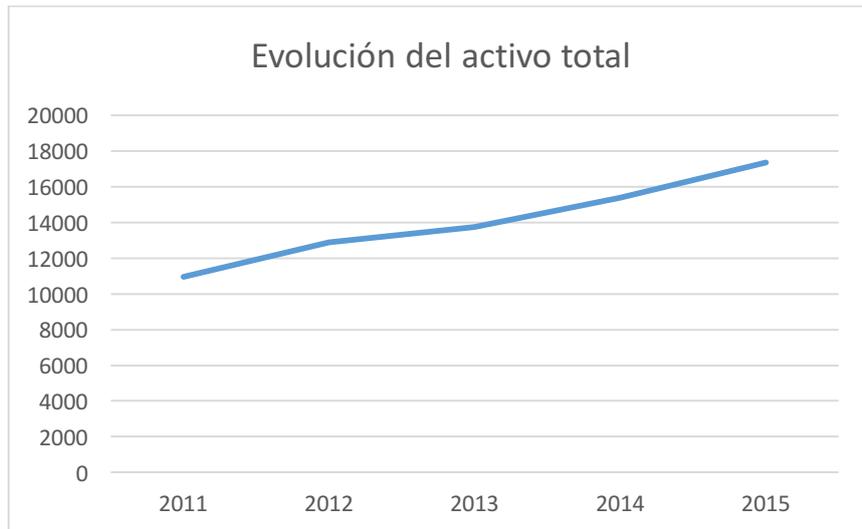


Gráfico 3. Evolución del activo total (Propia T. R., Evolución del Activo total de Inditex, 2017)

Pero de ese total de activo ¿qué porcentaje de activo es inmovilizado material?. Debido a su manera de actuar, comprar los establecimientos que utiliza para desarrollar su negocio, su porcentaje de este activo sobre el total es importante.

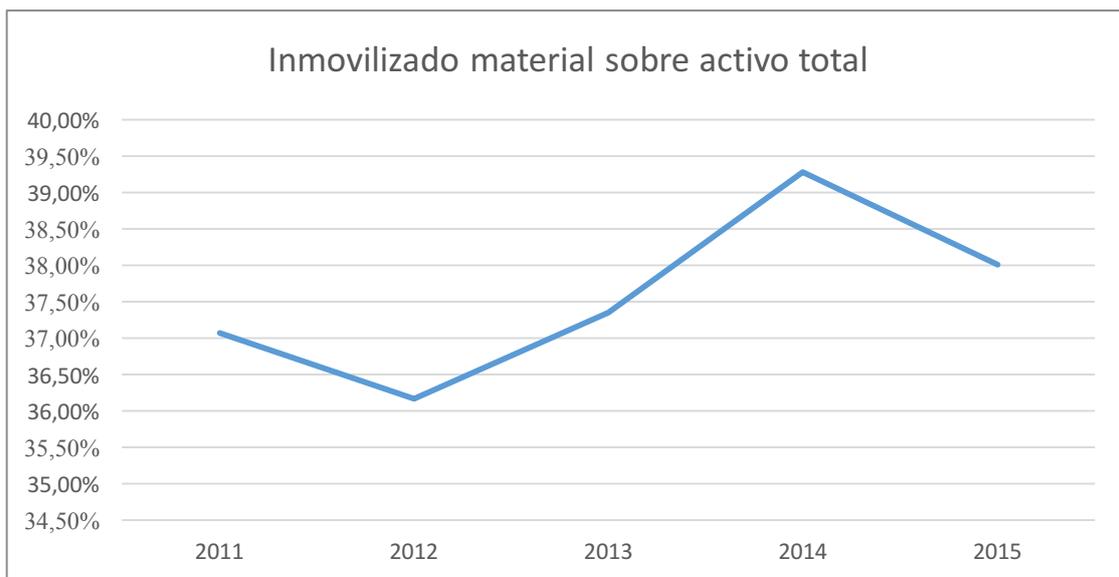


Gráfico 4. Inmovilizado material sobre activo total (Propia T. R., Evolución del inmovilizado Material respecto activo total, 2017)

El porcentaje de inmovilizado material ha ido aumentando a lo largo de los años, a excepción del 2015 que bajó un poco. Cabe esperar entonces que las amortizaciones que haga año tras año también vayan en aumento y a tenor de de su crecimiento en este tipo de activo. Sin embargo, en el gráfico 2 que se presentó anteriormente, vemos que su amortización sobre ventas se mantiene prácticamente constante en los últimos años. La conclusión que sacamos de aquí es que, si su cantidad de inmovilizado material aumenta y, por lo tanto aumenta su amortización, pero su porcentaje amortización sobre ventas se mantiene más o menos constante quiere decir que las ventas han ido en aumento.

Vamos entonces ahora a comprobar si las ventas han ido en aumento los últimos años, como hemos indicado antes, todo indica a pensar que sí.

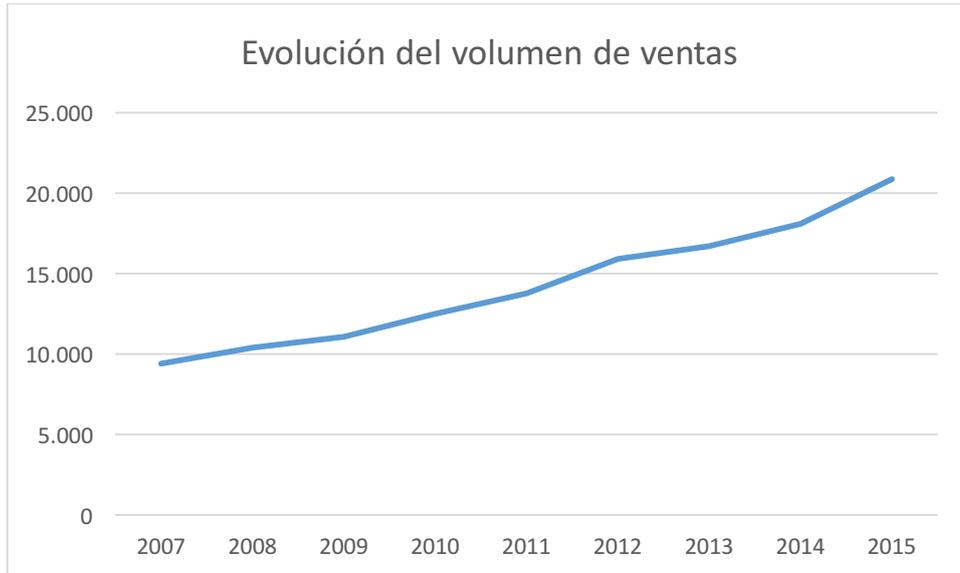


Gráfico 5. Evolución del volumen de ventas de INDITEX (Propia T. R., Evolución del Volumen de Ventas de Inditex, 2017)

En el gráfico observamos que el volumen de ventas a lo largo de los últimos años no sólo ha subido, sino que se ha multiplicado por más de dos desde el 2007. Por lo que nuestra predicción era acertada.

Una vez visto el aumento de las ventas, vamos a ver cómo es la evolución del beneficio de la empresa. Si sus ventas han aumentado y su estructura de costes se mantiene en los mismos porcentajes sobre ventas, lo más normal es que el beneficio de la empresa haya aumentado durante los últimos ejercicios. Para ver el beneficio que hemos tenido vamos a emplear dos gráficos. El primero de ellos será el que nos indica la evolución del EBITDA y el segundo será el EBIT. La diferencia entre el segundo y el primero es que el primero es las ganancias antes de impuestos, tasas, amortización y depreciación y, el segundo, tal y como indican sus siglas en inglés serían las ganancias antes de impuestos, habiendo descontado ya las amortizaciones y depreciaciones. La comparativa de estos dos gráficos nos será muy útil para ver el efecto de la amortización de los activos.

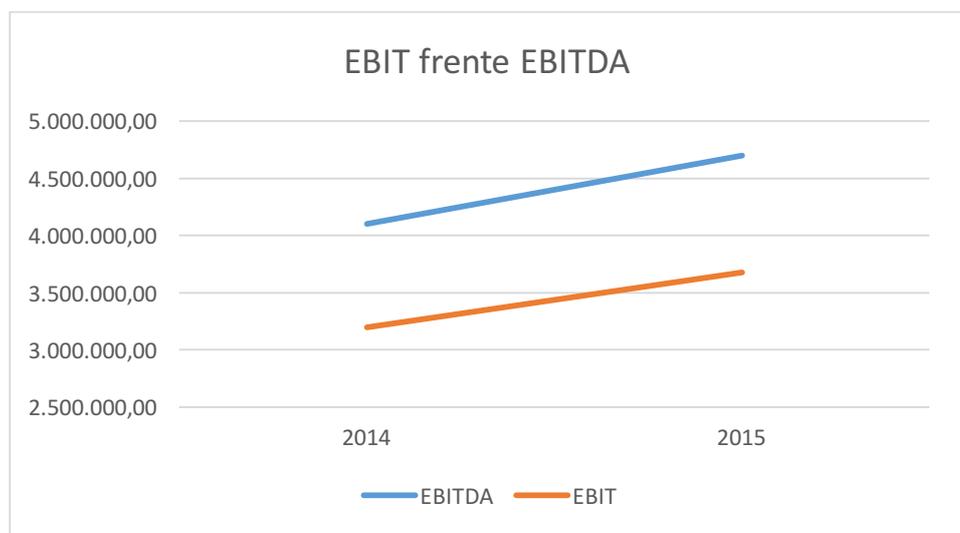


Gráfico 6. EBIT frente EBITDA de INDITEX (Propia T. R., 2017)

Hemos visto anteriormente la evolución de las existencias y del inmovilizado material, pero hay más tipos de activos que INDITEX tiene en su balance, que haría la suma total de todo su activo.

Empezamos a analizar entonces el resto de activo corriente, que es aquel que va a durar en la empresa menos de un año (Zayas L. F., Contabilidad financiera)

- Deudores: los deudores son empresas, organizaciones o personas que tienen una obligación de pago a otra empresa, organización o persona. Por lo tanto nosotros adquirimos un derecho de cobro, que se considera activo corriente si la vamos a cobrar en menos de un año. En el caso de INDITEX podrían ser, en su mayoría pagos que se hacen en sus establecimientos con tarjeta de crédito y están pendientes de cobrar.
- Inversiones financieras temporales: son las inversiones que el grupo realiza en letras del tesoro a menos de un año o acciones que se tengan de otras empresas.
- Efectivo o caja: es la cantidad de dinero en efectivo que la empresa tiene en el banco. Este dinero interesa más tenerlo en buenas inversiones, ya que si se tiene en el banco no genera nada y se puede devaluar.

Tenemos entonces ahora que analizar el activo no corriente. Podemos destacar entonces varias partidas en su balance (Contable)

- Inversiones financiera a más de un año.
- Derechos que tengamos que cobrar sobre locales arrendados
- Fondo de comercio: esta partida se referiría a todos los activos intangibles que tiene una empresa y que generan valor a ésta. Pueden ser, por ejemplo, marcas, carteras de clientes, notas de prensa...
El PGC lo define como “El fondo de comercio se define como el exceso del coste de adquisición sobre el valor de la participación del comprador en el valor razonable de los activos y pasivos identificables adquiridos”. El fondo de comercio que tiene INDITEX, al ser conocida en todo el mundo, es muy elevado. Por lo que el valor de la empresa es mucho mayor que su valor el libros.
- También dentro de esta partida incluiremos los activos por impuestos diferidos.

Otra partida muy importante dentro del balance de una empresa es el pasivo, parte que analizaremos a continuación.

De la misma forma que los activos, los pasivos podemos clasificarlos como corrientes y no corrientes. Vamos a ver primero los pasivos corrientes de INDITEX tiene en su balance:

- Deuda financiera: estaría en este apartado la deuda que se ha contraído con un banco o las emisiones de títulos. Podemos considerarla como el principal método de apalancamiento de las empresas. Si nos fijamos en el balance de INDITEX vemos que la cantidad de deuda financiera (en comparación con otras partidas) es bastante pequeña.
- Otros pasivos financieros: son aquellos que no se consideran en el apartado anterior, podrían ser compromisos futuros de entregar unas acciones a otra empresa, por poner un ejemplo.
- Pasivos por impuestos sobre beneficio corriente: serían los impuestos que tenemos que pagar por el beneficio que hemos tenido en nuestra actividad. Tener que pagar este impuesto es una buena noticia, ya que significa que hemos

generado beneficios durante nuestro ejercicio. En el balance de INDITEX esa partida es muy elevada, acorde con sus beneficios.

- Acreedores: obligaciones de pago a personas o empresas que nos aportan recursos variados para el correcto funcionamiento de la misma.

Después de los pasivos corrientes, es el turno de los no corrientes:

- Provisiones: son una cantidad de activos que la empresa guarda, por el hecho de tener una obligación de pago, hasta el momento de tener que pagar la factura correspondiente a esa obligación.
- Otros pasivos a largo plazo
- Deuda financiera: estaría aquí todo tipo de obligación de pago de tipo financiero a cualquier banco, persona u otra empresa que tenga un vencimiento superior a más de un año.
- Pasivos por impuestos diferidos

Veamos la relación que hay entre activo y pasivo de INDITEX, es interesante ver este aspecto porque nos da una idea de la cantidad de obligaciones de pago que tiene en relación con su activo. No será buena noticia si sus pasivos son superiores a su activo.

