



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES (ICAICA)

**ANÁLISIS FINANCIERO DEL GRUPO
INDITEX S.A.**

Recomendación de Inversión o Desinversión

Autor: Juan José Titos Fernández

Director: María Coronado Vaca

Madrid
Junio, 2015

Índice de Contenidos

RESUMEN	3
1. INTRODUCCIÓN	7
1.1 Propósito General	7
1.2 Justificación del Tema Elegido	8
1.3 Objetivos del Trabajo	8
1.4 Breve Introducción a la Metodología del Trabajo	9
2. MARCO CONCEPTUAL	11
2.1 Análisis del entorno macroeconómico español	11
2.2 Análisis del sector del textil	15
3. INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA: INDITEX S.A. EL GIGANTE DEL TEXTIL	19
3.1. Descripción de la compañía	19
3.2 Resumen financiero	21
3.3 La estrategia corporativa de Inditex	23
4. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA	24
4.1 Análisis Externo de la compañía	24
4.1.1 Análisis DAFO	25
4.1.2 Modelo de las Cinco Fuerzas de Porter	25
4.2 Análisis de Estados Financieros	25
4.3 Métodos de Valoración Empresarial aplicados al caso	25
5. ANÁLISIS DEL IMPACTO SOBRE Y EL DIVIDENDO POR ACCIÓN DEL SPLIT REALIZADO EN 2014	33
6. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	34
6.1 Análisis de Estados Financieros “Common Size” y “Tendencia”	34
6.2 Análisis del Balance de situación “Common Size” y “Tendencia”	35
6.3 Análisis de ratios	37
6.3.1 Ratios de Rentabilidad	37
6.3.2 Ratios de Actividad	40
6.3.3 Ratios de Liquidez	42
6.3.4 Ratios de Solvencia	44
7. PROYECCIONES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	45
7.1 Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias:	46
7.1.1 Ventas	46

7.1.2 Coste de Ventas (CMV)	46
7.1.3 Gastos	46
7.1.4 Amortizaciones	47
7.1.5 Tasa Impositiva	47
7.1.6 Dividendos.....	48
7.2 Proyecciones del Balance de Situación:	48
7.2.1 Activo Fijo e Inversiones (CAPEX).....	48
7.2.2 Otros Activos Fijos.....	48
7.2.3 Activos Corrientes.....	48
7.2.4 Pasivos	49
7.2.5 Patrimonio Neto	49
8. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA	50
8.1 Valoración por métodos basados en el balance (Valor Patrimonial).....	50
8.2 Valoración por métodos basados en múltiplos.....	51
8.2.1 Cálculo de múltiplos de Inditex.	53
8.2.2 Cálculo de múltiplos del sector	56
8.3 Valoración por métodos basados en el descuento de flujos	57
A. Descuento de Flujos de Caja Libre Operativos (OFCE).....	59
B. Descuento de Flujos de Caja del Equity o de los accionistas (FCFe).....	62
9. CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN	64
9.1 Principales conclusiones	64
9.2 Recomendaciones al inversor.....	66
10. Bibliografía	70
11. Anexos	86

Índice de Figuras

Figura 1. Previsiones de crecimiento del PIB por zona geográfica según el FMI.....	13
Figura 2. Rentabilidad del Bono España 10 años.....	14
Figura 3. Cotizaciones Históricas IBEX 35- INDITEX.....	15
Figura 4. Esquema de las 5 fuerzas de Porter.....	18
Figura 5. Ventas de Inditex por área geográfica (%).....	19
Figura 6. Ventas por Cadena Grupo Inditex.....	19
Figura 7. Número de tiendas de Inditex por trimestre.....	19
Figura 8. Principales Magnitudes Financieras de Inditex.....	21
Figura 9. Distribución de ventas por región geográfica.....	21
Figura 10. EBIT por cadenas.....	22
Figura 11. Principales gastos operativos de Inditex.....	22
Figura 12. Fondo de maniobra operativo de Inditex.....	22
Figura 13. Dividendo por Acción Inditex.....	23
Figura 14. Cronología de la Expansión Internacional de Inditex.....	23
Figura 15. Métodos de Valoración Aplicados.....	26
Figura 16. Flujo de Caja Libre Operativo.....	28
Figura 17. Flujo de Caja para Accionistas.....	31
Figura 18. Impacto en BPA del Split realizado en 2014.....	33
Figura 19. Análisis Common Size y de Tendencia de los Estados Financieros.....	34
Figura 20. Análisis Common Size y de Tendencia de las Proyecciones Financieras.....	35
Figura 21. Evolución del Activo de Inditex.....	36
Figura 22. Evolución del Pasivo Exigible y los Fondos Propios de Inditex.....	36
Figura 23. Evolución de los Ratios de Rentabilidad de Inditex.....	37
Figura 24. Rendimiento de Fondos Propios (ROE).....	37
Figura 25. Rendimiento del Capital Invertido (ROA).....	38
Figura 26. Rendimiento del Capital Empleado (ROCE).....	38
Figura 27. Evolución de los Ratios de Actividad de Inditex.....	40
Figura 28. Evolución de los Ratios de Liquidez de Inditex.....	42
Figura 29. Evolución de los Ratios de Solvencia de Inditex.....	44
Figura 30. Evolución del Ratio de Endeudamiento.....	45
Figura 31. Datos Históricos & Proyecciones de Ventas.....	46
Figura 32. Datos Históricos & Proyecciones de Gastos Operativos.....	47
Figura 33. Datos Históricos & Proyecciones de Amortizaciones.....	47
Figura 34. Datos Históricos & Proyecciones de Activos Fijos.....	48
Figura 35. Datos Históricos & Proyecciones de Activos Corrientes.....	49
Figura 36. Datos Históricos & Proyecciones del Pasivo Exigible.....	49
Figura 37. Datos Históricos & Proyecciones del Patrimonio Neto.....	50
Figura 38. Evolución del Valor Patrimonial vs. Valor de Cotización de Inditex.....	50
Figura 39. Diferencias anuales entre Valor de Cotización y Contable por Acción.....	51
Figura 40. Evolución y Proyecciones del PER de Inditex.....	53
Figura 41. Evolución y Proyecciones del PER relativo de Inditex.....	54

Figura 42. Evolución y Proyecciones del EV/EBITDA de Inditex.....	54
Figura 43. Evolución y Proyecciones del EV/EBIT de Inditex.....	54
Figura 44. Evolución y Proyecciones del P/VC de Inditex.....	55
Figura 45. Evolución y Proyecciones de la Rentabilidad por Dividendo de Inditex.....	55
Figura 46. Empresas seleccionadas como compañías comparables.....	56
Figura 47. Estimaciones de Flujos de Caja Libres Operativos de Inditex esperados para 2015, 2016 y 2017.....	60
Figura 48. Evolución anual de Flujos de Caja Libres Operativos de Inditex esperados para 2015, 2016 y 2017.....	61
Figura 49. Evolución anual de las Necesidades Operativas de Financiación e Inversión en Activos Fijos.	61
Figura 50. Estimaciones de Flujos de Caja Libres para el Accionista de Inditex esperados para 2015, 2016 y 2017.	63
Figura 51. Principales Resultados del Análisis.	64

RESUMEN

Con este trabajo se pretende realizar un análisis financiero sobre la compañía española líder del sector textil, Inditex S.A., con el objetivo de realizar, por un lado, un estudio de su estrategia corporativa para conocer su modelo de negocio y su expansión internacional, y por otro lado, una vez analizada la estrategia, se aplicarán métodos de valoración financiera con el objetivo de determinar el valor intrínseco de la compañía y así poder comparar el precio objetivo obtenido con el precio de cotización actual, lo que permitirá determinar una recomendación de compra o venta. La empresa seleccionada ha sido Inditex, puesto que al tratarse de una compañía cotizada, sus datos financieros son de acceso público, lo que facilita la recogida de información. Por otra parte, se pretende entender si su comportamiento alcista, durante la crisis financiera sufrida recientemente, se debe a que realmente el precio de la acción tiene potencial de subida o es una compañía sobrevalorada. El precio objetivo fijado para Inditex según este análisis está en torno a los 24€/acción. Por consiguiente, la recomendación final que se desprende de este análisis es la de vender las acciones de Inditex, puesto que el precio objetivo obtenido es menor que el precio de cotización actual (30€/acción), lo que supone que las acciones de Inditex están sobrevaloradas.

ABSTRACT

This paper aims to conduct a financial analysis of the leading Spanish company in the textile sector, Inditex SA, with the aim of developing, for one hand, a study of its corporate strategy in order to understand its business model and its international expansion, and for the other hand, once the strategic analysis has been completed, I will implement diverse financial valuation methods in order to determine the intrinsic value of the company that allows to make a comparison of the value obtained and the current trading price, which will guide us to determine a buy-sell recommendation. The selected company has been Inditex, because it is a listed company so its financial data has a public access which makes the collection of information easier. On the other hand, I will try to understand whether the upward trend during the financial crisis suffered recently, is due to a potential growth or, for contrast, the company is overvalued. The target price calculated is approximately 24€/share. Consequently, the final recommendation that emerges from this analysis is to sell Inditex shares, because the target price obtained is less than the quoted price (30€/share), which means that Inditex shares are overvalued.