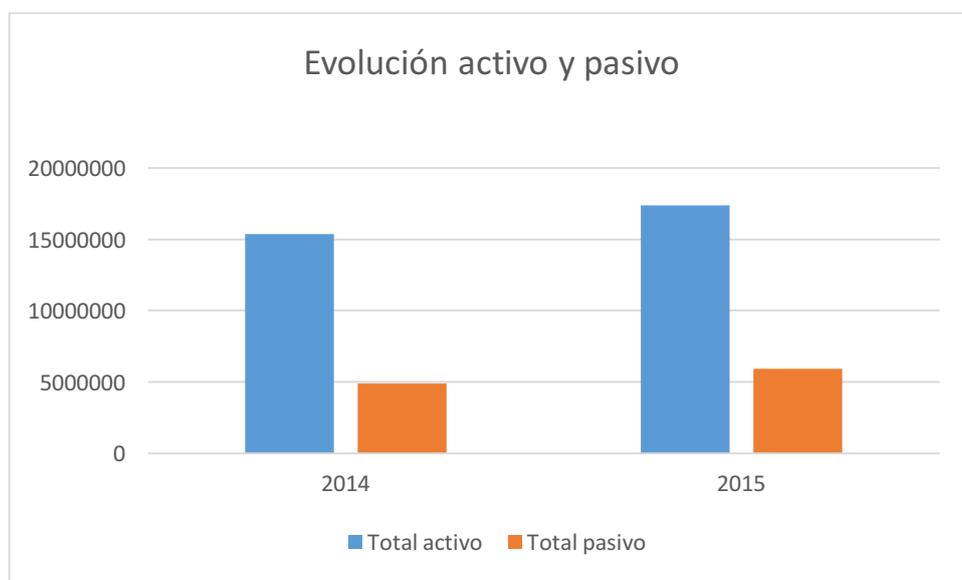


Gráfico 7. Evolución total activo vs total pasivo (Propia T. R., Evolución Activo y Pasivo de Inditex, 2017)

Se puede ver claramente que los activos superan por mucho a la suma de toda la partida de pasivo.

Como sabemos, el balance de una compañía debe de estar equilibrado:

$$\text{Total activo} = \text{Total pasivo} + \text{Patrimonio neto}$$

La diferencia entonces que hay entre activo y pasivo es patrimonio neto o recursos propios. Veamos qué partidas tiene INDITEX en su balance en el apartado de patrimonio neto:

PATRIMONIO NETO	10.468.701,00	11.450.793,00
Patrimonio Neto atribuido a la dominante	10.430.655,00	11.410.197,00
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	38.046,00	40.596,00

Tabla 1. Patrimonio neto INDITEX (Reuters, 2017)

Si hacemos la comprobación con la fórmula que se indicó con anterioridad, podemos comprobar que el balance cuadra y la suma de todos los activos es igual a la suma de todos los pasivos y el patrimonio neto.

Vamos a ver ahora las dotaciones por provisión que hace INDITEX, es interesante ver su evolución durante los años y ver lo que la empresa espera que va a tener que pagar, como hemos dicho antes las provisiones son reservas que la empresa tiene para un pago que va a tener que hacer en un futuro.

Dentro de las diferentes provisiones que INDITEX puede tener destacamos las que son para futuras responsabilidades y las que son para pagos de futuras pensiones y obligaciones con el personal. También podemos incluir en estas provisiones las reservas que están destinadas a pagar dividendos a los accionistas.

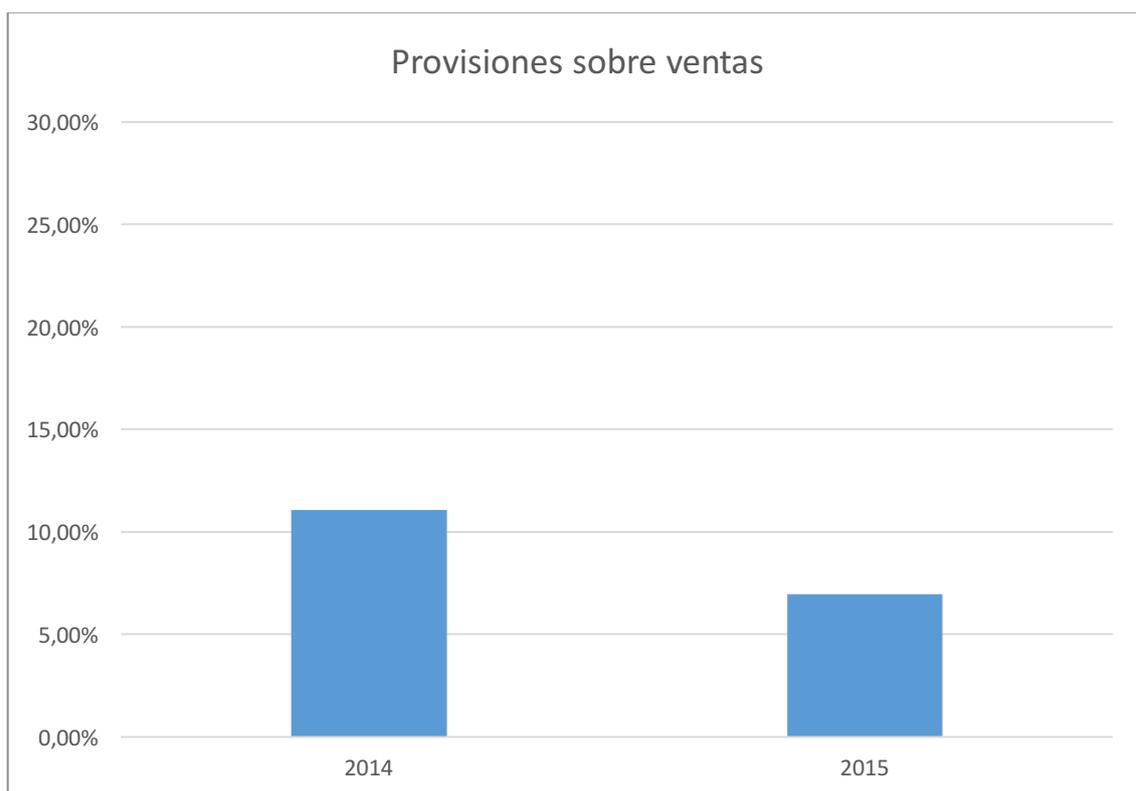


Gráfico 8. Provisiones sobre ventas (Propia T. R., Evolución de las provisiones sobre ventas de Inditex, 2017)

Como vemos en el gráficos las dotaciones que la empresa se hace para provisiones se reducen en el 2015. Mientras que en 2014 las provisiones superaban el 10%, en el siguiente ejercicio no llegan al 5,5%.

Vamos ahora a entrar en detalle con la caja de la empresa. Entendemos caja o cash como la cantidad de dinero que la empresa tiene en cuentas bancarias o en metálico. No nos podemos olvidar que INDITEX es una empresa muy grande que tiene muchos

centros de ventas en todo el mundo, es por eso que parte de la caja que tiene debe estar destinado a tener dinero en efectivo suficiente en sus tiendas para poder asumir los cambios necesarios a todos los clientes que tienen. Mientras que en otras empresa ese dinero no tiene mucha repercusión por su pequeña cantidad o porque no necesitan dar cambio a sus clientes, en INDITEX es muy importante por la cantidad de tiendas que tiene en todo el mundo. Aparte de ese dinero destinado a la atención de los clientes, la caja de la empresa se destina a financiar su crecimiento, abriendo nuevas tiendas y asegurando la inversión. Otra importante utilidad que tiene la caja en INDITEX es su utilización para remodelar tiendas, arreglar posibles problemas técnicos que tengan y también para posibles inversiones financieras que la empresa quiera realizar.

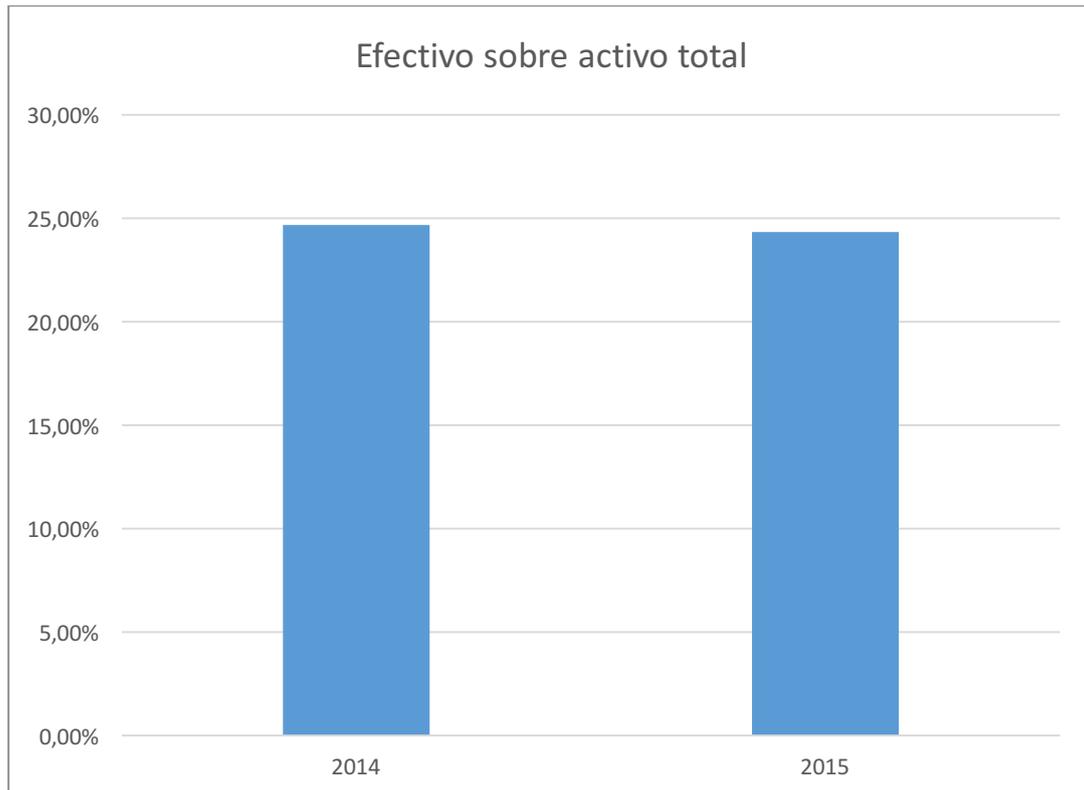


Gráfico 9. Efectivo sobre activo total (Propia T. R., Evolución del efectivo sobre el activo total, 2017)

Como antes habíamos indicado, el efectivo es parte del activo de la empresa y, en el caso que estamos estudiando, vemos que representa una cantidad bastante considerable dentro del total de activo, rozando el 25%.

6. RATIOS FINANCIEROS

Los ratios financieros son herramientas que nos ayudan a entender la situación financiera y contable de una empresa, compararlas con otras, ver la situación por la que pasó y está pasando la empresa y para hacer una valoración de la misma. (Torres, Ratios financieros , 2017).

Todos los datos necesarios para calcular estos ratios se han sacado del balance que INDITEX presenta en su memoria anual. En los casos en los que se compara con otra empresa, la información para calcular los ratios de la otra compañía se obtiene de sus respectivos balances. En el caso de ser una empresa pública, como es nuestro caso, las cuentas están auditadas y se entiende que son veraces y transparentes. Aunque también se pueden obtener de la plataforma Thomson Reuters o Bloomberg, de donde también se ha extraído información necesaria para hacer este apartado.

6.1. ROE

También llamado rentabilidad financiera, por sus iniciales su significado es *return on equity*. Nos indica el retorno que obtienen los accionistas de la empresa como proveedores de capital, que son los únicos que no tienen ingresos fijos (ya que sus ingresos dependen de los dividendos). (Ballesta)

Podemos decir que este ratio financiero nos indica cómo invierte la compañía sus ingresos: si los invierte en el crecimiento de la empresa o si reparte los beneficios con sus accionistas. Es una medida muy útil a la hora de decidir si invertir en una empresa o no.

La fórmula que utilizaremos para calcularlo será la siguiente:

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto antes de impuesto}}{\text{Fondos propios}}$$

Podemos utilizar la descomposición de la fórmula de DuPond y e incluir otras variables a la hora de calcular este ratio (Rivas, 2013)

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} * \frac{\text{Activo}}{\text{Recursos Propios}} = \text{Margen} * \text{Rotación} * \text{Apalancamiento}$$

El ROE lo medimos el %.

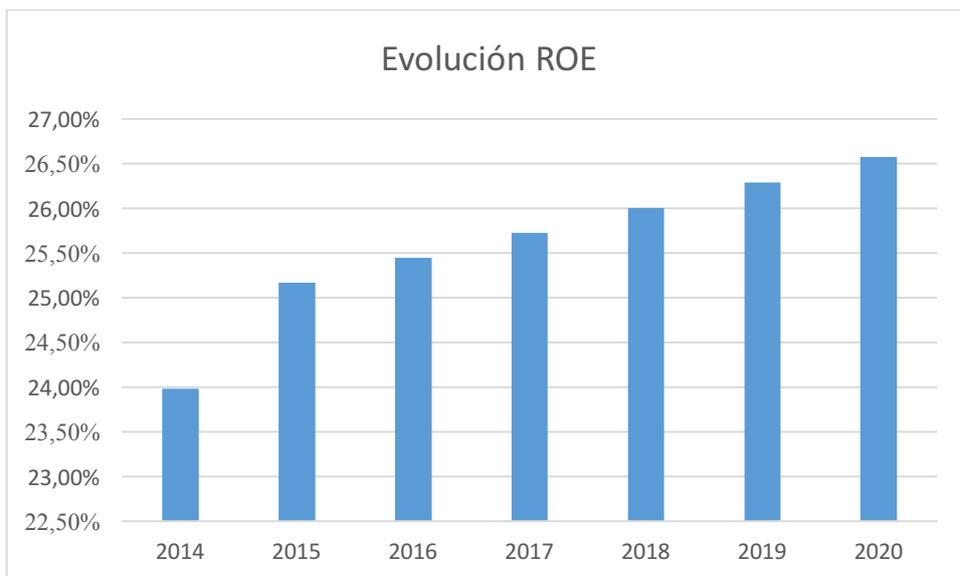


Gráfico 10. Evolución ROE de INDITEX (Propia T. R., Evolución del ROE de Inditex, 2017)

Como vemos, en el caso de INDITEX, el ROE es considerablemente alto, aumentando año tras año si consideramos las perspectivas que la empresa tiene de ventas y beneficios que presenta en su memoria. Obviamente, los años a partir del 2016 son estimaciones que se han hecho y no se asegura su total veracidad.