PALABRAS CLAVE

Inditex, valoración intrínseca, flujo de caja libre operativo, flujo de caja libre del accionista, valoración relativa, capitalización bursátil, análisis fundamental, precio objetivo.

KEYWORDS

Inditex, intrinsic valuation, operating free cash flow, free cash flow to equity, relative valuation, market capitalization, fundamental analysis, target price.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito general

El propósito general de la investigación es el estudio en profundidad del análisis financiero que se realiza a la hora de valorar una compañía.

Mediante este trabajo se pretende realizar una valoración financiera que permita extraer el valor intrínseco de Inditex, de manera que sirva como herramienta de decisión a la hora de recomendar una estrategia de compra o de venta a los inversores de renta variable. El objetivo será el de intentar determinar un precio objetivo acorde a los estados financieros presentados por la compañía desde 2009 hasta 2014 y bajo unas proyecciones que se realizarán mediante un modelo financiero. Las hipótesis del modelo se irán explicando detalladamente, de manera que se aproxime lo máximo posible a la realidad económica no solo del negocio sino también del entorno en el que opera.

Este tipo de valoración financiera es la que llevan a cabo los inversores más famosos del panorama financiero, como es el caso de Warren Buffet, tratando de invertir en empresas con gran potencial de crecimiento, basándose en el *Value Investing*. Para ello habrá que encontrar ineficiencias del mercado en la valoración de empresas individualmente, para poder aprovechar estas ineficiencias del mercado y tratar de obtener así rentabilidades superiores a la media del mercado.

El objetivo final de este trabajo será el de comparar el precio objetivo determinado bajo nuestra valoración y nuestras hipótesis con el precio de cotización en bolsa de la compañía, y así poder tomar una decisión de inversión, en el caso de que la acción resulte infravalorada, o de desinversión, en el caso de que la acción resulte sobrevalorada.

Los principales motivos que han llevado a la elección del Grupo Inditex S.A. como empresa a analizar en el análisis financiero han sido:

- Al ser una compañía cotizada en el mercado español de renta variable, concretamente en el IBEX-35, resultará de mayor facilidad el acceso a sus datos financieros auditados anualmente.
- Se trata de una compañía que ha experimentado un rendimiento espectacular desde su salida a bolsa, por lo que resulta especialmente interesante estudiar cómo ha conseguido lograr un crecimiento constante incluso en momentos de declive financiero y de descenso del mercado bursátil.
- Se trata de una empresa líder en su sector, gracias en parte tanto a un modelo con una logística integral, como a su expansión internacional.
- En 2013 lideró el ranking de las compañías españolas con mejor reputación corporativa según MERCOR (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa).

Una vez presentada la información esencial sobre el negocio de Inditex y del mercado en el

que opera, la cual nos ayudará a comprender la realidad del negocio, comenzaremos a realizar la valoración financiera atendiendo al análisis DAFO y a las Cinco Fuerzas de Porter, que nos ayudará a conocer mejor el mercado y a estimar unas proyecciones más realistas.

1.2 Justificación del tema elegido

La elección de la valoración financiera como tema de investigación se debe a la inquietud personal acerca de la metodología llevada a cabo en el mundo profesional a la hora de valorar una compañía. El motivo de esta inquietud se halla en el ejercicio profesional que desarrollo en la actualidad como analista. Por tanto, representa una oportunidad única y un reto personal llevar a la práctica la teoría adquirida acerca de la valoración empresarial y el análisis financiero, con una doble intención: por un lado, emplear los conocimientos profesionales adquiridos a través de la práctica profesional para realizar un estudio lo más parecido posible al análisis que realizan los propios analistas financieros profesionales, y por otro lado, complementar y ampliar los conocimientos teóricos adquiridos a través de las clases de la universidad mediante la práctica de un ejercicio real de valoración financiera.

Con la realización de un modelo financiero que permita extraer el valor intrínseco de una compañía pretendo emplear los conocimientos teóricos adquiridos sobre la valoración de empresas para aplicarlos a una valoración real. Considero éste un tema interesante dentro del sector donde pretendo comenzar mi carrera profesional, por lo que pretendo relacionar la teoría académica recibida a través de las clases de la universidad, y la aplicación a casos de situaciones empresariales reales, experimentadas a través de mi experiencia laboral.

Por otra parte, la elección de Inditex como empresa a valorar, se debe principalmente al conocimiento adquirido sobre su negocio empresarial a través de números trabajos académicos, lo que me ha permitido comprender de un modo profundo tanto el negocio empresarial como el sector en el que opera.

Si bien es cierto, que existen numerosos análisis financieros sobre Inditex S.A. realizados por analistas financieros profesionales, mi intención va más allá del simple análisis, lo que se pretende es revisar la teoría de valoración financiera y los distintos tipos de valoración y su aplicación práctica mediante un ejercicio real.

1.3 Objetivos del trabajo

OBJETIVO GENERAL:

- 1) Realizar una valoración financiera de la compañía Inditex S.A. a través del descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos, para determinar su valor intrínseco.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS:

- I.** Analizar el negocio, la estrategia empresarial y el entorno macroeconómico en el que opera el Grupo con el objetivo de entender sus estados financieros históricos, y poder realizar a partir de ellos proyecciones a futuro (2015-2017) que nos permitan predecir con cierta rigurosidad su comportamiento económico futuro.
- II.** Proponer dos modelos complementarios de valoración empresarial, valoración por descuento de flujos de caja y valoración relativa, que permitan valorar la compañía intrínsecamente y obtener su valor empresarial actual y el valor de sus fondos propios, para poder establecer así un precio objetivo del análisis
- III.** Obtener, a través de estos modelos de valoración empresarial, un rango de precios determinado para Inditex S.A.
- IV.** Una vez determinado el precio objetivo para Inditex, se procederá a una comparación con el valor de cotización actual, con el fin de determinar si la compañía está sobrevalorada o infravalorada, lo que permitirá realizar recomendaciones de venta o compra a los inversores y aprovechar oportunidades de inversión.

1.4 Breve introducción a la metodología del trabajo

Para la realización del análisis financiero, se va a emplear dos métodos de valoración empresarial complementarios: Descuento de Flujos de Caja y Valoración por múltiplos (Fernández, P. 2004a). Para seleccionar la muestra de la que se obtendrá la información financiera necesaria, se procederá a una acotación geográfica que se extiende a las principales compañías cotizadas del sector de las textil a nivel mundial (Hennes & Mauritz (H&M), N Brown Group, Next, Sport Direct Internacional)¹, y a una acotación temporal correspondiente a los años 2009 a 2017. El motivo de esta acotación se debe principalmente a dos razones: en primer lugar, en cuanto al ámbito geográfico, se ha decidido valorar las principales compañías mundiales debido al tamaño del Grupo Inditex que le permite competir con los líderes del sector textil, por lo que su comparación con el resto de compañías españolas resultaría ser poco relevante, por ello se ha decidido compararla con sus homólogas en cuanto a tamaño de negocio y facturación. En segundo lugar, se ha decidido acotar el análisis a los años correspondientes entre 2009-2017 puesto que este periodo es suficiente para extraer información financiera que permita, no sólo realizar un análisis sólido, sino que también permita proyectar valores futuros.

La corriente ideológica de valoración financiera y la línea a seguir en este proyecto de investigación, proviene de la teoría aportada por las publicaciones de dos de los profesionales financieros españoles con mayor prestigio internacional: Pablo Fernández y Francisco García Paramés. Por lo que se asumirán las hipótesis de estos autores en cuanto a la valoración financiera, que concretamente se resumen en: análisis fundamental como herramienta de

¹ Multiple Entities Report STOXX (TMI) / Retail - SS in EUR as of 04/17/15

valoración más eficiente y gestión activa de inversión basada en la filosofía del “Value Investing” liderada por Benajmin Graham en su obra “El Inversor Inteligente” (Graham, B. 1949).

La información requerida para el análisis será recogida de las publicaciones de las cuentas anuales auditadas del grupo Inditex S.A. durante el periodo 2009-2014, a través de su página web, para posteriormente ser tratada mediante el programa informático Excel, que será la herramienta a utilizar a la hora de calcular el valor del negocio. Para la comparación con los competidores europeos se recurrirá a la comparación de múltiplos empresariales para facilitar el estudio, y para el cálculo de estos múltiplos también se recurrirá a las cuentas anuales auditadas correspondientes a cada una al tratarse todas de compañías cotizadas.

Entre las variables más importantes a analizar destacan: cifra neta de negocio, fondo de maniobra (NOF), inversiones (CAPEX), flujos de caja libres (FCF), tasa de descuento (WACC), Margen Bruto de Contribución (EBITDA), cotización bursátil, precio objetivo y precio de cotización.

Con la realización del análisis fundamental, se trabaja bajo la hipótesis de que los mercados no son completamente eficientes, y por tanto, se basa en una eficiencia débil del mercado, es decir, supone que la cotización de los títulos refleja la información únicamente pública, lo que puede llegar a ocasionar en algunos momentos ciertas ineficiencias de mercado, que trataremos de aprovechar para obtener determinadas rentabilidades.

Mediante el análisis fundamental, se realizará un análisis *Top-Down* empezando a valorar el país en su conjunto, para posteriormente analizar el sector y la empresa en concreto. Todo ello para conocer si Inditex a pesar de su sobresaliente rendimiento es una empresa sobrevalorada o por el contrario aún tiene potencial de subida al estar infravalorada por el mercado.