Vamos a ver en la siguiente tabla los dividendos por acción que ha repartido INDITEX a sus accionistas en los años anteriores. Desde el año 2012 sus dividendos han ido en aumento y siempre reparte a sus accionistas, por lo que cabe pensar que eso es una gran noticia para sus inversores.

	2012	2013	2014	2015	2016
Dividendo (€)	0,22	0,242	0,26	0,3	0,34

Tabla 2. Dividendos repartidos por INDITEX (Inditex, www.inditex.com)

Antes habíamos indicado que una empresa puede invertir en el crecimiento de su negocio o puede repartir dividendos para aumentar el retorno de sus accionistas y motivar así a los accionistas. Sin embargo, INDITEX hace ambas cosas, como anteriormente se ha desarrollado, el negocio del grupo ha crecido de forma exponencial en los últimos años, eso es debido a que ha invertido parte de sus beneficios en el crecimiento de la empresa, pero también recompensa a sus accionistas religiosamente (Tabla 2).

6.1.1. Su comparación con la industria

No todas las empresas tienen la misma política que INDITEX, por lo que es bueno comparar el ROE de la industria con el de la propia compañía que se está analizando (Eikon).

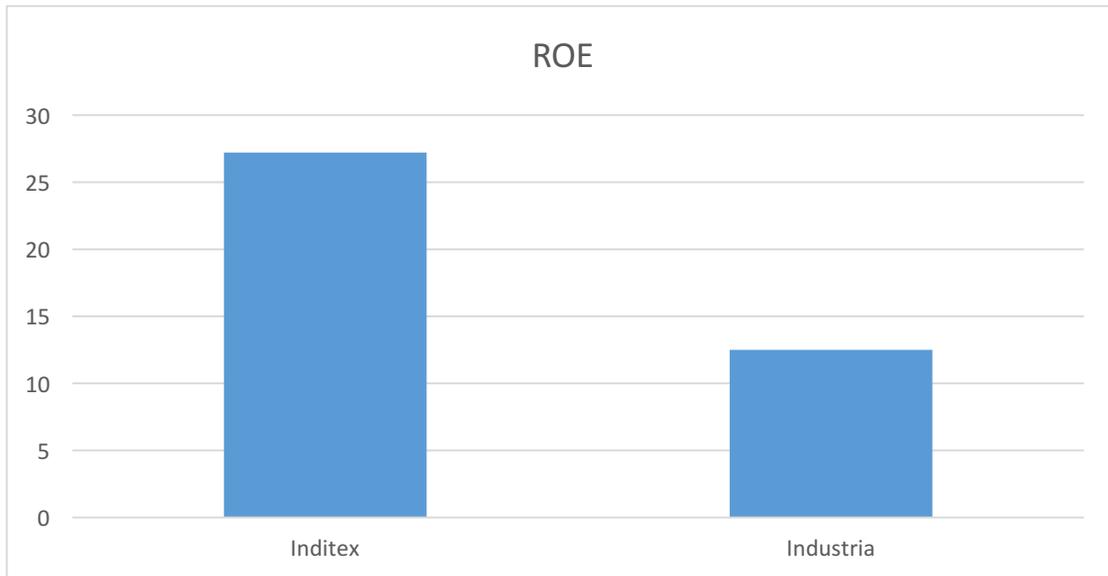


Gráfico 11. Comparación ROE de INDITEX con la industria

Vemos que la diferencia entre el retorno que obtienen los accionistas de INDITEX con el que obtienen los inversores de otras empresas del mismo sector es muy elevada. En apartados posteriores seguiremos haciendo comparaciones con INDITEX y el resto de empresas que se dedican a la misma actividad.

6.2. ROCE

Sería un ratio que nos indica el retorno sobre el capital empleado, con sus siglas en inglés *Return on Capital Employed (ROCE)*.

Es un ratio muy interesante si queremos comprobar la rentabilidad que tiene una empresa en comparación con el capital que ha empleado (Fernandes, 2014)

$$ROCE = \frac{\text{Beneficio antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Capital empleado}}$$

Al igual que el ROE, se mide en porcentaje.

Para que quede algo más claro, diremos que es una medida de la eficiencia del capital que la empresa emplea en su negocio.

Vamos ahora, como viene siendo habitual a analizar el ROCE de INDITEX

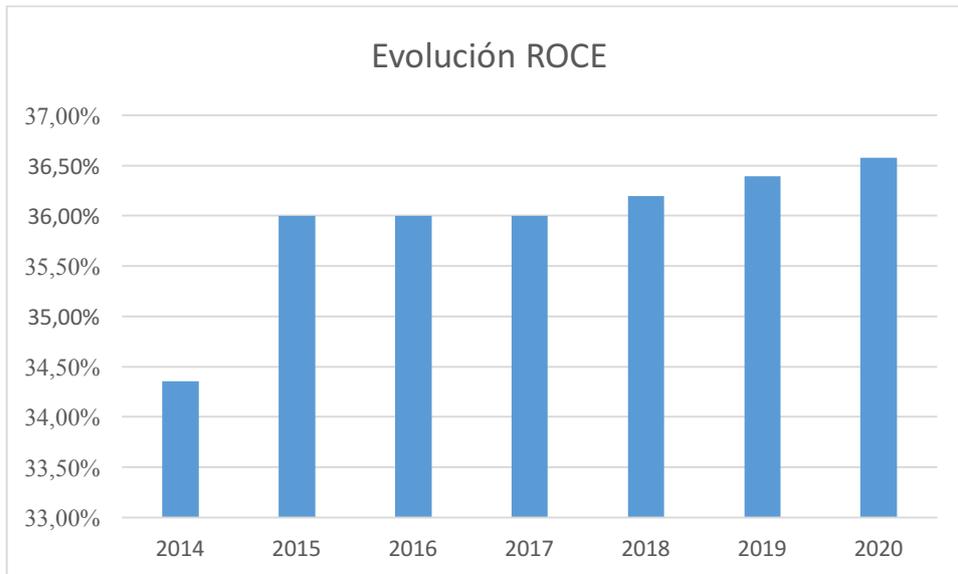


Gráfico 12. ROCE de INDITEX (Propia T. R., Evolución del ROCE de Inditex, 2017)

Observamos que la eficiencia del capital empleado del grupo va en aumento, es una empresa que cada vez utiliza de manera más eficiente sus recursos. Que esta ratio vaya en aumento es muy positivo, porque nos ayuda a comprobar que los recursos que los accionistas aportan y los beneficios que la empresa genera son, cada vez, usados de una manera más correcta.

6.3. EV/EBITDA

Este es otro ratio de mucha importancia para las empresas, se calcula dividiendo el valor de la empresa entre el resultado bruto de la explotación del negocio. Es decir, la división del valor de la empresa entre el resultado de su negocio antes de impuestos, tasas, depreciaciones y las amortizaciones pertinentes. (Pharma_Valuation_ETH, 2008)

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{EBITDA}$$

El ratio muestra el valor de la empresa sobre lo que genera sin tener en cuenta la estructura financiera, motivo por el cual se utiliza el EBITDA (que no tienen en cuenta los intereses y otras salidas de caja)

El valor de la empresa se calcula como su capitalización bursátil sumándole la deuda financiera neta. La capitalización bursátil o su valor en bolsa sería el número de acciones que tiene la empresa multiplicado por su precio y la deuda financiera neta se calcularía como la suma de la deuda a largo plazo, deuda a corto plazo y la caja, restándole al resultado las inversiones financieras temporales

Si analizamos este ratio en el caso de INDITEX podemos ver lo siguiente:

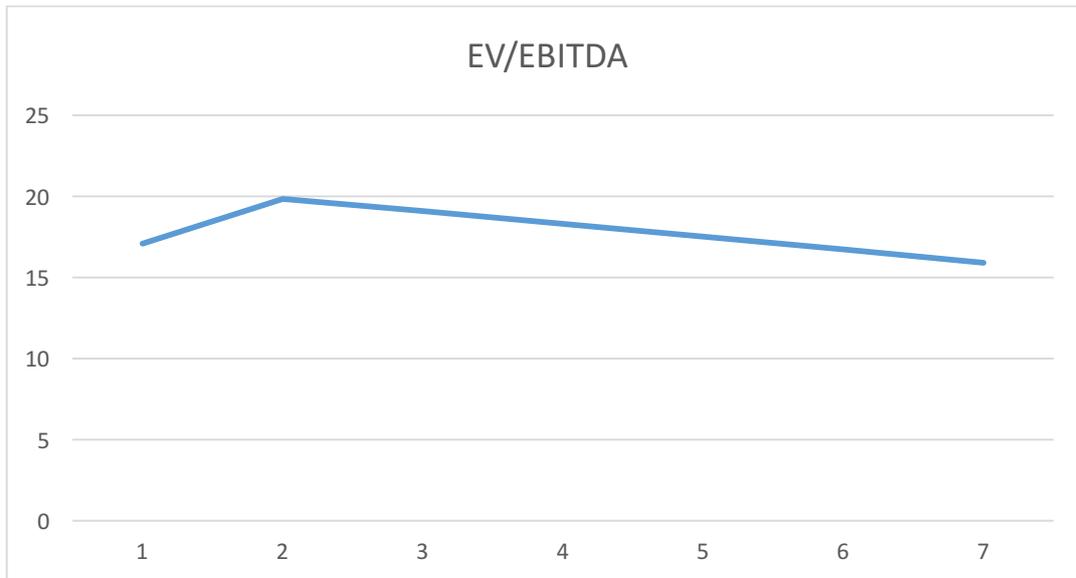


Ilustración 8. EV/EBITDA de INDITEX (Propia E. , EV EBITDA de INDITEX)

6.4. Quality of Profit

Este es otro ratio financiero que nos mide la salud financiera de la empresa, la fórmula que tenemos que aplicar para calcularlo es: (Marketing, 1946)

$$Quality\ of\ profit = \frac{Flujo\ de\ caja\ de\ actividad}{Ingresos\ netos}$$

Como su propio nombre indica, nos mediría la calidad de los ingresos que nuestro negocio nos genera, se considera que si el resultado que la fórmula arroja tras aplicarla es mayor que uno la calidad de nuestros ingresos es alta.

Si consideramos todo lo anterior cabe pensar que el quality of profit de INDITEX será superior a uno, por lo que se considera un beneficio de una alta calidad. Sin embargo, vamos a ver una evolución del mismo durante los años pasados, lo que nos dará una idea de si la calidad está estancada, aumenta con los años o, por el contrario, se va reduciendo (lo que sería una mala señal).

	2011	2012	2013	2014	2015
Quality of profit	1,24	1,32	1,19	1,29	1,56

Ilustración 9. Evolución de Quality of Profit

Como observamos en la tabla el ratio va en aumento año tras año y siempre es mayor a uno, por lo que la cantidad de cash generado por el negocio siempre va en aumento y la subida es constante, por lo que no parece que pueda reducir a corto plazo.

7. RATIOS NO FINANCIEROS

Hay algunos ratios que nos aportan información muy importante a la hora de analizar una compañía y no se consideran ratios financieros. En este estudio nosotros vamos a analizar dos de ellos, el PMC y el PMP (período medio de cobro y período medio de pago).

Lo ideal para la empresa sería que el período al que paga a sus proveedores sea más elevado al que sus clientes le pagan a él. Si, por el contrario, el pago a proveedores se hace primero que cobrar lo correspondiente a los clientes la empresa estaría siempre apalancada y no tendría la posibilidad de hacer todas las inversiones que quisiera en su negocio.

7.1. Días de cobro

Como se indicaba anteriormente, el período medio de cobro, es un ratio no financiero que interesa sea lo más corto posible. Cuanto más pequeño sea este período, primero recibimos el dinero que ha sido resultado de nuestro negocio. (Torres, Ratios no financieros)

$$\text{Período medio de cobro (días)} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Ventas}} * 365$$

Antes de ver los números de INDITEX vamos a plantearnos de donde viene el beneficio de su negocio. Como sabemos el grupo que se estudia se dedica a la venta de ropa de forma directa al consumidor final. Cuando un cliente va a una tienda de ropa paga en cash o con tarjeta, por lo que el período de cobro medio que se estima será bastante bajo (no hay ningún cliente que financie a X tiempo la ropa que se compra)

Si, por ejemplo, nos planteamos el período medio de cobro de una empresa de construcción que tiene que realizar un rascacielos, la empresa cobrará el edificio cuando esté terminado y, posiblemente, el pago lo reciba de forma periódica y no de forma directa de una sola vez. Sin embargo, es muy normal que mientras que la empresa está en construcción del edificio tenga que pagar todos los materiales, la mano de obra, las máquinas etc. Si además añadimos la posibilidad de que la empresa que ha encargado el edificio entra en suspensión de pagos el negocio hecho por la constructora será negativo completamente (esto es algo muy común durante la crisis que se ha sufrido el año 2007).

7.2. Días de pago

El período medio de pago es un ratio no financiero que debe compararse con el explicado anteriormente, al contrario que su compañero, este interesa que sea lo más grande posible, ya que cuanto más tiempo tardemos en pagar a los proveedores más tiempo tendremos el dinero a nuestra disposición para hacer frente a posibles inversiones que puedan surgir en nuestro negocio.