El análisis fundamental a realizar se dividirá en cuatro partes principales:

I. Análisis de ratios sobre los estados financieros

A partir del análisis tanto de la cuenta de pérdidas y ganancias como del balance de situación, se aplicará una serie de ratios divididos en cuatro grandes categorías: ratios de rentabilidad, ratios de solvencia, ratios de liquidez y ratios de actividad. Para aplicar estos ratios se tendrá en cuenta un periodo de análisis que cubrirá los años 2009-2014, y que se expandirá a través de las proyecciones estimadas tanto de la cuenta de pérdidas y ganancias como del balance hasta 2017, para poder ver la evolución futura experimentaríamos en teoría bajo las hipótesis aplicadas. Para la aplicación de ratios atenderemos a los recogidos por el libro de Warren Buffet y Clark (2009).

II. Valoración mediante Descuento de Flujos de Caja Libres Operativos

La valoración DFCLLO tiene como objetivo calcular los flujos de caja generados por el negocio sin tener en cuenta su estructura financiera. Estos flujos de caja serán descontados al momento actual a través de una tasa de descuento acorde con el riesgo de la compañía. El valor terminal de la compañía se calculará mediante dos formas: mediante la teoría de Gordon, aplicando una tasa de crecimiento “g” sobre el último flujo de caja generado en 2017, y mediante la aplicación de un múltiplo de salida. El descuento de los flujos de caja libres operativos nos determinará el valor actual de la empresa.

III. Valoración mediante Descuento de Flujos de Caja Libres de Accionistas

La valoración DFCLA tiene como objetivo el cálculo de los flujos de caja generados por el negocio pero a diferencia del descuento de flujos de caja operativos, en este caso se tendrá en cuenta el aumento o disminución de deuda, por lo que el flujo resultante será el que quede para remunerar a los accionistas de la empresa. El procedimiento será igual que en el caso de la valoración DFCLLO.

IV. Valoración relativa

La valoración relativa se divide en dos grandes ramas: valoración por múltiplos de empresas comparables y valoración por múltiplos de transacciones pasadas comparables. Se aplicará este método con el objetivo de conocer los múltiplos medios del sector y poder compararlos con los de Inditex, de manera que nos podamos compararlos y determinar si los múltiplos de Inditex están por encima del mercado (sobrevalorada) o por debajo (infravalorada).

2. MARCO CONCEPTUAL

Para realizar una valoración financiera que se aproxime a la realidad económica del ciclo económico y que además se ajuste a la estrategia de negocio llevada a cabo por Inditex, se procede a realizar un breve análisis sobre el entorno macroeconómico español, una introducción a la compañía con los datos del negocio más relevantes que nos ayude a comprender mejor el negocio y nos permita realizar proyecciones más realistas, y por último se analizará la estrategia corporativa del Grupo, en la que se realizarán dos tipos de análisis del sector: análisis DAFO y modelo de las Cinco Fuerzas de Porter.

2.1 Análisis del entorno macroeconómico español

La **inestabilidad de la economía mundial** como resultado de la crisis de las puntocom se vio agravada por shocks externos, como los sucesos del 11S en Nueva York. En este contexto, con el objetivo de aumentar el PIB, los gobiernos y bancos centrales bajaron los tipos de interés. Sin embargo, la inflación de activos generada tuvo consecuencias especialmente negativas para España, ya que registró la segunda balanza comercial más negativa del mundo. Los bajos tipos de interés favorecieron la inversión en activos de mayor riesgo e incentivaron

el endeudamiento de las familias originando la Crisis Subprime en EE.UU. (2007) y la caída de Lehman Brothers (2008), ambos con consecuencias mundiales. Otro elemento a destacar para el sector textil, es la evolución del coste de las materias primas. Durante la crisis, véase el caso del petróleo, del oro o del algodón, los precios tocaron máximos históricos.

Durante el periodo 2008-2014 la **economía española** se ha visto marcada por la inestabilidad económica, política y social. Dentro de este periodo podemos diferenciar varias etapas:

➤ **2008: Origen de la Crisis económica española y estallido de la burbuja inmobiliaria**

El crecimiento de la economía se vio fuertemente afectado por la reacción adversa de los principales indicadores macroeconómicos, entre ellos, la demanda nacional y la confianza de los consumidores. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del PIB disminuyó en el último trimestre de 2008 hasta el 0,9. En cuanto al comercio exterior, creció la demanda exterior neta mientras las importaciones de bienes disminuyeron. A pesar de esto, la Balanza de pagos todavía presentaba déficit por cuenta corriente.

➤ **2009-10: Suave aceleración de la economía**

El crecimiento se sigue contrayendo y los indicadores se mantienen estables, aunque hay algunos que presentan una evolución positiva como las exportaciones netas. El empleo sigue disminuyendo, de hecho se duplica el número de parados de 2 a 4 millones. El Estado comienza a proponer reformas para hacer frente a la situación aumentando significativamente el gasto público.

➤ **2011: Recaída en la recesión ante la Crisis de la deuda soberana**

Durante el primer trimestre de 2011 continúa la tónica de suave recuperación observada desde la segunda mitad de 2009. El gasto y el consumo privado muestran una evolución menos desfavorable a finales de año. Sin embargo, ante el recrudecimiento de la Crisis de la deuda soberana en Europa la leve mejora no se consolida cayendo de nuevo en recesión.

➤ **2012 -13: “Doble recesión”**

La intensidad de la recesión española, el PIB disminuyó un 1,4 %, supera a la de otros países de la Unión Europea. Este período se caracteriza por la fragilidad del mercado de trabajo, el exceso de endeudamiento de los hogares y la contracción del consumo como consecuencia del aumento de los impuestos indirectos. Las difíciles posibilidades de financiación y la creciente incertidumbre desincentivan el emprendimiento y la inversión empresarial. En 2012 se alcanza una cifra de desempleo de un 26%, de los cuales, más de la mitad son jóvenes.

➤ 2014: La crisis toca fondo y comienza la recuperación

Los principales indicadores macroeconómicos apuntan una tendencia de recuperación que comenzó, con crecimiento positivo del PIB, en los dos últimos trimestres de 2013.

Tras recorrer las diferentes etapas explicadas anteriormente, actualmente nos encontramos en la que puede ser la última etapa de la recesión económica. En este último año y medio España ha dejado de ser una preocupación para el continente Europeo y se ha convertido en un país muy atractivo para la inversión extranjera. La situación económica española ha mejorado durante el 2014 y las perspectivas de crecimiento para el 2015 son aún más esperanzadoras.

En cuanto al **PIB**, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2014 creció un 1,4% (todos los crecimientos se refieren a un crecimiento respecto al año anterior), lo que supone un crecimiento muy similar al de 2013. Durante los años anteriores, el PIB había sido negativo o muy bajo, y podemos observar que actualmente estamos teniendo un alto crecimiento, que aunque no llega a los niveles anteriores a la crisis, nos indica que estamos en recuperación. Para 2015 las perspectivas del Gobierno en cuanto al crecimiento del PIB superan ya el 2%.

Figura 1. Previsiones de crecimiento del PIB por zona geográfica según el FMI

Previsión						
Crecimiento	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB						
Europa	0,5	1,7	2	2,1	2,2	2,3
España	-1,6	0,7	1,4	1,5	1,5	1,6
Asia & Pacífico	5,6	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4
América	2,3	3,2	3,6	3,5	3,4	3,2

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recogidos del FMI.

Si analizamos individualmente los principales componentes del PIB español:

En cuanto al **consumo privado** (consumo por parte de los hogares de bienes duraderos y no duraderos), en 2014 tuvo un crecimiento de un 1,3%, también muy similar al del 2013. El **gasto público** creció un 1% en 2014. Este indicador es el que más cambió tuvo en este año, ya que los datos anteriores fueron negativos desde 2011. En cuanto a la **inversión**, tuvo menos crecimiento que el año anterior, aunque sigue siendo un crecimiento positivo, pasando de un 4,4% en 2013 a un 3,5% en 2014. Las **exportaciones** aumentaron hasta un crecimiento de un

4,9%, además, las **importaciones** también lo hacían, llegando a un crecimiento del 4,3%. Esto muestra que el país está en buenas condiciones para producir y que tiene capacidad de pago para comprar al exterior.

En cuanto al **IPC**, ha tenido un crecimiento medio de 1,6% en 2014. El IPC nos muestra el movimiento de los precios en general, de los bienes y servicios españoles durante un determinado periodo, en este caso, un año.

En términos de **empleo**, la tasa de paro se situaba en 2014 en un 24,44%, es decir, 5.600.000 parados aproximadamente. Este es el indicador macroeconómico que nos indica el principal problema que tiene España, ya que, a pesar de la recuperación que estamos experimentando, los niveles de desempleo siguen siendo muy elevados.

Aun así, el potencial de crecimiento de España en 2014 fue de un 1,1%, mucho mayor del que tenía el país en años anteriores.

Figura 2. Rentabilidad del Bono España 10 años.



Fuente: Investing (abril 2015)

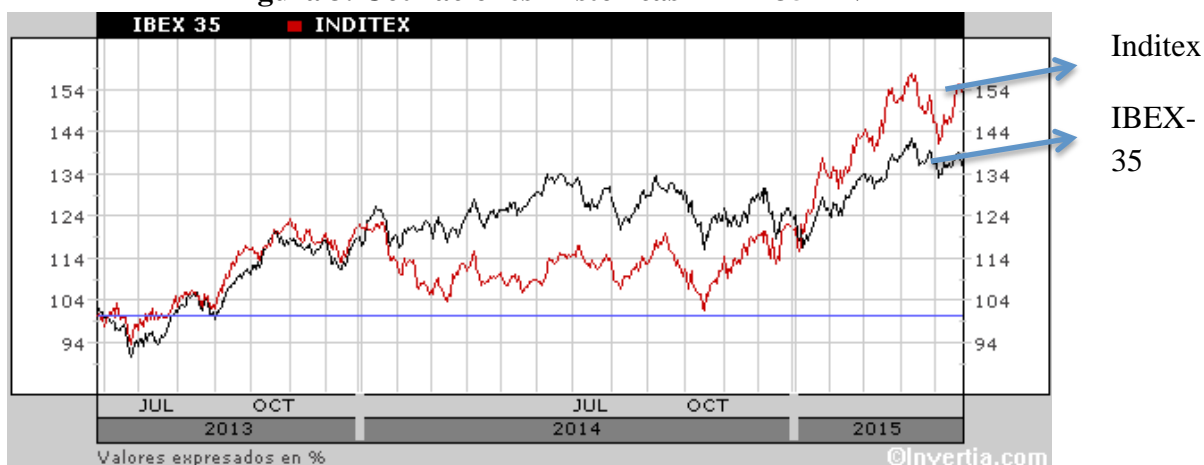
Las perspectivas de recuperación económica han bajado la rentabilidad del bono soberano española 10 años a mínimos de 2006. Se espera que dichos mínimos se mantengan o incluso sigan decreciendo debido a la prima de riesgo española y la política de QE que está llevando a cabo actualmente el Banco Central Europeo.

Asimismo, la prima de riesgo de la renta variable ha alcanzado valores mínimos inferiores a los de 2006. El atractivo de los valores cotizados españoles ha atraído el interés de inversores lo que ha aumentado así las valoraciones. Actualmente la rentabilidad de la renta variable duplica a la de la renta fija.

En el entorno político hay que tener en cuenta que a finales de 2015 se celebrarán elecciones generales en España, y que existe preocupación por parte de los inversores de que un partido de extrema izquierda (Podemos), fundado en 2014 y que obtuvo un 8% del voto nacional para las elecciones al parlamento europeo, se haga con la presidencia.

Por último analizamos los movimientos del mercado, a través del siguiente gráfico:

Figura 3. Cotizaciones Históricas IBEX 35- INDITEX



Fuente: Invertia

Tal como se puede observar en la Figura 3, el rendimiento del IBEX 35 desde 2013 ha crecido desde los 8.550 puntos en julio de 2013 hasta los 11.400 puntos actuales. Por su parte, Inditex ha evolucionado desde un precio de 19,40€ en julio de 2013 hasta un precio de cotización actual en mayo de 2015 de 30€. Por tanto, ambos han experimentado un crecimiento notable en estos dos últimos años, corroborando así las perspectivas de crecimiento del mercado español de las últimas fechas y anticipando un crecimiento futuro aún mayor.

Por otro lado, se puede observar cómo las cotizaciones tanto de Inditex como del Ibex 35 han estado correlacionadas positivamente, los movimientos parecen calcados aunque de distinta dimensión. Esto nos puede indicar que la beta de la compañía podría situarse en torno al 1, al estar correlacionados positivamente.

2.2 Análisis del sector del textil

Se ha considerado importante para este análisis financiero el conocer la estrategia del grupo consolidado y su relación con su entorno mediante el uso de dos herramientas: una matriz DAFO (describir sus Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades), y un análisis de las cinco fuerzas de Porter (conociendo su relación con sus proveedores, consumidores, nuevos competidores, la rivalidad entre los competidores actuales, y la amenaza de productos sustitutivos).

Comenzando por la matriz **DAFO**, con ella se pretende conocer la situación de Inditex respecto a su entorno desde un puntos de vista interno (Debilidades y Fortalezas de la empresa) y externo (Oportunidades y Amenazas del mercado), siguiendo a Guerra y Navas (2007).

A NIVEL INTERNO:

DEBILIDADES:

Dentro de las debilidades que puede presentar la compañía, se destaca las siguientes:

- No realiza inversión en publicidad: comparado con sus competidores puede considerarse una debilidad, sobre todo en otros países en los que a lo mejor las marcas son menos conocidas.
- Su inclinación por la integración vertical en su proceso productivo (controla desde el diseño a la venta en sus tiendas, pasando por la producción, logística y distribución), en vez de una externalización, lleva a las empresas a tener unos costes mayores.
- Los productos tienen una calidad media y unos precios asequibles por la mayoría de los consumidores, lo que supone una exclusividad baja

FORTALEZAS:

Pueden considerarse como puntos fuertes del grupo los siguientes:

- Su organización interna y formación de personal hacen de la estructura interna una constante cadena de mando con filtros que asegurar que sólo las personas capaces y preparadas lleguen a puestos altos. Todo empleado comienza como dependiente y sigue rotando.
- Dentro de la moda textil abarca todos los segmentos de género y edad. Moda joven, para niños, para adultos...incluyendo en todas ellas ropa para hombre y mujer, e incluyendo también en el grupo consolidado distintos niveles de precios.
- Ha sabido crear una gran imagen de marca con la reputación que eso conlleva. Sin embargo, no ha perdido esta imagen en su extensión internacional en la que ha encontrado el equilibrio entre marca internacional y adaptación local con diseños y tiendas específicos a cada país, cultura y religión.
- Su modelo de negocio basado en la rotación de prendas en sus tiendas provoca que la gente compre en el momento en vez de meditar la compra. La posibilidad de volver a la tienda y que no siga la prenda incita a la compra inmediata.

A NIVEL EXTERNO:

AMENAZAS:

En su relación en el entorno se incluyen como factores de los que protegerse:

- La legislación de cada país. Como por ejemplo la gran influencia en España de la subida de I.V.A. y su impacto en el consumo.
- Relación de algunas de sus marcas con la copia de diseños de otras marcas pioneras. Debe cuidar la imagen y destacar su originalidad.
- Aparición de nuevos competidores rivales en precio. En la crisis económica vivida el precio se ha convertido en un factor decisivo a la hora de comprar moda, y otras marcas como Primark y su llegada a España han tenido un efecto en el grupo.
- Relación de alguna de sus marcas con producciones en países tercermundistas y las malas condiciones laborales.

OPORTUNIDADES:

Debería tener en cuenta los distintos aspectos para usarlos a su favor:

- La apertura hacia la compra on-line cada vez más en auge en la sociedad.
- La aparición de nuevos mercados y productos como puede ser la ropa pre-mamá o complementos y accesorios.
- La decantación de la sociedad por la preocupación del medio ambiente y la ropa ecológica: añadir alguna línea caracterizada por el respeto al entorno.

Por otro lado, es conveniente realizar un análisis de las Cinco Fuerzas de **PORTER** con la intención de estudiar las características del sector y su atractivo, desde dentro.

➤ Poder de negociación con los clientes:

Consideramos que el poder de negociación es medio. Al encontrar un gran número de competidores en el sector que ofrecen productos muy similares, los clientes tienen más opciones a la hora de realizar la compra. Además en tiempos de crisis, buscan el producto que más se ajuste a su presupuesto y que mejor relación calidad-precio tenga. Sin embargo, las compras de estos son reducidas, es decir, compran productos unitarios y no a gran escala.

➤ Poder de negociación con los proveedores:

Se considera que el poder de negociación con los proveedores en el sector textil es escaso. Esto se debe al gran número de proveedores que hay en el mercado y que además es un sector que cambia continuamente según las “modas”, los gustos de los compradores en los distintos países y momentos, las colecciones de los diseñadores, etc.

➤ Amenaza de los nuevos competidores entrantes:

En este mercado, se pueden encontrar distintas barreras de entradas que pueden limitar la entrada de nuevos competidores. En general, las empresas que dominan el sector tienen un gran tamaño y gozan de economías de escala, de alcance, de know-how específico (logística), etc. La mayor amenaza a la hora de la entrada de nuevos competidores reside en la expansión de empresas de un tamaño considerable, que operen en un mercado local o que no estén completamente globalizadas.

Por ejemplo, la conocida marca de Banana Republic que opera en países como EE.UU. o Italia en Europa, podría llegar a España y ser una amenaza para el grupo Inditex.

➤ Amenaza de productos sustitutos:

En el caso de productos sustitutos, se podrían señalar otras tiendas que vendan ropa a baja escala, a nivel local. Estas, en la actualidad no presentan una amenaza ya que actualmente la imagen de marca y elegir prendas de tiendas conocidas es importante para el consumidor. La ventaja competitiva de estos productos sustitutos es la diferenciación.

➤ Rivalidad entre los competidores:

Actualmente la competencia en el sector textil es alta, hay muchas empresas dedicadas a ello de las que podemos destacar H&M, Primark, Mango, Benetton o Cortefiel entre otros, que luchan por tener una posición en el mercado a través de sus precios, diseños, publicidad intensiva, etc.