La fórmula que se utiliza para calcular este dato es la siguiente:

$$\text{Período medio de pago (días)} = \frac{\text{Proveedores}}{\text{Compras}} * 365$$

7.3. Comparación PMC y PMP

En este apartado haremos la comparación entre los dos ratios no financieros que se explicaron en los dos puntos anteriores. (Propia E. , Análisis de los períodos de cobro y pago de Inditex)

Hay que recordar que si el PMC es superior al PMP es un significado de poco apalancamiento y un punto muy importante, debido a que probablemente no sea necesario incurrir en ninguna deuda con entidades financieras, a esto se le llama financiarse a base de proveedores.

Si aplicamos las dos fórmulas anteriores podemos obtener, con datos obtenidos de los balances auditados, los siguientes resultados:

$$PMC = 11,7 \text{ días}$$

$$PMP = 170,9 \text{ días}$$

INDITEX, a la vista de los dos datos anteriores es una empresa que se financia con los proveedores (lo que explicaría la poca deuda que tiene en su balance):

$$PMC < PMP$$

Además, dentro del pasivo de la empresa los proveedores son una partida muy importante y tiene un peso muy elevado en el mismo:



Ilustración 10. Proveedores respecto a Pasivo Total (Propia I. y., 2017)

Como se observa en el gráfico, el 2014 los proveedores representaban el 70% del pasivo de INDITEX y ha aumentado en 2015 rozando el 80%. Esto nos lleva a pensar que el período medio de pago ha aumentado con respecto al de cobro.

8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA

Hay muchos métodos de valoración de empresa. En este estudio vamos a emplear tres de ellos, el FCF (por sus siglas en inglés Free Cash Flow), el ECF (Equity Cash Flow) y la valoración por múltiplos, concretamente utilizaremos la valoración del PER.

8.1. Por el método del Free Cash Flow

Para calcular el Free Cash Flow utilizamos un método muy mecánico. A continuación se procederá a explicar los pasos necesarios para calcularlo. (Fernández, Valoración de empresas, 2015)

1. Lo primero que hay que hacer es partir de las ventas que tenga la empresa en un período determinado. Como interesa calcular el FCF en los años venideros y, lógicamente no sabemos cuales serán las ventas de los próximos años se hace una estimación lo más ajustada posible a la realidad. En la memoria de INDITEX la empresa estima un crecimiento anual del 2%, en el caso que se expone en el presente trabajo se van a hacer tres escenarios distintos:
 - El primero un escenario pesimista con un crecimiento anual del 0,5%
 - El segundo escenario que se resolverá será conservador, suponiendo un crecimiento del 2% como indica la memoria de la empresa.
 - El tercer ejemplo que se mostrará será un un escenario optimista con un crecimiento anual del 3,5%.
2. Una vez partimos de las ventas de la empresa, se procede a restarle los costes procedentes de su negocio. Entenderemos que los costes van acorde a las ventas, es decir, si las ventas aumentan un 2% los costes también lo harán en el mismo porcentaje durante los siguientes años y de la misma forma con el resto de porcentajes de crecimiento que se han estimado. Tras haberle restado los costes correspondientes el resultado que se obtiene será el EBITDA.
3. El siguiente paso a realizar en este método es restarle las amortizaciones que tiene la empresa. Una vez restadas estas depreciaciones al EBITDA obtenemos el BAIT (o EBIT por sus siglas en inglés) *Beneficio antes de intereses y tasas*.
4. A el beneficio antes de intereses y tasas se le restarán los gastos financieros que la empresa ha tenido en el ejercicio correspondiente. Tras realizar esta operación se obtiene el denominado beneficio bruto (que sería el beneficio antes de restarle los impuestos correspondientes que la empresa tiene que pagar).
5. Una vez tenemos el beneficio bruto sólo faltaría restarle los impuestos correspondientes, con lo que obtendríamos el beneficio neto del ejercicio. La tasa impositiva que se considera en este estudio sería del 30%.
6. Teniendo ya el beneficio neto de la empresa se hace la suma de las amortizaciones que se restaron en el punto tres.
7. Llegando ya al final se restan las inversiones en CAPEX (activo no corriente) o se suman las propias desinversiones (ventas de activo no corriente).
8. Hacemos lo propio con las inversiones y desinversiones en NOF (necesidades operativas de fondo) o, lo que es lo mismo, activos que la empresa necesita para el el desarrollo diario del negocio, activo corriente.
9. Una vez se ha realizado todo este proceso tenemos el resultado correspondiente al método del Free Cash Flow.

8.1.1. Cálculo de las NOF

Una parte importante a la hora de calcular el FCF es el cálculo de las NOF, inversiones y desinversiones en activo corriente. Es decir, las inversiones que hará la empresa para que el funcionamiento diario de su negocio siga su curso normal. En el caso de Inditex, las NOF serían, por ejemplo, la inversión en telas, en perchas para colgar la ropa o en el pago de la costurera que hacen sus arreglos.

Entendemos que si se supone que el volumen de ventas va a subir, también lo harán las inversiones en activo corriente. No puedes vender más que el año anterior comprando menos producto.

Para el cálculo de las NOF utilizaremos la siguiente fórmula: (Garayalde M. L., 2017)

$$NOF = Existencias + Clientes + Caja Operativa - Proveedores - Pagos Diferidos$$

Para calcular entonces la evolución de NOF sacamos un porcentaje, que iremos aplicando de forma constante a lo largo de los siguientes años.

$$\frac{NOF_{2016}}{Ventas_{2016}} = \%$$

Mediante la fórmula del cálculo de las NOF calculamos las necesidades operativas de fondos que hubo en el año 2015, teniendo en cuenta los datos que están adjunto como anexos:

$$NOF_{2015} = 1.650.444$$

Tenemos en cuenta entonces que tenemos las ventas reales del 2015, año que tomamos como base para calcular los siguientes ejercicios. Debido a que no sabemos con exactitud la cantidad de necesidades operativas de fondos que se necesitarán los siguientes años debemos hacer una hipótesis:

- Como sabemos qué número de ventas ha tenido el grupo en el año 2015 podemos sacar el porcentaje de ventas sobre NOF. La hipótesis que vamos a plantear es que durante los sucesivos años se va a mantener constante ese porcentaje de ventas sobre NOF.

$$\frac{Ventas_{2015}}{NOF_{2015}} = 12,7\%$$

Ese porcentaje es lo que se multiplicará por la ventas de cada año que se quiera calcular, obteniendo las NOF que requeriremos ese año. Una vez tenemos este valor, estamos en condiciones de calcular la inversión o desinversión en NOF. En el caso de que las NOF del año anterior sean superiores a las NOF del año actual, este año necesitamos una menor inversión en NOF, por lo que irá en positivo (desinversión) y, en el caso contrario iría en negativo (inversión).

Recordamos en este punto que para el caso concreto que se está estudiando, se han tenido en cuentas tres posibles escenarios:

- Crecimiento anual del 0,5%, siendo éste el escenario pesimista.
- Crecimiento anual del 3,5%, siendo el escenario optimista.

- Crecimiento anual del 2%, correspondiente al escenario considerado como conservador.

Estas distintas tasas de crecimiento nos generan unas ventas diferentes cada una, por lo que tendremos que calcular tres necesidades operativas de fondos distintas, unas para cada escenario que se ha tenido en cuenta.

Las necesidades operativas de fondos quedan entonces de la siguiente forma para los tres escenarios:

<i>Conservador</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	20900439	21318447,8	21744816,7	22179713,1	22623307,3	23075773,5
NOF	2654355,75	2707442,87	2761591,73	2816823,56	2873160,03	2930623,23
Inv/des NOF		-53087,115	-54148,857	-55231,835	-56336,471	-57463,201

Tabla 3. NOF escenario conservador (Elaboración propia)

<i>Pesimista</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	20900439	21004941,2	21109965,9	21215515,7	21321593,3	21428201,3
NOF	2654355,75	2667627,53	2680965,67	2694370,5	2707842,35	2721381,56
Inv/des NOF		-13271,779	-13338,138	-13404,828	-13471,852	-13539,212

Tabla 4. NOF escenario pesimista (Elaboración propia)

<i>Optimista</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	21631954,37	22389072,77	23172690,31	23983734,48	24823165,18	27969502,1
NOF	2654355,75	2813617,1	2982434,12	3161380,17	3351062,98	3552126,76
Inv/des NOF		-159261,35	-168817,03	-178946,05	-189682,81	-201063,78

Tabla 5. NOF escenario optimista (Elaboración propia)

Como es lógico, dependiendo del escenario que tengamos en cuenta, las inversiones en NOF serán mayores o menores, puesto que, al ser un porcentaje sobre ventas, cuanto más crezcan las ventas año tras año, mayores serán las necesidades que tendremos en activo corriente.

Interesante es ver la evolución de las NOF en un gráfico, siendo la manera más visual de comprobar cómo las NOF cambian si nuestras predicciones de aumento de ventas se cumple.

Para ver el aumento de las NOF en los diferentes escenarios que se han planteado, es interesante hacer un gráfico que nos lo indique, lo que nos permite verlo de una manera mucho más visual.

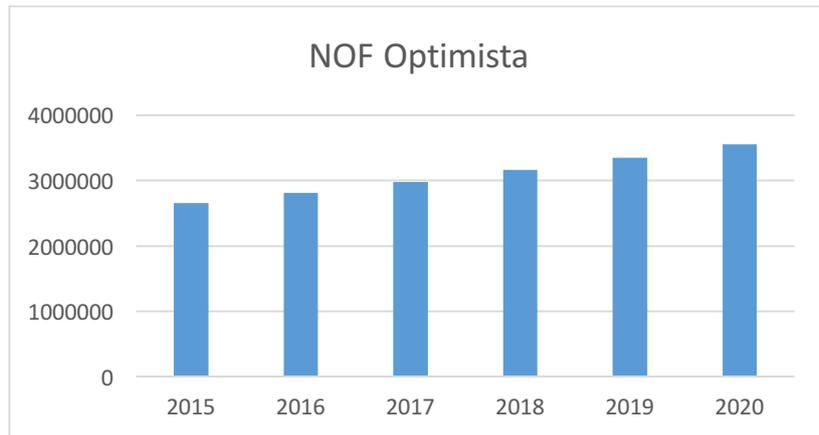


Gráfico 13. Evolución de las NOF del escenario Optimista (Elaboración propia)

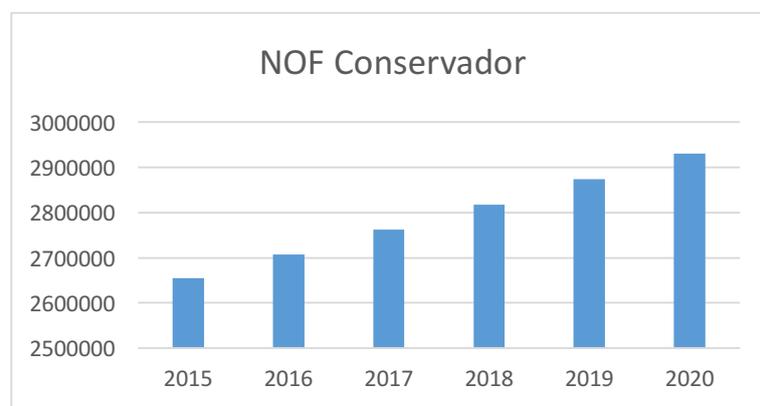


Gráfico 14. Evolución NOF escenario conservador (Elaboración propia)

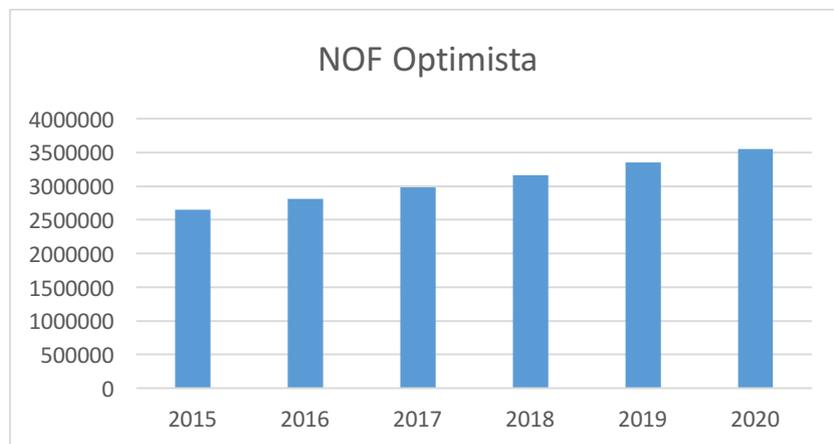


Gráfico 15. Evolución NOF escenario Pesimista (Elaboración propia)

8.1.2. Cálculo del Valor residual

Tras el cálculo de los flujos tenemos que valorar la empresa, parece lógico pensar que una empresa no se considera que va a terminar su funcionamiento durante los años que se estiman y ya no vale nada, es por este motivo que hay que calcular lo que se llama valor residual o terminal value. Podemos considerar en este momento dos tipos de valores residuales, dependiendo de lo que le espera a la empresa en el futuro. (Fernández, Métodos de Valoración de Empresas, 2008)

- Valor residual a valor de liquidación, no es el método más habitual a la hora de valorar una empresa, es más utilizado cuando vamos a valorar un proyecto de inversión. Por ejemplo, INDITEX quiere sacar al mercado una nueva gama de productos dentro de una de sus líneas, se supone que ese proyecto tiene una vida limitada y en un cierto período de tiempo dejará de funcionar. Este caso es muy claro en las marcas de coches, una determinada casa que saque un modelo nuevo tiene una vida limitada, pronto sacará otro modelo sustitutivo.
- Valor residual a perpetuidad, en este caso se entiende que la empresa tiene una vida ilimitada. Este método es el más utilizado en valoración de empresas. Para calcular el valor residual de una empresa tratada a perpetuidad utilizaremos la siguiente fórmula:

$$VR = \frac{FF_n(1 + g)}{K - g}$$

Donde:

FF_n = flujo de último año que se considera

g = tasa de crecimiento anual

K = tasa de descuento WACC

8.1.3. Cálculo de la tasa de descuento

Uno de los puntos más importantes a la hora de hacer una valoración de empresa, de valorar un proyecto de inversión o de cualquier tema de valoración es el cálculo de la tasa de descuento.