Figura 4. Esquema de las 5 fuerzas de Porter



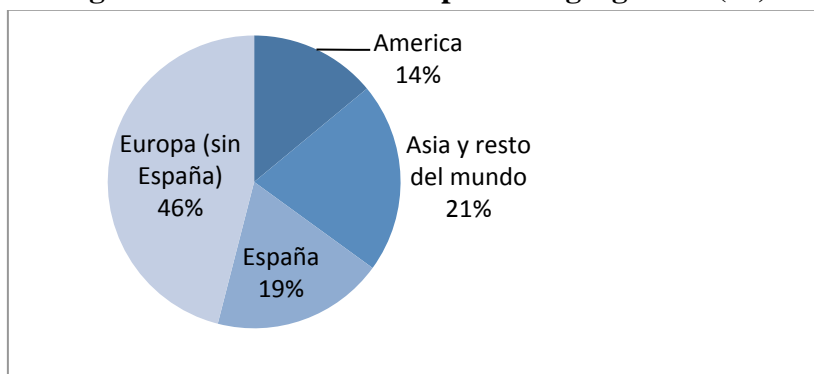
Fuente: Elaboración Propia

3. INTRODUCCIÓN A LA COMPAÑÍA: INDITEX S.A. EL GIGANTE DEL TEXTIL

3.1. Descripción de la compañía

Inditex (Industrial de Diseño Textil) es un grupo multinacional español perteneciente al sector textil, fundado por Amancio Ortega en 1985 a raíz de la marca gallega textil Zara. Desde sus comienzos, Inditex no hizo más que crecer, llegando a tener tiendas en toda España en sus 10 primeros años de actividad. El crecimiento internacional de este conglomerado de marcas textiles no tardó en llegar, pues en 1988 abriría sus primeras tiendas en Oporto (Portugal), Nueva York (EE.UU), y París (Francia).

Figura 5. Ventas de Inditex por área geográfica (%).



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recogidos de Inditex en 2012

De esta forma el grupo fue creciendo orgánicamente tanto a nivel geográfico como interno, incorporando nuevas marcas y líneas de ropa, entre las que destacan: Zara, Massimo Dutti, Pull & Bear, Berskha, Oysho, Uterqüe, entre otras. Gracias a la diversidad de estilos de estas marcas, actualmente abarca desde ropa joven, hasta ropa interior femenina, pasando por artículos de decoración para el hogar, entre otros. Esta estrategia de diversificación le ha llevado a tener hoy en día un total de 6.683 tiendas repartidas por los cinco continentes, incluyendo las franquicias y los escasos locales propios.

Figura 6. Ventas por Cadena

Millones de euros	2014	2013	14/13
Zara	11.594	10.804	7%
Pull&Bear	1.284	1.191	8%
Massimo Dutti	1.413	1.293	9%
Bershka	1.664	1.556	7%
Stradivarius	1.130	1.006	12%
Oysho	416	353	18%
Zara Home	548	451	21%
Uterqüe	68	71	-
Total	18.117	16.724	8%

Fuente: Resultados anuales de Inditex

Figura 7. Número de tiendas por trimestre.

Cadena	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014
Zara	1.846	1.863	1.895	1.923
Zara Kids	162	163	162	162
Pull&Bear	864	872	885	898
Massimo Dutti	673	681	695	706
Bershka	965	973	992	1.006
Stradivarius	866	877	893	910
Oysho	549	556	561	575
Zara Home	402	408	420	437
Uterqüe	66	67	67	66
Total	6.393	6.460	6.570	6.683

Fuente: Resultados anuales de Inditex

Nos encontramos, pues, ante una empresa que destaca por su gran adaptación al proceso de globalización vivido en los últimos años, que ha generado un entorno cambiante y

globalizado. Inditex ha sabido redefinir el modelo de negocio tradicional que existía en el sector textil, creando una nueva estrategia de éxito a nivel mundial.

Actualmente nuestros mercados son muy variables debido a la gran comunicación global generada por las nuevas tecnologías. Ante esta situación las empresas actuales se han visto obligadas a cambiar de estrategias para adaptarse al entorno cambiante y poder garantizar su supervivencia en el mercado evitando así quedar obsoletas, lo que les llevaría a desaparecer. Este nuevo entorno caracterizado por el cambio constante a distintos niveles se intensifica en la industria textil, guiada por las modas y tendencias llegadas de distintas partes del mundo y sus diseñadores. La moda se puede considerar pasajera, por lo que las empresas textiles deben saber adaptarse para "estar a la última", y conseguir así una clientela numerosa a la par que fiel.

Inditex es un claro ejemplo de una empresa española que ha sabido llevar este criterio al extremo. Gracias a una logística integral, han conseguido crear un nuevo planteamiento de diseño, producción, distribución y venta, desconocido hasta su llegada, ha sabido desarrollar un modelo de mercado caracterizado por una alta rotación de sus productos, diseñando nuevas colecciones cada dos semanas, llegando a marcar tendencias y todo esto sin invertir en comunicación o publicidad. Es tal el éxito de este revolucionario método en la industria textil, que no solo Inditex es hoy un grupo formado por más de 9 marcas textiles diferentes, sino que sus grandes competidores no dejan de ser imitadores de este nuevo modelo. Pero todo esto no hubiera sido posible sin la coordinación logística y una distribución centralizada, con un reparto a todas las tiendas dos veces por semana, que ha permitido al grupo crecer en los países en los que entraba gracias a una estrategia corporativa transnacional.



Hasta aquí podemos ver cómo este grupo textil y su fundador gallego han sabido romper los esquemas del sector creando un fructífero conjunto de empresas con un modelo de negocio innovador. Sin embargo, el propósito de este trabajo será el estudio del grupo consolidado de Inditex desde el punto de vista financiero. Es por esto que en el documento se procederá a un análisis del entorno de la empresa (análisis macroeconómico y estratégico de la misma), a un estudio de sus estados financieros de los pasados 5 años (2009 - 2014), a la realización de proyecciones sobre estos estados financieros a través de un modelo financiero de elaboración propia, así como un análisis de los mismos. El objetivo de este proceso será el de poder recomendar una decisión sobre la inversión o no en esta compañía al inversor, mediante la utilización de distintas técnicas de valoración financiera, como es una valoración absoluta (Descuento de Flujos de Caja) o una valoración relativa (uso de Ratios y Valoración por Múltiplos).

3.2 Resumen financiero

Las principales magnitudes financieras quedan resumidas en la Figura 8.

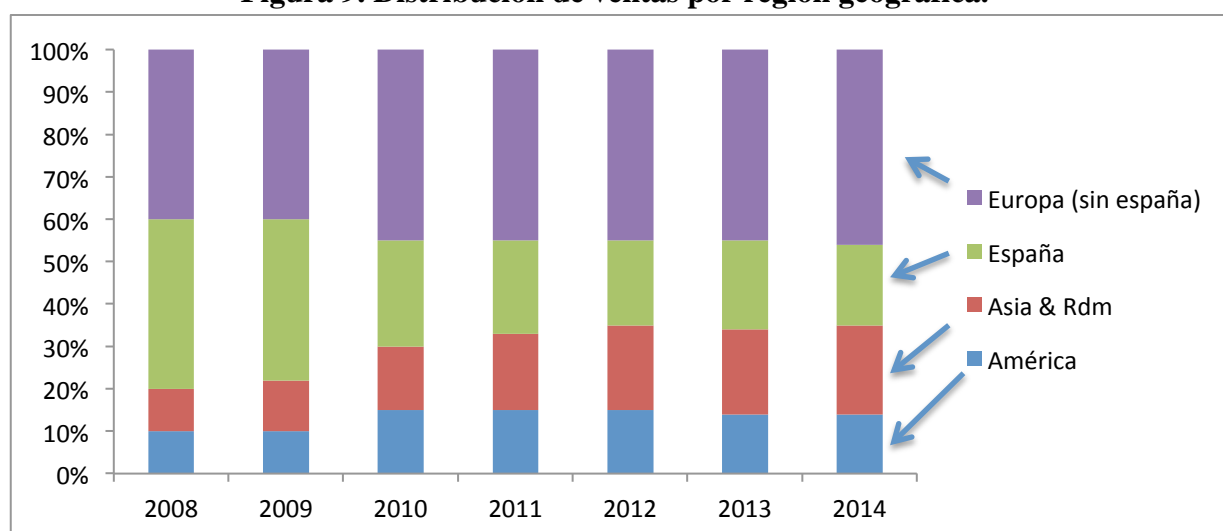
Figura 8. Principales Magnitudes Financieras de Inditex.

Millones de €	2014	2013	Crecimiento (%)
Ventas Netas	18.117	16.724	8%
Margen Bruto	10.569	9.923	7%
EBITDA	4.103	3.926	5%
EBIT	3.245	3.053	6%
Beneficio Neto	2.501	2.377	5%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

En 2014 las ventas netas se situaron en €18.117Mn lo que supuso un crecimiento con respecto a 2013 del 8%, motivado en gran parte por el negocio online que ha originado un nuevo impulso a la facturación del grupo. La evolución de las ventas por regiones desde 2008 hasta 2012 queda explicada por la Figura 9.

Figura 9. Distribución de ventas por región geográfica.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Los crecimientos que presentan estas partidas superan el 5% anual gracias a un buen desempeño operativo, que ha permitido obtener los siguientes resultados de explotación por tiendas:

Figura 10. EBIT por cadenas.