Este es un tema que va abarcar distintos cálculos, todos ellos fundamentales para la obtención de un correcto resultado de nuestra valoración.

Vamos primero a definir lo que es la tasa de descuento. Es la tasa que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión o una empresa. En el caso de FCF esa tasa de descuento se le llama WACC o coste medio ponderado, si utilizamos el ECF la tasa de descuento que utilizaríamos sería el coste del capital.

Para calcular el WACC (Weighted Average Cost of Capital) utilizaremos la siguiente fórmula: (Garayalde M. L., Finanzas corporativas (Coste de los recursos), 2017)

$$WACC = K_d * (1 + t) * \frac{D}{D + E} + K_c * \frac{E}{D + E}$$

Donde:

K_d = coste de la deuda contraída con entidades financieras

K_e = coste del equity (lo que nos cuesta la financiación de los accionistas)

D = cantidad de capital en deuda con entidades financieras

E = cantidad de capital en recursos de accionistas

t = tasa impositiva

Cabe mencionar en este momento que el coste de una deuda que se ha contraído con entidades financieras (bancos) es más barata que el capital cedido por accionistas. La explicación de la diferencia del coste de la deuda es porque los accionistas, debido al riesgo que van a correr al invertir en una empresa, es mucho más elevado que el que

asume un banco, esto es debido a que los accionistas son los últimos en cobrar y no tienen una seguridad de que lo vayan a hacer, ya que la manera que tiene un accionista de recibir retorno es por medio de dividendos y la compañía no tiene la obligación de repartirlos. Sin embargo, aunque el coste del capital tenga un coste, en el caso de que la empresa obtenga beneficios en sus ejercicios, el retorno obtenido por ellos es mucho más elevado, ya que tendrían más capital para invertir en su negocio.

El coste de la deuda: como indicamos anteriormente, es lo que hay que pagar a los bancos por el dinero que nos han prestado, lo que comúnmente se denominan intereses. Para calcularlo tenemos diferentes métodos.

- El primero de los métodos y el más sencillo es ir al banco y preguntar qué coste tendrá nuestra deuda. Si eres la empresa o el particular que va a pedir un préstamo, es muy sencillo. Sin embargo, si una consultora u otro tercero tiene que hacer una valoración no tiene acceso a esta forma, por lo que hay otros dos métodos que se pueden utilizar.
- Utilizar la siguiente fórmula: $Spread\ bancario + R_f = K_d$ en los sucesivos párrafos indicaremos qué es ese R_f y cómo se calcula.
- La peor de las formas, pero también utilizada cuando no hay otra forma de calcularlo es utilizar la ecuación siguiente:

$$K_d = \frac{Gastos\ financieros_{ultimo\ año}}{Deuda\ media_{ultimo\ año}}$$

Lo más normal es que el coste de la deuda no supere el 5%.

El coste del capital: como ya sabemos, el coste del capital es lo que los accionistas esperan recibir tras haber invertido en la empresa, como en el caso del coste de la deuda tenemos diferentes formas de calcularlo:

- Que te lo den, que los inversores te hagan saber qué es lo que esperan recibir a cambio de la inversión que han hecho.
- Utilizando el método de CAPM con la siguiente ecuación:

$$K_c = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

La R_f es la tasa libre de riesgo. Esto es un concepto en el que se asume que hay una alternativa que el inversor tiene en la que no existe riesgo. Es un concepto teórico, debido a que siempre existe riesgo, en cualquier inversión (incluso en la deuda soberana, en la que existe riesgo de impago por parte del país).

El término entre paréntesis, $(R_m - R_f)$, es lo que se llama prima de mercado, que ronda el 6% o 7%, se calcula como la resta del retorno del mercado y la tasa libre de riesgo.

Por otro lado, la prima de mercado se multiplica por la β . Este es un concepto en el que se expresa la volatilidad que tiene la empresa, con respecto al mercado. Podemos decir también que es la cantidad de riesgo que se está asumiendo con respecto al mercado en el que nos situamos. Hay dos posibilidades a la hora de calcular este valor:

- Que la empresa cotice en bolsa, en este caso la beta de la empresa está tabulado y se puede obtener de muchas páginas disponibles en la web.
- Si la empresa no es cotizada, en este caso es un poco más complicado la obtención de este parámetro. Lo primero que debemos de hacer si nos

encontramos en una situación en la que estamos valorando una empresa que no cotiza y tenemos que calcular su beta es encontrar empresas que coticen y a la vez sean parecidas a la empresa que estamos analizando. Pero ¿qué significa que una empresa sea similar a otra en este caso?, se deben de cumplir dos condiciones fundamentales:

1. Que se dediquen a la misma actividad. Si, por ejemplo, estamos analizando Cortefiel (que es una empresa no cotizada que se dedica a lo mismo que Inditex), podríamos recoger la beta de Inditex para su valoración.
2. Que tenga el mismo endeudamiento financiero. Esta condición nos impide entonces recoger la beta de Inditex si estamos valorando Cortefiel (ya que las dos empresas no tienen el mismo nivel de deuda financiera). Si, como en este caso, el endeudamiento es diferente tenemos que dar una vuelta más y calcular más cosas.

Primero des apalancamos la beta de Inditex utilizando la siguiente ecuación:

$$\beta_u = \frac{\beta}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

Obteniendo con esto la beta des apalancada. Una vez tengamos la β_u , apalancamos la beta con el nivel de deuda de Cortefiel utilizando otra fórmula:

$$\beta_L = \beta_u * \left[1 + (1 - t) * \frac{D}{E} \right]$$

Utilizando para calcular la nueva beta el nivel de deuda y de recursos propios de Cortefiel. Una vez tengamos el resultado de la anterior ecuación ya tenemos la beta que utilizaríamos para nuestra valoración.

En el caso que se está exponiendo en este trabajo, nos encontramos con Inditex, una empresa cotizada. Por lo tanto, no sería necesario utilizar los pasos de apalancamiento y des apalancamiento ni buscar ninguna empresa similar para calcularla. Es decir, tenemos la beta de Inditex tabulada y es mucho más sencillo.

De tal forma $\beta_{Inditex} = 0,62$

8.1.4. Cálculo del VAN (Valor Actual Neto)

Ya tenemos los futuros flujos, el valor residual de la empresa y la tasa de descuento que se va a utilizar. Ahora podemos calcular el valor actual neto de la compañía, incluyendo todos los flujos y añadiendo al flujo del último año

Este valor lo necesitaremos para calcular la valoración final de la compañía:

$$VAN = -FF_0 + \frac{FF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FF_n + VR}{(1 + WACC)^n}$$

Ya tenemos el valor actual neto, de n años y descontados a una tasa que se obtuvo con los métodos que se han explicado en los apartados anteriores.

8.1.5. Precio máximo de la empresa

Ahora calculamos el precio máximo que tiene la empresa con los datos que hemos cogido y en las condiciones que se han establecido para ello, siguiendo por orden todos los pasos anteriores y, ahora, utilizando la ecuación siguiente:

$$\text{Precio Máximo} = \text{VAN} - \text{Deuda} + \text{Caja no Operativa} + \text{Activo no afectos al negocio}$$

Entendemos como Caja no operativa todo el cash que tengamos en nuestras cuentas bancarias o de forma física que no necesitamos para el desarrollo normal del negocio. Como activos no afectos al negocio conocemos aquellos activos que la empresa tiene que no se relacionan con la actividad que la compañía realiza. Pueden entrar dentro de esta clasificación las acciones que se tengan de otras empresas, los bonos del estado o inversiones inmobiliarias de las que se obtienen plusvalías (siempre que nuestro negocio no sea obtener plusvalías por arrendar inmuebles).

8.1.2. Valoración FCF

Siguiendo los nueve pasos que se detallaron anteriormente para cada uno de los tres escenarios que se han comentado con anterioridad (optimista, pesimista y conservador) se obtiene lo siguiente:

- Escenario pesimista, considerando una tasa de crecimiento $g=0,5\%$.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	21004941,2	21109965,9	21215515,73	21321593,31	21428201,28
EBITDA	4722654,795	4746268,069	4769999,409	4793849,406	4817818,653
Amortización	1026825,585	1031959,713	1031959,713	1031959,713	1031959,713
BAIT	3695829,21	3714308,356	3738039,696	3761889,693	3785858,94
Gastos financieros	12129,345	12189,99173	12250,94168	12312,19639	12373,75737
Bº Bruto	3683699,865	3702118,364	3725788,755	3749577,497	3773485,183
Impuestos	1105109,96	1110635,509	1117736,626	1124873,249	1132045,555
Bº Neto	2578589,906	2591482,855	2608052,128	2624704,248	2641439,628
Amortización	1026825,585	1031959,713	1031959,713	1031959,713	1031959,713
Capex	628925,442	710273,7892	802144,1367	905897,4521	1023070,738
Inv. NOF	-13271,779	-13338,138	-13404,828	-13471,852	-13539,212
FCF	2.989.761,83 €	2.926.506,92 €	2.851.272,53 €	2.764.238,36 €	2.663.867,82 €

Tabla 6. FCF escenario Pesimista (Elaboración propia)

- Escenario optimista, considerando una tasa de crecimiento $g=3,5\%$.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	21631954,37	22389072,77	23172690,31	23983734,48	24823165,18
EBITDA	4981108,54	5279975,052	5596773,556	5932579,969	6288534,767
Amortización	1083020,02	1148001,221	1148001,221	1148001,221	1148001,221
BAIT	3898088,52	4131973,831	4448772,334	4784578,748	5140533,546
Gastos financieros	12793,14	13560,7284	14374,3721	15236,83443	16151,0445
Bº Bruto	3885295,38	4118413,103	4434397,962	4769341,913	5124382,501
Impuestos	1165588,614	1235523,931	1330319,389	1430802,574	1537314,75
Bº Neto	2719706,766	2882889,172	3104078,574	3338539,339	3587067,751
Amortización	1083020,02	1148001,221	1148001,221	1148001,221	1148001,221
Capex	628925,442	710273,7892	802144,1367	905897,4521	1023070,738
Inv. NOF	-159261,35	-168817,03	-178946,05	-189682,81	-201063,78
FCF	3.014.539,99 €	3.151.799,57 €	3.270.989,61 €	3.390.960,30 €	3.510.934,45 €

Tabla 7. FCF escenario Optimista (Elaboración propia)

- Escenario conservador, considerando una tasa de crecimiento $g=2\%$.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	21318447,78	21744816,74	22179713,07	22623307,33	23075773,48
EBITDA	4793142,18	4889005,024	4986785,124	5086520,827	5188251,243
Amortización	1042151,34	1062994,367	1062994,367	1062994,367	1062994,367
BAIT	3750990,84	3826010,657	3923790,757	4023526,46	4125256,876
Gastos financieros	12310,38	12556,5876	12807,71935	13063,87374	13325,15121
Bº Bruto	3738680,46	3813454,069	3910983,038	4010462,586	4111931,725
Impuestos	1121604,138	1144036,221	1173294,911	1203138,776	1233579,518
Bº Neto	2617076,322	2669417,848	2737688,127	2807323,81	2878352,208
Amortización	1042151,34	1062994,367	1062994,367	1062994,367	1062994,367
Capex	628925,442	710273,7892	802144,1367	905897,4521	1023070,738
Inv. NOF	53087,115	54148,857	55231,835	56336,471	57463,201
FCF	2.977.215,11 €	2.967.989,57 €	2.943.306,52 €	2.908.084,25 €	2.860.812,64 €

Tabla 8. FCF escenario Conservador (Elaboración propia)

Si seguimos entonces el esquema teórico de antes, tenemos que calcular el valor residual. Sin embargo, como hemos explicado con anterioridad, antes de hacer estos cálculos, tenemos que hallar el valor de la tasa de descuento o WACC, utilizando la ecuación que anteriormente se ha explicado:

$$WACC = K_d * (1 + t) * \frac{D}{D + E} + K_c * \frac{E}{D + E}$$

Vamos a establecer una tasa impositiva a la que tributa Inditex al 30%. Para calcular el K_c , utilizamos la ecuación de la prima de mercado:

$$K_c = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

Necesitamos la tasa libre de riesgo, cogiendo la del bono español a 10 años, que sería:

$$R_f = 1,66\%$$

Y la prima de mercado la establecemos como $R_m - R_f = 3,48\%$, con un $R_m = 5,48\%$.

El único dato que nos faltaría es la β , que está tabulada en muchas páginas web debido a que es una empresa cotizada, si no lo fuera utilizaríamos los métodos de cálculo que se han explicado en apartados anteriores. En nuestro caso este parámetro sería de 0,66.

Rf	1,66%
Prima de mercado	3,48%
Rm	5,14%
Beta	0,65

Tabla 9. Datos para el WACC (Elaboración propia)

Con estos datos podemos ya calcular el coste del capital:

$$K_c = 1,66\% + 3,48\% * 0,65 = 3,93\%$$

Antes de obtener el resultado final del WACC tenemos que calcular el coste que tiene la deuda de INDITEX. Como antes habíamos explicado, el coste de capital de puede calcular de varias formas, pero utilizaremos la siguiente:

$$K_d = \frac{\text{Gastos financieros}_{2015}}{\text{Deuda media}_{2015}}$$

Y el coste de la deuda saldría haciendo los cálculos pertinentes $K_d = 1,637\%$, obteniendo los datos de los anexos.

Lo último que nos hace falta para tener todos los datos para calcular el WACC es la cantidad de deuda y de equity (o recursos propios) que tiene INDITEX.

	2015
Deuda financiera	10.088
Equity	11.450.793

Una vez tenemos ya calculado el coste de la deuda y el coste del capital y el nivel de deuda y equity que tiene la empresa, podemos calcular el WACC, dato que utilizaremos para obtener el valor residual y, posteriormente, para obtener el valor actual neto.

$$WACC = 4,12\%$$

Ahora sí, ya estamos en condiciones de calcular el valor residual de la empresa que estamos analizando.

Para hacer el cálculo del valor residual de INDITEX utilizaremos la perpetuidad y la fórmula que se ha explicado en el párrafo anterior. Como vemos en la explicación, el valor residual depende de la tasa de crecimiento (g) que tenga la empresa, por lo tanto debemos de calcular, otra vez, tres valores, uno por cada escenario que se plantea. Sin embargo, antes de comenzar con este cálculo, hay que hallar el WACC que vamos a emplear.

- Escenario conservador, con tasa de crecimiento del 2%: $VR = 137.642.872,09 \text{ €}$
- Escenario pesimista, con tasa de crecimiento del 0,5%: $VR = 73.955.446,25 \text{ €}$
- Escenario optimista, con tasa de crecimiento anual del 3,5%:
 $VR = 600.256.535,74 \text{ €}$

Como vemos, la diferencia entre los distintos escenarios que se consideran es muy sustancial.

El siguiente paso que debemos considerar es calcular el valor actual neto de los flujos de caja futuros. Como hemos calculado el valor residual de cada uno de los escenarios, ese término debemos de sumárselo al último año que tenemos como flujo. De tal forma, de los flujos que se deben hacer el VAN son los siguientes:

Flujos para calcular el Valor Actual Neto					
Conservador	2977215,105	2967989,569	2943306,522	2908084,254	140.503.684,72 €
Pesimista	2.963.218,27 €	2.899.830,64 €	2.824.462,88 €	2.737.294,66 €	75.840.472,77 €
Optimista	3.014.539,99 €	3.151.799,57 €	3.270.989,61 €	3.390.960,30 €	603.767.470,19 €

Tabla 10. Flujos para calcular el VAN (Elaboración propia)

Ahora, con estos flujos empleamos la fórmula correspondiente al valor actual neto para los flujos que tenemos en la tabla anterior (flujos para calcular el VAN). La tasa de descuento que utilizaremos será el WACC, debido a que estamos utilizando el método del free cash flow, si utilizáramos otro método, como puede ser el equity cash flow (ECF) usaríamos otros datos, como se verá en los sucesivos apartados.

$$VAN = FF_0 + \frac{FF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FF_n + VR}{(1 + WACC)^n}$$

Y obtenemos tres resultados diferentes, de nuevo, dependiendo del escenario que estemos considerando. En la tabla siguiente podemos ver los diferentes resultados que la fórmula y las estimaciones hechas nos arrojan:

VAN	
Conservador	130.669.505,10 €
Pesimista	75.292.366,03 €
Optimista	525.790.816,61 €

Tabla 11. VAN diferentes escenarios (Elaboración propia)

Una vez tenemos ya calculado todo lo anterior y llegamos a este punto debemos de seguir haciendo la valoración. En el caso de que estuviéramos valorando un proyecto de inversión (en lugar de estar haciendo la valoración de una empresa), habríamos llegado al final en este momento, de tal forma que si el VAN es superior a cero haríamos la inversión y viceversa.

Ya estamos en el último paso de la valoración por este método, calcular el precio máximo que tiene la compañía. Para realizar este cálculo se necesita el VAN, la deuda, la caja que la empresa tiene no operativa y los activos no afectos al negocio.

$$P_{max} = VAN - Deuda + Caja no operativa + Activos no afectos al negocio$$

Debido a que el VAN que se obtiene de la valoración de la empresa es diferente dependiendo de la tasa de crecimiento que se considere, debemos de hacer tres cálculos diferentes considerando el VAN de los tres escenarios existentes, como viene siendo habitual a lo largo de esta valoración.

- Tasa de crecimiento del 0,5%: $P_{max} = 80.276.935,04 \text{ €}$
- Tasa de crecimiento del 2%: $P_{max} = 134.894.283,10 \text{ €}$
- Tasa de crecimiento del 3,5%: $P_{max} = 530.015.594,61 \text{ €}$

	Precio máximo
Pesimista	80.276.935,04 €
Conservador	134.894.283,10 €
Optimista	530.015.594,61 €

Tabla 12. Precios máximos de los diferentes escenarios (Elaboración propia)

Los datos obtenidos hasta ahora están calculados en miles de €. Por lo tanto, es necesario multiplicar los resultados por 1.000 para tener el valor real. De esta forma, el valor de la empresa en los diferentes escenarios establecidos serán los siguientes:

- Pesimista: $P_{max} = 80.276.935.040,70 \text{ €}$
- Conservador : $P_{max} = 134.894.283.099,58 \text{ €}$
- Optimista: $P_{max} = 530.015.594.618,04 \text{ €}$

Ya se ha obtenido el precio máximo de la empresa. Sin embargo, como INDITEX es una empresa cotizada que está dividida en una serie de participaciones, es posible calcular con este precio el valor estimado en las diferentes hipótesis de sus acciones, lo único que es necesario hacer es dividir el precio máximo obtenido en la valoración entre el número de acciones en las que se divide la empresa.

$$\text{€}/\text{accion} = \text{Valoración} / n^{\circ}\text{acciones}$$

El valor estimado de esas acciones sería:

	€/acción
Pesimista	25,76 €
Conservador	43,28 €
Optimista	170,06 €

Tabla 13. Precio por acción de los diferentes escenarios (Elaboración propia)

8.1.3. Resumen del FCF de INDITEX

Se han realizado en los puntos anteriores (8.1. Por el método del Free Cash Flow) una serie de pasos con el objetivo final de obtener el precio de la empresa o su valor máximo y, como dato último, se ha obtenido en precio estimado por acción siguiendo los escenarios que se establecieron al inicio de la valoración.

A modo de resumen, se explican a continuación los apartados que se han llevado a cabo para obtener el resultado final:

1. Primero se han hecho las hipótesis correspondientes.
2. Se han hecho las estimaciones de ventas para los siguientes años, siguiendo las hipótesis hechas previamente.
3. Seguido el paso 2, se calculan las necesidades operativas de fondos para los siguientes años.
4. Se realiza el esquema del FCF obteniendo los flujos de caja futuros estimados en la valoración.
5. Cálculo de la tasa de descuento, con su correspondiente coste de deuda y coste del capital. Necesario para calcular de forma adecuada los siguientes puntos.
6. Cálculo del valor residual de la empresa a perpetuidad, siendo necesario calcular tres resultados para cada uno de los tres escenarios establecidos.
7. El valor actual neto, descontándolo a la tasa de descuento y sumándole al último año el valor residual.
8. Siguiendo la fórmula correspondiente, calcular el precio máximo de la empresa.
9. Como paso último, calcular el precio por acción para las tasas de crecimiento anual del 0,5%, 2% y 3,5%.

Lo único que faltaría en este momento es tomar una decisión y recomendar a un posible accionista si lo que debería hacer es comprar acciones, vender o mantener. Esta recomendación se hará al final del estudio, analizando de forma más seguida todo lo que se ha mencionado en las presentes líneas y teniendo en cuenta todos los puntos de los que consta este trabajo.

8.2. Por el método del Equity Cash Flow

El método del equity cash flow es una forma similar de hacer la valoración de una empresa a las del free cash flow. Sin embargo, en este método se tienen en cuenta el retorno que recibirá el accionista.

Hay también otras dos diferencias principales, que vienen a la hora de hacer el cálculo del valor residual:

$$VR = \frac{FF_n * (1 + g)}{K_e - g}$$

Como se puede observar en la ecuación, en este caso no se utiliza la tasa de descuento como el WACC, sino que utilizamos el K_e , que sería el coste de los recursos propios de los accionistas.

Otra gran diferencia viene a la hora de hacer la valoración final de la empresa es que, mientras que en el FCF utilizábamos la forma explicada (8.2. valoración por el FCF), en este método de valoración utilizamos la siguiente:

$$\text{Valoración} = VAN + \text{activos no afectos}$$

Estas dos serán las principales diferencias que hay entre los dos métodos de valoración. Sin embargo, también es importante saber cómo se llegan a calcular éstos, ya que no es exactamente lo mismo:

Partimos del Beneficio neto del año, en lugar de partir de las ventas como hacíamos en el la valoración anterior (FCF). Al beneficio neto de la compañía en el año determinado le sumamos las amortizaciones correspondientes.

Una vez hemos sumado las amortizaciones debemos de analizar las inversiones en activo no corriente (CAPEX) que la empresa ha realizado durante el ejercicio y restárselas al resultado anterior, o sumárselas en el caso de haber hecho desinversiones. Siguiendo los mismos pasos analizamos las inversiones en activo corriente (NOF) y las volvemos a restar o sumar según corresponda. Por último, el paso que debemos de seguir es restar la devolución de la deuda del ejercicio.

Una vez hemos realizado estos pasos ya sólo nos faltaría sumarle la nueva deuda (si es que existiera) y ya tendríamos los flujos necesarios para comenzar la valoración.

Una vez tenemos los flujos de caja, sería el momento de calcular el valor residual, el valor actual neto y por último la valoración con la fórmula pertinente.

El método del FCF y el del ECF, aunque sean métodos de valoración diferentes y utilizan datos diferentes para llegar a los cálculos del valor total de la empresa, podemos decir que el resultado que arrojan es el mismo. Por lo tanto, en el caso de que valoremos una empresa, sería lo mismo hacerlo desde cualquiera de los dos métodos, ya que, si empleamos las mismas hipótesis y seguimos los pasos de forma correcta, la valoración seguirá siendo la misma.

8.3. Valoración por múltiplos

El PER es un múltiplo que tienen las empresas cotizadas, es uno de los más utilizados cuando se trata de medir la valoración de una acción en el mercado y para poder evaluar la situación financiera en la que se encuentra la misma.

En el hipotético caso de que nuestra empresa no fuera cotizada, lo que deberíamos hacer es encontrar otras que sí lo sean y que se parezcan a la nuestra para entonces poder estimar el PER con el que debemos comparar la no cotizada.

En el caso de Inditex, como ya sabemos, es una empresa cotizada y su PER es público, vamos a ver su evolución en la siguiente tabla.

PER INDITEX				
2013	2014	2015	2016	2017
29	34	33	31	31

Tabla 14. Evolución PER INDITEX (Investopedia, 2017)

Para poder saber si la empresa está cara o barata en bolsa, que es uno de los aspectos que nos importan a la hora de dar un consejo a un posible inversor, por el método del PER, lo primero que debemos de saber es la capitalización bursátil de la empresa.

$$\text{Capitalización bursátil} = \text{precio de la acción} * \text{número de acciones}$$

Debemos de indicar que la capitalización bursátil depende del precio de la acción, como los precios van cambiando a diario, no va a ser un valor 100% exacto, pero lo podemos aproximar por la media de los precios de cierre de las sesiones del último año.

Una vez obtenidas esas cotizaciones de un año y calculada la media de precios de cierre de todas las sesiones correspondientes sabemos que la capitalización bursátil se calculará con un precio medio de acción de 33,23€.

Con estos datos y el número de acciones que Inditex tiene podemos calcular con la operación que se indicó anteriormente la capitalización bursátil:

Capitalización bursátil = 112,26 billones de € (Investing, www.investing.com, 2017)

Para calcular la valoración por el método del PER debemos de multiplicar el valor del múltiplo por su beneficio neto. Con este proceso y comparándolo con la capitalización bursátil podemos saber si la empresa está sobrevalorada o infravalorada en bolsa según su PER con los siguientes criterios:

- Si $PER * Beneficio\ neto < Capitalización\ bursátil$ → empresa infravalorada en bolsa.
- Si $PER * Beneficio\ neto > Capitalización\ bursátil$ → empresa sobrevalorada en bolsa.

Sabiendo esto, si la empresa está sobrevalorada en el mercado podemos indicar entonces que, según el método del PER, la empresa no será una buena compra para el inversor. Tendremos en cuenta que el PER no es un valor exacto y no tiene por qué corresponder en realidad con el que tiene la empresa, es por este motivo que vamos a utilizar otros métodos para valorar la compañía y tomar una decisión final.

Vamos entonces a aplicar el método de la valoración por el método del PER a Inditex, considerando que tenemos tres posibles tasas de crecimiento, las que hemos establecido previamente de 0,5%, 2% o 3,5%.

$$Valoración\ PER = Beneficio\ neto_{2016} * PER_{2016}$$

- Tasa de crecimiento del 0,5%: *Valoración* = 79.936.287.070,50 €
- Tasa de crecimiento del 2%: *Valoración* = 81.129.365.982,00 €
- Tasa de crecimiento del 3,5%: *Valoración* = 84.310.909.746,00 €

8.3.2. Comparación de PER con otras

Hay varias empresas cotizadas que compiten en el mismo mercado que Inditex, empresas que realmente son muy conocidas y llegan a una gran cantidad de publico. Los dos ejemplos que vamos a poner para hacer la comparativa son H&M y GAP, dos empresas cotizadas con una amplia historia y que se pueden considerar consolidadas en el mercado.

	PER				
H&M	23,40	22,40	23,40	20,90	18,16
GAP	10,90	12,80	16,00	15,80	14,20

Tabla 15. PER de la competencia de Inditex (Eikon, Ratios financieros)

Como habíamos visto antes, el PER de Inditex para el presente año es de 31 y en los anteriores es superior al de sus competidores pero, ¿qué significa entonces esa diferencia de PER? La diferencia entre los PER de las empresas detecta el crecimiento de una empresa a beneficios futuros. Es decir, una empresa que tenga un PER elevado con respecto a sus competidores en el sector es que se está anticipando a sus crecimientos futuros, por lo que la empresa Inditex se espera que crezca más que sus competidores comparables como son H&M y GAP, según el PER que, como se ha indicado en apartados anteriores, no es una medida exacta y no podemos considerarlos como una medida 100% del futuro de la compañía.