Millones de €	2014	Ventas (%)
Zara	2.123	18%
Massimo Dutti	267	19%
Berskha	245	15%
Stradivarius	227	20%
Pull&Bear	188	15%
Zara Home	81	15%
Oysho	65	16%
Uterqüe	2	-
EBIT Total	3.198	18%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Estas cifras han sido posibles gracias a un estricto control de gastos operativos, resumidos en la Figura 11.

Figura 11. Principales gastos operativos de Inditex.

Millones de €	2014	2013	Crecimiento (%)
Gastos de personal	2.932	2677	9%
Gasto de ocupación	1.850	1634	12%
OGO's	1.676	1642	2%
Gastos Operativos Totales	6.458	5961	8%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Por otro lado, Inditex presenta un fondo de maniobra operativo en línea con respecto a 2013.

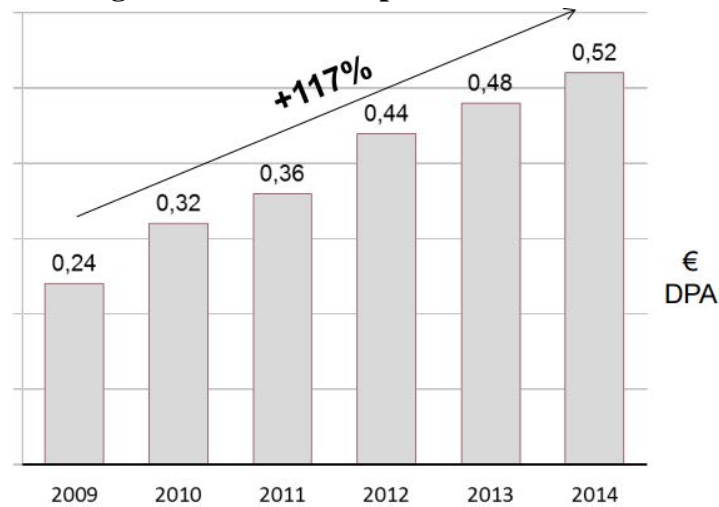
Figura 12. Fondo de maniobra operativo de Inditex.

Millones de €	2014	2013	Crecimiento (%)
Existencias	1.860	1.677	11%
Deudores	862	815	6%
Acreedores	(3658)	(3.421)	7%
Fondo de Maniobra Operativo	(936)	(929)	1%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Por último, los fondos generados a cierre de 2014 por Inditex han ascendido a €3.349Mn, que se han repartido de la siguiente manera: €1.396Mn se han destinado a inversión en el negocio, a estos hay que añadir €400Mn para la adquisición de Zara Soho Nueva York. Y se han repartido dividendos por un valor total de aproximadamente €1.511Mn, lo que representa un incremento del 7,5% con respecto a 2013, mediante un dividendo por acción acordado en la Junta General de accionistas de 0,52€.

Figura 13. Dividendo por Acción Inditex.



Fuente: Cuentas anuales de Inditex.

3.3 La estrategia corporativa de Inditex

Inditex ha llevado a cabo en los últimos años una agresiva estrategia de internacionalización, caracterizada por las continuas aperturas de nuevas tiendas en países diferentes en los cinco continentes. Para entender cuál ha sido el proceso de internacionalización y cómo se ha ido expandiendo la compañía desde sus inicios se ha realizado un análisis temporal de su estrategia corporativa, con el fin de obtener una imagen global de los pasos que ha llevado a cabo en su internacionalización.

Figura 14. Cronología de la Expansión Internacional de Inditex.

1975	· Creación de Zara en La Coruña (España)
1976-1984	· Zara comienza su expansión por toda España
1985	· Se crea el Grupo INDITEX S.A.
1986-1987	· Se crea un sistema logístico integral para poder atender a la demanda creciente
1988	· Apertura de Zara en Oporto (Portugal)
1989-1990	· Inicio de la expansión internacional con la apertura de tiendas en Nueva York y Francia
1991	· Se crea la marca Pull & Bear y se produce la compra del 60% de Massimo Dutti
1992-1994	· Se adentra en nuevos mercados; México, Grecia, Bélgica y Suecia

1995-1996	· INDITEX compra el 100% de Massimo Dutti y se abren tiendas en Malta y Chipre
1997	· Comienza su actividad en Noruega e Israel
1998	· Se crea la marca Berskha. Y se abren tiendas en: Reino Unido, Turquía, Argentina, Venezuela, Emirato Árabes, Japón, entre otros.
1999	· Se produce la adquisición de Stradivarius, y se abren nuevas tiendas en Holanda, Alemania, Canadá, Brasil, Chile, entre otros.
2000	· INDITEX instala sus servicios centrales en Arteixo (La Coruña)
2001	· Se crea la marca de lencería Oysho, y sale a Bolsa a cotizar en el IBEX-35
2002	· Se construye un nuevo centro logístico en Zaragoza
2003	· Comienzan a abrirse las primeras tiendas de Zara Home
2004	· El grupo inicia su actividad en Hong-Kong con la apertura de tienda número 2.000
2005-2006	Continúa su expansión por Mónaco y el continente Asiático
2007	· Comienza el negocio de compra <i>online</i>
2008	· Se crea una nueva marca Üterque y alcanza la cifra de 4.000 tiendas en 73 países
2009	· Se cierra un acuerdo de <i>Joint Venture</i> con el Grupo TATA para entrar en la India
2010	· Se alcanzan las 5.000 tiendas y se potencia la <i>compra online</i> .
2011	· Comienza la <i>venta online</i> para todas las marcas del grupo. Pablo Isla es nombrado presidente de Inditex
2012	· Renovación de imagen, con apertura de tiendas <i>Flagship</i> . Se alcanzan las 6.000 tiendas

Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos recogidos en las cuentas anuales

4. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA

Para realizar nuestra valoración, primero, se estima conveniente realizar un repaso sobre los distintos análisis que se proceden a realizar:

4.1 Análisis externo de la compañía

Con el objetivo de obtener una mayor comprensión del sector que permita detectar las amenazas y las oportunidades de la situación actual del sector, se procede a realizar un análisis sobre el mercado del textil a través de dos herramientas: Análisis DAFO y el modelo de las Cinco Fuerzas de Porter. Este análisis ha sido realizado en el punto 2.2.

4.1.1 Análisis DAFO

Esta herramienta permite analizar los aspectos más relevantes, tanto internos como externos, de la compañía. Para ello seguiremos la línea de estudio de Guerra y Navas (2007). El análisis interno nos permitirá detectar las fortalezas (características que aporten valor y hagan diferenciarse de los competidores) y debilidades (Puntos a mejorar). Mientras que el análisis externo, nos ayudará a identificar las oportunidades (eventos para aumentar el potencial y crecer como empresa) y amenazas (eventos que pueden generar un efecto adverso).

4.1.2 Modelo de las Cinco Fuerzas de Porter

Para analizar el entorno empresarial de INDITEX es imprescindible acudir al modelo de las Cinco Fuerzas de Porter (1982), con el que analizamos el atractivo del sector bajo cinco perspectivas: poder de negociación con clientes, poder de negociación con proveedores, amenaza de nuevos competidores, Amenaza de productos sustitutivos y rivalidad entre competidores.

4.2 Análisis de Estados Financieros

Para realizar el modelo económico que permita extraer el valor intrínseco de la compañía, se procederá a realizar una serie de proyecciones basadas en el comportamiento histórico de la compañía y asumiendo algunos ratios de actividad.

Para el análisis de las cuentas de pérdidas y ganancias y del balance de situación del Grupo Inditex, se ha procedido a recabar información, sobre los ejercicios comprendidos desde 2005-2014, sin embargo, para simplificar el análisis, se procederá a un análisis desde 2009 hasta 2014, como acotación temporal a la hora de realizar las proyecciones futuras. A través de estas proyecciones se conocerá la evolución esperada futura de la compañía así como la determinación de un valor intrínseco basado en dichas estimaciones. (ANEXO 2)

El análisis y la explicación de las hipótesis adoptadas a la hora de llevar a cabo las estimaciones precisas, se explicará con detalle en el apartado 7. La determinación de unas proyecciones futuras es un paso esencial para el cálculo del valor intrínseco de la compañía, por lo que es necesario que las hipótesis queden bien explicadas y detalladas para comprender el fondo de los números estimados. Por ello, se ha intentado reflejar unas hipótesis y unas proyecciones lo más realistas posibles y acordes con el negocio y la evolución del sector y la economía doméstica.

4.3 Métodos de Valoración Empresarial aplicados al caso

Para realizar la valoración financiera que nos permita extraer el valor intrínseco de la compañía, se seguirá la línea de pensamiento de Pablo Fernández (2004a), según el propio autor “el método del descuento de flujos de fondos constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa un ente generador de

flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes”.

Por tanto, la recomendación que se hará al inversor estará basada en el análisis de descuento de flujos de caja realizado, mientras que la realización de los otros métodos de valoración quedará para reflejar un rango de precios más amplio y demostrar si el análisis es consistente.

Llegados a este punto es importante realizar una distinción entre precio, como cantidad por la que el vendedor y comprador acuerdan la compraventa, y valor, que puede ser diferente para el comprador y el vendedor.

Los métodos de valoración que van a emplear en este análisis se recogen en la Figura 15.

Figura 15. Métodos de Valoración Aplicados.

VALOR PATRIMONIAL	DESCUENTO DE FLUJOS	VALOR DE MERCADO
<ul style="list-style-type: none"> • Valor contable 	<ul style="list-style-type: none"> • Flujos de Caja Libres Operativos (<i>Free Cash Flow</i>) • Flujos de Caja Libres de Accionistas (Cfac) 	<ul style="list-style-type: none"> • Valor de Cotización

Fuente: Elaboración Propia

4.3.1 Valor Patrimonial

Siguiendo la línea de estudio de Valls Martinez (2001), el valor patrimonial de una compañía es el valor que se extrae concretamente de su balance, considerando el valor de la compañía como el valor que posee en activos. Este método, al basarse en el balance de situación, muestra un valor patrimonial estático, por lo que presenta ciertas desventajas, como por ejemplo; no considera la evolución futura de la compañía o el valor temporal del dinero. Por ello, la utilización de este método de valoración queda muy limitada.

Como consecuencia de ello, el valor nominal de las acciones de la compañía normalmente no suele coincidir con su valor bursátil, puesto que las acciones al cotizar se mueven por expectativas que no se ven reflejadas en el valor patrimonial.

Se consideraría, por tanto, el valor patrimonial como el valor nominal de las acciones de la compañía. El valor nominal de las acciones queda conformado por los fondos propios de la empresa (capital y reservas).

4.3.2 Descuento de Flujos de Caja Operativos

El flujo de caja operativo es el flujo de dinero generado por las operaciones normales de la empresa, sin tener en cuenta su estructura financiera, por ello se parte del EBIT y no se tiene en cuenta los intereses de deuda que paga la compañía.

Como resultado, los flujos generados son el dinero que queda disponible después de atender a sus necesidades operativas de financiación (NOF) y sus necesidades de inversión en activos fijos (CAPEX) y con una deuda inexistente. El dinero resultante quedará para pagar dividendos, repagar deuda o pagar intereses.

El objetivo de este método de valoración consiste en el cálculo de los flujos de dinero que genera anualmente la compañía para, una vez calculados, descontarlos a una tasa de descuento adecuada a la estructura de capital de la compañía y a las circunstancias del mercado en el que opera, y obtener el valor global de la compañía o valor empresarial.

Se trata, por tanto, de un método dinámico que sí tiene en cuenta la evolución futura de la compañía puesto que se basa en estimaciones a la hora realizar las proyecciones futuras de ésta. Este método de valoración suele ser uno de los más utilizados a la hora de valorar intrínsecamente una compañía.

Dentro del descuento de flujos de caja, existen ciertos aspectos de destacada relevancia y a tener muy en cuenta a la hora de realizar un análisis lo más preciso posible, son los siguientes:

- **Tasa de descuento:** es la tasa a la que se descontarán los flujos de caja futuros de la compañía, que dependerá tanto del coste de los recursos ajenos y propios. Para ello se recurrirá a la WACC ("*Weighted Average Cost of Capital*") o Coste Medio Ponderado de Capital.
- **Valor Terminal:** a la hora de realizar el análisis se debe tener en cuenta que la compañía continuará en funcionamiento en el futuro, de ahí nace la necesidad de estimar un valor residual de la ésta al final del periodo estimado para valorar. Es decir, según Fernández (2002) y Damodaran (2002), se debe proyectar los flujos correspondientes a los 3-10 años futuros y estimar un valor residual que represente el valor de la compañía al término de esos 3-10 años.

En primer lugar, se realizará una estimación de los flujos de caja futuros que generará la compañía en los próximos 3 años, mediante las proyecciones que se han realizado a través de las hipótesis del modelo financiero. Siguiendo el esquema reflejado en la Figura 16.

Figura 16. Flujo de Caja Libre Operativo.

Cash Flow Libre Operativo
EBIT
- Impuestos sobre EBIT
= NOPAT
+ Amortización
- CAPEX
- Inc. NOFs
= Cash Flow Libre Operativo

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculados, los flujos de caja futuros, se procederá al cálculo del WACC, mediante la ponderación del coste de la deuda (k_d) y el coste de los recursos propios (k_e). Es importante resaltar que el coste de los recursos propios será mayor que el coste de la deuda, puesto que los accionistas exigirán un retorno mayor, por el riesgo que está asumiendo al entrar a formar parte de la empresa mediante la compra de acciones:

$$WACC = k_e * \frac{\text{Valor Recursos Propios}}{\text{Valor Recursos Totales}} + k_d(1 - t) * \frac{\text{Valor Recursos Ajenos}}{\text{Valor Recursos Totales}}$$

**El valor de los Recursos tanto propios como ajenos, será su valor de mercado.*

Donde el **coste de los recursos propios** es:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

- R_f : Rentabilidad del activo sin riesgo (Bono 10 años).
- β (: beta de la acción
- R_m : Rentabilidad esperada del mercado.
- $R_m - R_f$: Prima de riesgo del mercado ("*Market Risk Premium*"). Es la rentabilidad por encima de la renta fija, que exigen los inversores para invertir en renta variable.

La beta de una acción mide el riesgo sistemático o de mercado, es decir, el no diversificable. Nos muestra cómo se mueve la acción en comparación con los movimientos del mercado. La beta se calcula de la siguiente manera:

$$\beta = \frac{Cov_{R_{tab.acción} - R_{tab.mercado}}}{Var_{R_{tab.mercado}}}$$

- Si $\beta = 1$, nos indica que la acción se mueve en la misma dirección y con la misma intensidad que el mercado.
- Si $\beta > 1$, nos indica que la acción se mueve en la misma dirección y con mayor intensidad que el mercado.
- Si $0 > \beta < 1$, nos indica que la acción se mueve en la misma dirección pero con

menos intensidad que el mercado.

- Si $\beta < 0$, nos indica que la acción se mueve en sentido opuesto al mercado. (Este es el caso de los conocidos como "activos refugio" entre los que se encuentra el oro)

Tal como apunta el profesor P. Fernández (2004c), la beta de las compañías cotizadas suele situarse en torno al 1, es decir, que se muevan de la misma forma que lo hace el mercado.

El **coste de la deuda** es:

$$Kd = Rf + Spread$$

- El Spread dependerá del rating crediticio de la compañía. A mayor riesgo de crédito mayor riesgo de posible incumplimiento de pago obligaciones financieras y, por tanto, se le exigirá una rentabilidad mayor que compense ese riesgo superior, lo que incrementará la WACC y disminuirá los flujos al ser descontados.

Una vez calculado el WACC, se procederá al cálculo del Valor Residual en el tercer año (2017). Para el cálculo del Valor Residual se partirá del último flujo de caja generado, y se proyectará uno nuevo teniendo en cuenta un CAPEX de mantenimiento, es decir, se igualará el CAPEX a las amortizaciones de ese año, y se mantendrá el Incremento de las NOFs experimentado en el año anterior. Con ello lo que se pretende es estimar un valor residual que permita a la compañía ser estable en el largo plazo y, por tanto, no tendrá una inversión en activos fijos por encima de sus amortizaciones. Para la estimación del valor residual se puede recurrir a dos métodos:

1. **Tasa de crecimiento "g" de Gordon:** se estima un valor de crecimiento constante futuro anual para la compañía ("g"). Hay que tener en cuenta que si la "g" es superior al PIB del país, a largo plazo, la empresa acabaría siendo mayor que el propio país. Es necesario recalcar que el valor terminal representa en torno al 60%-80% del VAN de una compañía, de ahí la importancia de una elección de una tasa de crecimiento realista y que proporcione un valor residual consistente.

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

2. **Valor residual estimado mediante múltiplo de salida:** en este caso, habitualmente realizado por empresas de capital riesgo, se estima un múltiplo, por ejemplo sobre EBITDA ejemplo de X veces.

$$VR = Mult. EBITDA * EBITDA_n$$

Una vez calculados los flujos de caja libres operativos ("*free cash flow*"), el valor residual y la WACC, se procederá al descuento de estos para obtener el valor empresarial actual:

$$\text{Valor Actual Neto (VAN)} = \frac{FC_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FC_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FC_n + VR_n}{(1 + WACC)^n}$$

*Al valor empresarial actual calculado, se le añadirán los activos no afectos al negocio (en caso de que los hubiere)

Una vez llegados a este punto, se procederá al cálculo del valor de los recursos propios, donde:

$$\text{Valor de los Fondos Propios} = \text{VAN} + \text{Activos no afectos al negocio} - \text{DFN}_{\text{actual}}$$

De esta manera se obtendrá un valor de los fondos propios de la compañía que se dividirá entre el número de acciones para obtener el precio objetivo de la valoración y poder ser comparado con su valor de cotización para ver si está cotizando por encima (infravalorada) o por debajo (sobrevalorada).

$$\text{Precio Objetivo} = \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Número de acciones}}$$

Por último, la decisión quedará supeditada por lo siguiente:

- Precio Cotización > Precio Objetivo: Acción sobrevalorada, y por tanto, la recomendación sería de venta.
- Precio Cotización < Precio Objetivo: Acción infravalorada, y por tanto, la recomendación sería de compra.

4.3.3 Descuento de Flujos de Caja para Accionistas

El flujo de caja disponible para los accionistas, al igual que en el flujo de caja libre operativo, es el dinero generado por la compañía después de atender a las necesidades operativas de financiación y a las inversiones en activo fijo, pero a diferencia de aquel ahora sí se considera la estructura financiera de la compañía y por ello si tenemos en cuenta a la hora del cálculo los intereses financieros que está pagando por sus deudas.