9. INDITEX EN BOLSA

Inditex sale a bolsa en Mayo del año 2001, en ese momento la empresa era mucho más pequeña de lo que es actualmente, agrupando las marcas Zara, Massimo Dutti, Pull & Bear, Bershka y Stradivarius. El motivo principal de su salida a bolsa fue obtener financiación para un amplio crecimiento internacional que estaban planeando.

El precio fijado para la salida del grupo en el Ibex 35 fue fijado en 2.446 pesetas, que son 14,70€ y lanza el 26,09% de su capital. La mayoría de títulos que fueron vendidos en la operación eran propiedad de la familia de los fundadores de la empresa.

Desde su salida a bolsa, el grupo Inditex ha aumentado su negocio y ha multiplicado su valor en el mercado. El grupo cumple en el año 2017 su dieciséis aniversario en el Ibex 35 y si ponemos un ejemplo numérico para darnos cuenta del crecimiento que la empresa ha experimentado en los últimos años, pongamos que una persona invierte el año de la salida a bolsa como un comprador minorista de acciones 1000€ en acciones de Inditex, con 1000€ del grupo podría haber comprado $\frac{1000}{14,70} = 68 \text{ acciones}$, durante los años las 68 acciones que el inversor tenía en propiedad fueron sufriendo subidas y bajadas, de tal forma que los 1000€ fueron sufriendo variaciones hasta que, justo a los 16 años de su compra, el 23 de Mayo del año 2017 valen 36,175€.

Pero la subida es mucho mayor de lo que parece y esto es debido a un Split que la empresa hace en el año 2015, de tal forma que de 5 títulos antiguos Inditex regala uno nuevo.

En el gráfico siguiente podemos ver la evolución de los precios de la acción de Inditex desde el año 2008 hasta el 2017. Parece claro el aumento constante del precio de los títulos, con pequeñas bajadas como la sufrida a comienzos de 2013 y a finales del mismo ejercicio, recuperándose de las mismas con fuerza.

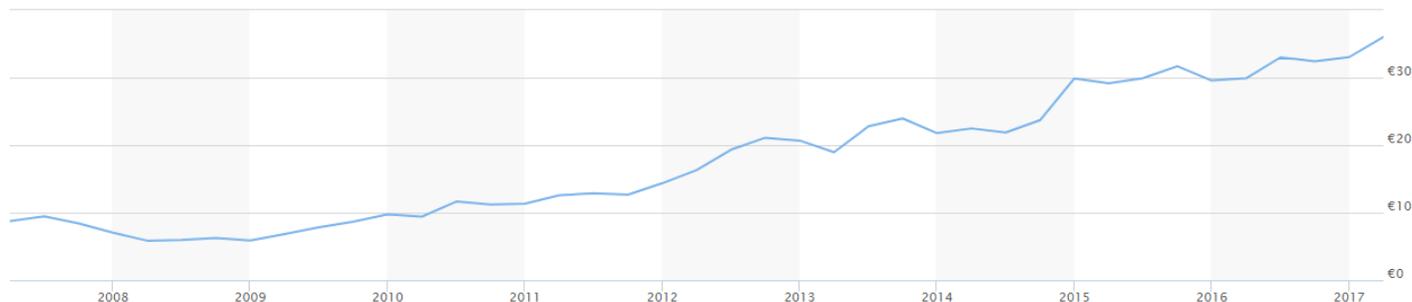


Ilustración 11. Evolución de Inditex en bolsa (Investing, www.investing.com)

En la actualidad Inditex es la empresa con la mayor capitalización bursátil del Ibex 35, aproximadamente de 12,39 billones de euros. El grupo tiene una revalorización bursátil del 905,27% desde el mes de mayo del año 2001 y actualmente se sitúa en máximos históricos.

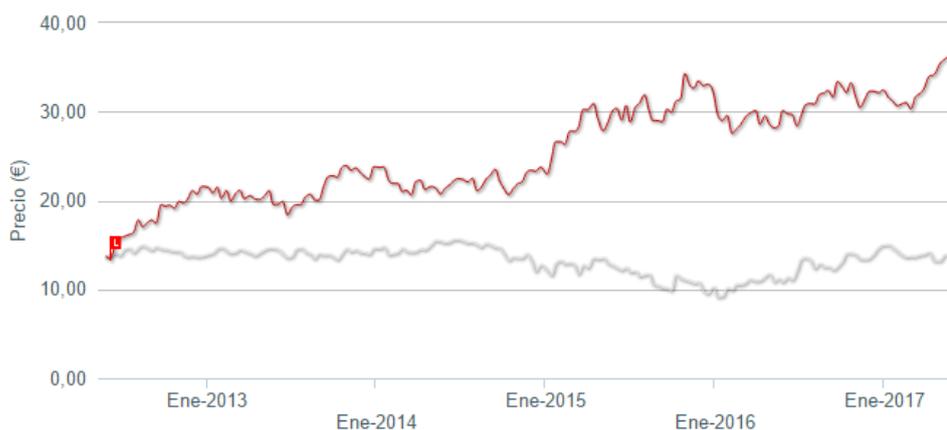


Ilustración 12. Inditex comparado con el Ibx 35 (Inditex, www.inditex.com, 2017)

En el gráfico anterior podemos apreciar la evolución de los últimos 5 años del Ibx 35 en comparación con la evolución de la cotización del grupo. Podemos ver que en todo momento Inditex (la línea roja) se sitúa por encima a la del Ibx (línea gris).

	Revalorización bursátil	Apertura	Último	Máximo/Mínimo	Mínimo
Inditex	+164,92 %	13,69	36,27	36,54	12,89
IBEX	+1,25 %	415,86	421,05	479,05	265,46

Ilustración 13. Retorno de Inditex comparado con el Ibx 35 (Inditex)

Mientras que durante los últimos 5 años el Ibx 35 ha sufrido una revalorización bursátil de 1,25%, el grupo le ha superado en más de cien veces, consiguiendo una revalorización bursátil del 164,92% en el mismo período.

Si hacemos una comparativa similar fuera de nivel nacional, con el Eurostoxx 50, que es un índice que incluye las cincuenta compañías más grandes por capitalización bursátil de la zona europea (incluyendo empresas españolas, francesas, alemanas, irlandesas...). Dentro de las empresas españolas, aparte de Inditex, también encontramos BBVA, Iberdrola, Repsol, Santander y Telefónica.

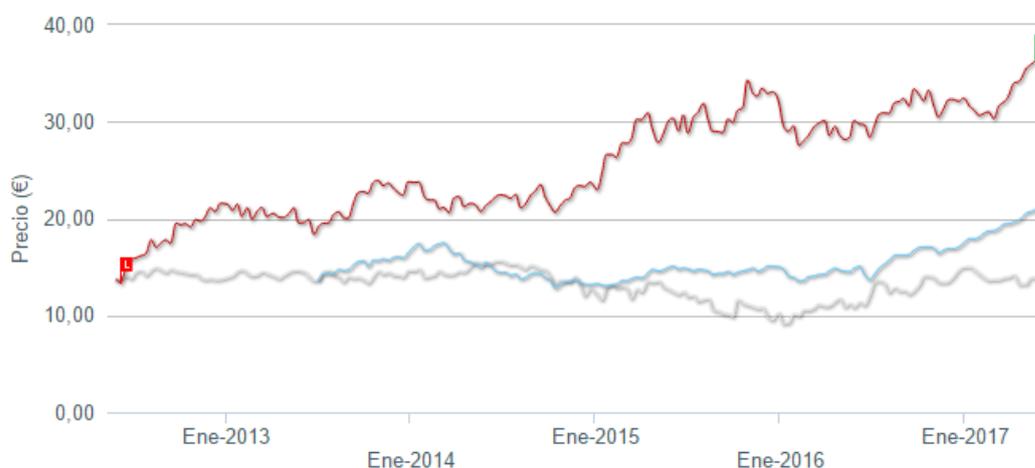


Ilustración 14. Inditex comparado con el Ibx 35 y EuroSTOXX50 (Inditex)

Si vemos el gráfico podemos observar que Inditex sigue una tendencia más alcista que el Eurostoxx 50, mucho más marcada. Más información nos da la siguiente tabla:

	Revalorización bursátil	Apertura	Último	Máximo/Mínimo	Mínimo
Inditex	+164,92 %	13,69	36,27	36,54	12,89
EuroSTOXX 50	+56,25 %	3.163,05	4.942,12	4.942,12	2.897,60
IBEX	+1,25 %	415,86	421,05	479,05	265,46

Ilustración 15. Retorno de Inditex, Ibex 35 y EuroSTOXX50(Inditex)

En la que podemos comprobar la revalorización bursátil que experimenta Inditex, Ibex 35 y Eurostoxx 50. Inditex sigue teniendo una revalorización más de dos veces mayor que el Eurostoxx en los últimos años.

Todo lo anterior es muy interesante y nos ayuda mucho a conocer más sobre la empresa, saber qué estructura tiene y la salud de la misma. Sin embargo, lo realmente interesante es poder predecir lo que pasará en un futuro, si la empresa seguirá subiendo como en los últimos años o si se aproxima un cambio de tendencia que haría que el precio de la acción de Inditex baje y, por lo tanto, no sea una compra interesante en este momento. Hay algunos métodos para saber si las acciones de cierta empresa son una compra con futuro o no, un método es el análisis técnico, métodos de valoración como el equity cash flow o free cash flow. En los sucesivos apartados hablaremos de estas valoraciones y más y analizaremos entonces qué futuro entonces se espera de la empresa y qué recomendación daríamos a un inversor.

Desde su salida a bolsa en el año 2001 y hasta hoy en día la compañía ha llegado a una rentabilidad del 1.155%, además de eso la compañía tiene una andadura en la bolsa que hacen su trayectoria más admirable todavía, sin llevar a cabo operaciones de compra de propias acciones ni ampliaciones de capital y tampoco le ha hecho falta realizar operaciones de emisión de bonos ni otros productos correspondientes a la renta fija.

10. SIGUIENDO EL ANÁLISIS TÉCNICO

El análisis técnico es una manera de saber si debemos o no invertir en las acciones de cierta empresa basándonos en los gráficos de las sesiones y en unos determinados indicadores y en lo que se llaman soportes y resistencias con los que podemos predecir si la acción está en una tendencia alcista, bajista o neutral. Esta forma de análisis puede utilizarse tanto para el corto plazo como para el largo plazo.

Gracias a estos indicadores y en el gráfico formado por los precios de la acción podemos saber si la tendencia es alcista (momento de compra) o si, por el contrario, la tendencia es bajista (momento de venta). Combinando varios de ellos puede saberse la volatilidad de la acción, si está sobrevendida o sobrecomprada etc.

Una de las maneras más usadas y útiles para saber si una acción se debe de comprar por su tendencia favorable o si, por el contrario, no tiene una tendencia adecuada y no es recomendable su compra son los retrocesos de Fibonacci. Estos retrocesos nos indican la posibilidad que tiene un activo financiero de sufrir un retroceso y encuentre niveles de soporte o de resistencia en los niveles considerados por Fibonacci. Uno de los principios básicos del análisis técnico es que los precios se mueven siguiendo unas tendencias (alcistas o bajistas). Si vemos la tendencia de Inditex, en el largo plazo tiene una tendencia alcista, pero el análisis técnico es una manera de invertir a no demasiado largo, por lo que no sería una forma de tomar una decisión acerca de la empresa si queremos invertir en Inditex.

11. RECOMENDACIÓN PARA EL ACCIONISTA

Hemos hecho durante todo el trabajo una pasada por todos los aspectos del grupo, empezando por su historia, su estrategia, la propuesta de valor, su imagen social, la valoración y algunas comparaciones con algunas empresas del mismo sector.

Podemos decir entonces que este apartado es la conclusión o la reflexión final acerca de la situación actual de la empresa y qué se puede esperar de ella en un futuro.

Si analizamos todos los apartados con detalle podemos asegurar que Inditex es un grupo empresarial conocido por una inmensa mayoría de la población española y una empresa solvente, con unos números que superan el de muchas. Una vez analizada la encuesta que se ha hecho, se puede comprobar que abarca una gran cantidad de población y las personas suelen conocer el grupo, esto ayuda a comprobar que es un grupo con una clientela fija, que sus ventas, si siguen haciendo las cosas como las están haciendo ahora no parece que vayan a disminuir.

Con grandes ventajas como una diversificación muy elevada en sus diferentes productos, una situación estratégica en prácticamente todo el mundo y un poder de negociación con proveedores envidiable, es posible considerarlo como un grupo fuerte en el sector. Además, debido a su negocio, sus clientes tienen una baja capacidad de negociación y tienen una manera de cobro prácticamente inmediata (exceptuando los pagos con tarjeta de crédito), tienen una deuda muy baja y financian su negocio gracias a eso y a sus proveedores.

Otra de las grandes fortalezas es su integración vertical y tener una clientela fija que le aporta ingresos directos a caja, sin financiación y un período medio de cobro muy bajo, con una capacidad de negociación con clientes máxima, ya que, como se comentó en puntos anteriores, los precios establecidos no se pueden negociar cuando vas a comprar un artículo a una de sus tiendas.

Una estrategia de marketing que puede resultar un poco diferente al resto de empresas del sector, usando como principal estrategia el tener establecimientos en los mejores locales de las ciudades (Salgado, 2004). En principio no podríamos evaluar si esta estrategia de marketing es la más adecuada para una firma que se alimenta de las compras del público general, pero está claro que su volumen de ventas demuestra que tiene éxito y no hay constancia de que tengan pensado cambiar su manera de actuar en este aspecto.

Por otro lado, de cara al inversor, la empresa reparte dividendos religiosamente y recompensa a su accionista en el largo plazo.

Si vemos, la valoración de la empresa según el método del PER, es de unos 81 billones de euros, mientras que su valor en bolsa (su capitalización bursátil), es de 112 billones de euros, esto quiere decir que la empresa está sobrevalorada en bolsa, aunque, como se ha dicho antes, el PER no es un método 100% fiable y se recurre a otros métodos de valoración para poder determinar si la empresa

es un buen activo para invertir o no. Una gran parte del trabajo de este estudio se basa en la realización del FCF para el grupo, se han establecidos tres escenarios con una tasa de crecimiento cada uno, como se ha explicado en apartados anteriores:

- Tasa de crecimiento de 0,5 %
- Tasa de crecimiento del 2%
- Tasa de crecimiento del 3,5%

El por qué de establecer esas tres tasas de crecimiento es porque tenemos que estipular un crecimiento o decrecimiento para poder estimar los beneficios futuros que la empresa va a generar. Hemos establecido que la empresa va a crecer, fijándonos en el desarrollo del negocio de los últimos años y su posicionamiento en el sector y en el mundo, además de estudiar en su memoria las expectativas que el grupo tiene para sus próximos años. La pregunta que tenemos que resolver y uno de los puntos más complicados a la hora de hacer la valoración es estimar esas tasas de crecimiento, en nuestro caso hemos estimado las tres posibles. Sin embargo, consideramos que la más posible es una tasa de crecimiento del 2%, debido a varios factores:

- El negocio ya es muy madura y no se pueden esperar tasas de crecimiento muy grandes como en otros años.
- La tasa de crecimiento que tiene la industria es algo inferior al 2% y, como Inditex está en la industria, aunque con un crecimiento mayor en los últimos años, consideramos apropiado considerar que la empresa crecerá aproximadamente al mismo ritmo que su sector.
- En el caso de tener una tasa de crecimiento mayor, los flujos futuros simplemente serán mayores y el beneficio que recibirá el accionista será mayor.

Con esas tres tasas de crecimiento se han establecido los flujos de caja futuros que generaría la empresa. Si consideramos entonces que el escenario más posible es el conservador ($g=2\%$), el precio de la acción al cabo de los años estimados será de 43,8€, con un valor de compañía de unos 135 billones de €. De esta forma, la recomendación para el accionista al seguir este escenario es de comprar acciones de la empresa, debido a que el precio actual es de 34,86€, se convertiría en lo que se llama una 10bagger (Lynch)

12. BIBLIOGRAFÍA

- Ballesta, J. P. (s.f.). Return on Equity. *5campus.com* .
- Contable, P. g. *PGC*. Contabilidad.
- Deloitte. (2015). *Industria textil*. Deloitte.
- Eikon, T. R. (s.f.).
- Eikon, T. R. *Ratios financieros*. Thomson Reuters.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. IESE Business School.
- Fernández, P. (2015). *Valoración de empresas*. IESE.
- Fernandes, N. (2014). *Finance for Executives: A Practical Guide for Managers*. (NPV Publishing)
- Garayalde, M. L. (2017). *Apuntes Finanzas Corporativas MUF*. Madrid: ICADE.
- Garayalde, M. L. (2017). *Finanzas corporativas (cálculo del valor residual)*. ICADE.
- Garayalde, M. L. (2017). *Finanzas corporativas (Coste de los recursos)*. Madrid: ICADE.
- H&M. (2017). <http://about.hm.com/en.html>. Obtenido de <http://about.hm.com/en/investors.html>
- Hernández, A. *Quality Of Profit*. ICADE, Análisis financiero.
- Hernández, A. *Ratio EV Ebitda*. ICADE, Análisis financiero.
- Hernández, A. *ROCE*. ICADE, Análisis financiero.
- Hernández, A. *ROE*. ICADE, Análisis financiero.
- Inditex. (s.f.). www.inditex.com. Obtenido de http://www.inditex.com/es/investors/investors_relations/share_capital_stock
- Inditex. (2017). www.inditex.com. Obtenido de http://www.inditex.com/es/our_group/our_history
- Inditex. (2017). www.inditex.com. Obtenido de http://www.inditex.com/es/our_group/international_presence
- Inditex. (2017). www.inditex.com. Obtenido de http://www.inditex.com/es/investors/investors_relations/share_capital_stock;jsessionid=-uTxP-n0fz37kNXftU2CSrc
- Investing. (s.f.). www.investing.com. Obtenido de www.investing.com/inditex
- Investing. (2017). www.investing.com. Obtenido de <https://es.investing.com/equities/inditex-historical-data>
- Investopedia. (2017). www.investopedia.com. (Investopedia, Productor)
- Lynch, P. *Un paso por delante de Wall Street*.
- Marketing, J. o. (1946). *The Behavioral Consequences of Service Quality*.
- Miguélez, A. I. (2012). *Inditex y sus principales competidores*. Universidad de León, Administración y dirección de empresas, León.
- Modelo Canvas de Inditex (2017).
- Orterwalder. (s.f.). <http://alexosterwalder.com> .
- Pharma_Valuation_ETH. (2008). www.tim.ethz.ch.
- Porter. (1980). *Estrategia competitiva*.
- Porter. (1980). *Estrategia competitiva*.
- propia, E. *Amortizaciones Inditex*.
- Propia, E. *Análisis de los períodos de cobro y pago de Inditex*.
- Propia, E. *Efectivo sobre activo total*.
- propia, E. (2017). *Encuesta sobre la imagen de Inditex en España*. Encuesta, Madrid.

- Propia, E. *EV EBITDA de INDITEX*.
- Propia, E. *Evolución activo y pasivo de Inditex*.
- Propia, E. *Evolución de provisiones sobre ventas*.
- Propia, E. *Evolución del ROCE de Inditex*.
- Propia, E. *Evolución ROE de Inditex*.
- Propia, E. *Patrimonio neto de Inditex*.
- Propia, E. *Quality Of Profit de Inditex*.
- Propia, I. y. (2017). *Período medio de pago y cobro de Inditex*.
- Propia, I. y. (2017). *Proveedores sobre pasivo total de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Amortizaciones de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución Activo y Pasivo de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución de EBITDA frente a EBIT de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución de las existencias de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución de las provisiones sobre ventas de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución del Activo total de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución del efectivo sobre el activo total*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución del inmovilizado Material respecto activo total*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución del ROCE de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución del ROE de Inditex*.
- Propia, T. R. (2017). *Evolución del Volumen de Ventas de Inditex*.
- Reuters, T. (2017). *Patrimonio Neto de Inditex*.
- Rivas, F. S. (2013). *www.redicces.org*. Obtenido de <http://www.redicces.org.sv/jspui/handle/10972/1635>
- Rodríguez, P. Á. *Encuesta sobre Inditex*.
- Salgado, J. (2004). *De cero a Zara*. España.
- Torres, M. A. (2017). *Ratios financieros*. ICADE, Estrategia y empresa.
- Torres, M. A. *Ratios no financieros*. ICADE, Estrategia y empresa.
- Zayas, L. F. *Contabilidad financiera*. ICADE, Contabilidad.
- Zayas, L. F. *Contabilidad financiera*. ICADE, Contabilidad.
- Zayas, L. F. *Contabilidad financiera*. ICADE, Contabilidad.

13. ANEXOS

13.1. Anexo 1. Balance de Inditex

Balance de situación		
	2014	2015
ACTIVOS NO CORRIENTES	8.271.047,00	8.907.913,00
Derechos sobre locales arrendados	531.115,00	504.447,00
Otros activos intangibles	152.995,00	190.324,00
Fondo de comercio	197.901,00	193.488,00
Inmovilizado material	6.040.573,00	6.597.467,00
Propiedades de inversión	81.490,00	21.152,00
Inversiones financieras	151.253,00	183.804,00
Otros activos no corrientes	472.146,00	523.802,00
Activos por impuesto diferidos	643.574,00	693.429,00
ACTIVOS CORRIENTES	7.105.954,00	8.449.235,00
Existencias	1.859.516,00	2.195.015,00
Deudores	861.811,00	668.807,00
Activos por impuestos sobre beneficios corrientes	68.284,00	89.086,00
Otros activos corrientes	127.207,00	139.401,00
otros activos financieros	168.947,00	45.751,00
Inversiones financieras temporales	222.259,00	1.085.648,00
Efectivo y equivalentes	3.797.930,00	4.225.527,00
TOTAL ACTIVO	15.377.001,00	17.357.148,00
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PATRIMONIO NETO	10.468.701,00	11.450.793,00
Patrimonio Neto atribuido a la dominante	10.430.655,00	11.410.197,00
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	38.046,00	40.596,00
PASIVOS NO CORRIENTES	1.159.472,00	1.236.204,00
Provisiones	200.611,00	145.294,00
Otros pasivos a largo plazo	715.771,00	804.966,00
Deuda financiera	2.265,00	749,00
Pasivos por impuestos diferidos	240.825,00	285.195,00
PASIVOS CORRIENTES	3.748.828,00	4.670.151,00
Deuda financiera	7.823,00	10.254,00
Otros pasivos financieros	83.222,00	68.536,00
Pasivos por impuestos sobre beneficios corriente	149.905,00	77.095,00
Acreedores	3.507.878,00	4.514.266,00
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	15.377.001,00	17.357.148,00

13.2. Anexo 2. Cuenta de Resultados

Cuenta de Pérdidas y Ganancias			
	2014	2015	Δ
<i>Ventas</i>	18.116.534,00	20.900.434,00	15,37%
<i>Coste de la mercancía</i>	-7.547.637,00	-8.811.139,00	
<i>Margen Bruto</i>	10.568.897,00	12.089.300,00	
	0,58	0,58	
<i>Gastos de explotación</i>	-6.457.569,00	-7.391.832,00	14,47%
<i>Otras pérdidas y ganancias netas</i>	-8.256,00	1.691,00	
Resultado operativo (EBITDA)	4.103.097,00	4.699.159,00	14,53%
<i>Amortizaciones y depreciaciones</i>	-904.887,00	-1.021.717,00	
Resultados de explotación (EBIT)	3.198.186,00	3.677.442,00	
<i>Resultados financieros</i>	14.483,00	10.069,00	
<i>Resultados por puesta en equivalencia</i>	32.125,00	55.607,00	
Resultados Antes de impuestos	3.244.794,00	3.743.118,00	
<i>Impuestos sobre beneficios</i>	-734.643,00	-860.917,00	
Resultado neto del ejercicio	2.510.151,00	2.882.201,00	
<i>Resultado atribuido a accionista minoritarios</i>	9.603,00	7.617,00	
Resultado neto atribuido a la Dominante	2.500.548,00	2.874.584,00	
<i>Beneficio básico y diluido por acción</i>	0,80	0,92	

13.3. Ratios de Inditex

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	23,98%	25,17%	25,44%	25,72%	26,00%	26,29%
Beneficio Neto	2.510.151,00	2.882.201,00	2.939.845,02	2.998.641,92	3.058.614,76	3.119.787,05
Fondos propios	10.468.701,00	11.450.793,00	11.553.850,14	11.657.834,79	11.762.755,30	11.868.620,10
ROCE	34,36%	36,00%	36,00%	36,00%	36,20%	36,39%
EBIT	3.198.186,00	3.677.442,00	3.750.990,84	3.826.010,66	3.923.790,76	4.023.526,46
Capital empleado	9.309.229,00	10.214.589,00	10.418.880,78	10.627.258,40	10.839.803,56	11.056.599,63
ROA	16,32%	16,61%	15,40%	14,28%	13,24%	12,28%
Beneficio Neto	2.510.151,00	2.882.201,00	2.939.845,02	2.998.641,92	3.058.614,76	3.119.787,05
Total Activo	15.377.001,00	17.357.148,00	19.092.862,8	21.002.149,08	23.102.363,99	25.412.600,39
					PAYOUT	0,920541329
PER	29,61	34,27	34,27	34,27	34,27	34,27
Valor de mercado de las acciones	74.332.150.200,00	98.766.701.880,00	100.742.035.917,60	102.756.876.635,95	104.812.014.168,67	106.908.254.452,04
Precio acción	23,85	31,69	32,32	32,97	33,63	34,30
Nº Acciones	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00
Bº Neto	2.510.151.000,00	2.882.201.000,00	2.939.845.020,00	2.998.641.920,40	3.058.614.758,81	3.119.787.053,98
EV/EBITDA	17,08	19,86	19,09	18,32	17,53	16,73
EV	70.085.071.200,00	93.305.510.880,00	94.188.606.717,60	94.892.761.595,95	95.375.076.120,67	95.583.928.794,44
Valor de mercado de las acciones	74.332.150.200,00	98.766.701.880,00	100.742.035.917,60	102.756.876.635,95	104.812.014.168,67	106.908.254.452,04
Precio acción	23,85	31,69	32,32	32,97	33,63	34,30
Nº Acciones	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00	3.116.652.000,00
Valor de mercado de la deuda Neta	-4.247.079.000,00	-5.461.191.000,00	-6.553.429.200,00	-7.864.115.040,00	-9.436.938.048,00	-11.324.325.657,60
EBITDA	4.103.097.000,00	4.699.159.000,00	4.934.116.950,00	5.180.822.797,50	5.439.863.937,38	5.711.857.134,24
P/VC	7,10	8,63	8,72	8,81	8,91	9,01

Valor de mercado de las acciones	74.332.150.200,00	98.766.701.880,00	100.742.035.917,60	102.756.876.635,95	104.812.014.168,67	106.908.254.452,04
Valor Contable	10.468.701.000,00	11.450.793.000,00	11.553.850.137,00	11.657.834.788,23	11.762.755.301,33	11.868.620.099,04
Rentabilidad por dividendo	3,35	2,84	2,84	2,84	2,84	2,84
Dividendo por acción	0,8	0,9	0,918	0,93636	0,9550872	0,974188944
Precio acción	23,85	31,69	32,32	32,97	33,63	34,30