El procedimiento a seguir, es idéntico al descuento de flujos de caja libres operativos, exceptuando las siguientes salvedades:

- La estructura para el cálculo de los flujos de caja para accionistas es la siguiente:

Figura 17. Flujo de Caja para Accionistas.

Flujos de Caja para Accionistas
Beneficio Neto
+Amortizaciones
= Cash Flow Neto
- CAPEX
-Inc NOFs
CFL Equity
+Aumento Deuda / - Disminución Deuda
Dividendos

Fuente: Elaboración propia

O a partir del propio FCF:

Flujo de Caja Libre (FCF)
- Intereses(1-t)
+Aumento Deuda / - Disminución Deuda
Flujos de Caja disponible para las Acciones (Cfacc)

A la hora de descontar los flujos de caja futuros, en este caso, utilizamos como tasa de descuento el coste de los recursos propios (Ke) en vez de la WACC, puesto que se está teniendo ya en cuenta la estructura financiera.

El valor terminal, por tanto, sería calculado descontado a la Ke:

$$VR = \frac{FC_{acc\ n} * (1 + g)}{Ke - g}$$

El valor obtenido del descuento de los flujos, en este caso, es ya el valor de los recursos propios al ser descontados al coste de los recursos propios.

$$Valor\ de\ los\ Recursos\ Propios = \frac{FC_{acc1}}{(1 + Ke)^1} + \frac{FC_{acc2}}{(1 + Ke)^2} + \dots + \frac{FC_{acc\ n} + VR_n}{(1 + Ke)^n}$$

El FCF coincide con el CFacc si la empresa no tiene deuda.

4.3.4 Valoración por Múltiplos

La valoración por múltiplos consiste en valorar una compañía en comparación con sus comparables. Para ello, se determinan una serie de compañías comparables, que pertenezcan al mismo sector, que tengan unas expectativas de crecimiento parecidas, generen unos flujos de caja similares, realicen una inversión equitativa, etc. Por ello, resulta especialmente complicado este paso, puesto que no existen dos compañías iguales. Una vez elegidas las compañías más comparables a la empresa a valorar dentro del sector, se determinan los múltiplos del sector a través de una media de los múltiplos de las comparables, para por último, comparar esa media del sector con el múltiplo propio de la empresa y así poder determinar su valoración en función de:

- Múltiplo del sector > Múltiplo de la empresa: la empresa está infravalorada.
- Múltiplo del sector < Múltiplo de la empresa: la empresa está sobrevalorada.

La valoración por múltiplos se divide en tres tipos:

1. **Múltiplos según la capitalización de la empresa** (PER, Precio/ventas, Precio/Cash Flow...)
2. **Múltiplos según el valor de la empresa** (EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Ventas...)
3. **Múltiplos en referencia al crecimiento empresarial** (PEG)

Entre las principales ventajas a la hora de la aplicación de estos métodos se encuentra:

- Simplicidad y rapidez.
- Tienen en cuenta el sentimiento de mercado.
- Son indicadores comparables con los indicadores de compañías comparables del sector.

Entre las principales desventajas que presenta éste método, se puede destacar:

- No incorpora expectativas futuras.
- Indican cómo está valorado el activo en comparación con otros, no indica si está bien valorado o no.

4.3.4 Valor de Mercado

El valor de mercado consiste en calcular su capitalización bursátil, multiplicando el número de acciones que posee la compañía por el precio de cotización en el mercado. Con ello se obtendrá el valor de los recursos propios de la compañía, que sumado a la Deuda Financiera Neta, se obtendría su valor global. Este valor de mercado resulta de utilidad a la hora de compararlo con el valor intrínseco calculado y poder establecer un criterio de sobre o infravaloración.

5. ANÁLISIS DEL IMPACTO SOBRE EL BPA Y EL DIVIDENDO POR ACCIÓN DEL SPLIT REALIZADO EN 2014

Inditex realizó un *Split* el verano de 2014 de 5 acciones nuevas por cada acción antigua. Como consecuencia, emitió 2493,32M acciones nuevas, pasando de las 623,3M a las 3116,65M. Generando un derecho preferente de suscripción de 88,8 y un factor de ajuste de 0,2.

Figura 18. Impacto en BPA del Split realizado en 2014.

P&G	2013	2014	2015e
Beneficio grupo	2377,08	2500,53	2709,15
Incr. %		5,2%	8,3%
BPA	3,81	0,80	0,87
BPA ajustado	0,76	0,80	0,87
Incr. %		5,2%	8,3%
DPS	2,42	0,48	0,52
DPS ajustado	0,48	0,48	0,52
Incr. %		5,2%	8,3%
Nº accs medias	623,33	3116,65	3116,65
Nº acc ajust	3116,65	3116,65	3116,65
Px ajustado	23,96	23,71	28,68
PER	31,41	29,55	32,99
Rtab. Por Dividendo	2,0%	2,0%	1,8%

Fuente: Elaboración propia

Al observar la Figura 18, vemos cómo se ajustan a la baja los datos por acción de años anteriores, al aumentar el número de acciones; no hay cambios en los multiplicadores bursátiles ni en la capitalización bursátil. Parecería que el BPA se diluye al aumentar las acciones, pero esto no es verdad, el BPA no se diluye, se mantiene igual ya que no se captan más fondos propios, se trata de una ampliación de capital liberada. Ajustando la serie el año anterior, vemos que tenemos datos comparables de 0,76 euros por acción en 2013, pasando a ser 0,80 euros por acción en 2014 y a un BPA esperado en 2015 de 0,87 euros por acción, con lo que vemos como la empresa sigue creando valor. Como fue una ampliación liberada, los incrementos del BPA y dividendo por acción son constantes, ya que no se produce entrada de nuevos fondos en la empresa.

Históricamente, el PER de Inditex ha sido alto, lo cual puede hacer indicar que pueda soportar estos niveles altos de PER.

Al observar el dividendo por acción, vemos que con nuestros datos y ajustando el dividendo por acción de 2013, éste se mantiene, y de hecho esperamos que crezca un 8,3% en 2015, siendo en tal año la rentabilidad por dividendo menor, ya que el precio al que cotiza (28,68€:cotización de 30 de abril de 2015) es muy superior al precio de cierre del año 2014 (23,71€: cotización de 31 de diciembre de 2014).

6. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

6.1 Análisis de Estados Financieros (“Common Size” y “Tendencia”)

Figura 19. Análisis Common Size y de Tendencia de los Estados Financieros.

Miles €	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	2.374,2	2.966,2	3.257,7	3.913,0	3.926,0	4.103,1
% inc.	8,6	24,9	9,8	20,1	0,3	4,5
% ventas	21,4	23,7	23,6	24,5	23,5	22,6
EBIT	1.728,4	2.290,5	2.522,0	3.116,8	3.070,9	3.198,3
% inc.	7,5	32,5	10,1	23,6	-1,5	4,1
% ventas	15,6	18,3	18,3	19,5	18,4	17,7
BN grupo	1.314,4	1.731,8	1.932,3	2.360,8	2.377,1	2.500,6
% inc.	4,9	31,8	11,6	22,2	0,7	5,2
% ventas	11,9	13,8	14,0	14,8	14,2	13,8

Fuente: Elaboración propia mediante los datos anuales de Inditex

Para analizar los Estados Financieros de Inditex, se ha procedido a recoger los datos del Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias entre 2009 y 2014, disponibles en los informes anuales auditados de la compañía.

Pese a la crisis económica (2007-2014) y el deterioro del consumo privado, las ventas han experimentado un crecimiento a lo largo del periodo analizado. En consecuencia, el grupo Inditex cuenta con unos resultados, tanto a nivel de BN como de EBIT/EBITDA crecientes. Los menores beneficios se obtuvieron en 2005. Sin embargo, 2014 fue el año en el que los márgenes fueron los más elevados.

El mayor margen operativo (BN/ventas) se registró en 2012 ganando 14.800€ por unidad vendida. El incremento más elevado respecto al año anterior se sitúa en 2010, cuando comienza a repuntar la economía aunque decaerá el año siguiente. Asimismo, se observa el impacto de la crisis de 2008 en los bajos incrementos en los resultados de ese año.

Figura 20. Análisis Common Size y de Tendencia de las Proyecciones Financieras.

Miles €	2015e	2016e	2017e	CAGR (05-17e)
EBITDA	4.456,3	4.877,2	5.325,5	11,39%
% inc.	8,6	9,4	9,2	
% ventas	22,5	22,6	22,7	
EBIT	3.405,7	3.780,4	4.189,7	11,84%
% inc.	6,5	11,0	10,8	
% ventas	17,2	17,5	17,9	
BN grupo	2.646,7	2.942,4	3.264,5	12,4%

Fuente: Elaboración propia

A partir de las proyecciones realizadas para los próximos 3 años, debido al aumento del consumo privado en España, el nivel de ventas sigue aumentando. En 2017 se obtendrá la mayor cifra de beneficios (EBITDA, EBIT y BN) de todos los años analizados siendo las ventas registradas y el resultado financiero los más altos de 2005-2017.

Por tanto, el EBITDA de la compañía se espera que crezca desde 2009 hasta el 2017 a un 10,6% anual compuesto (CAGR)².

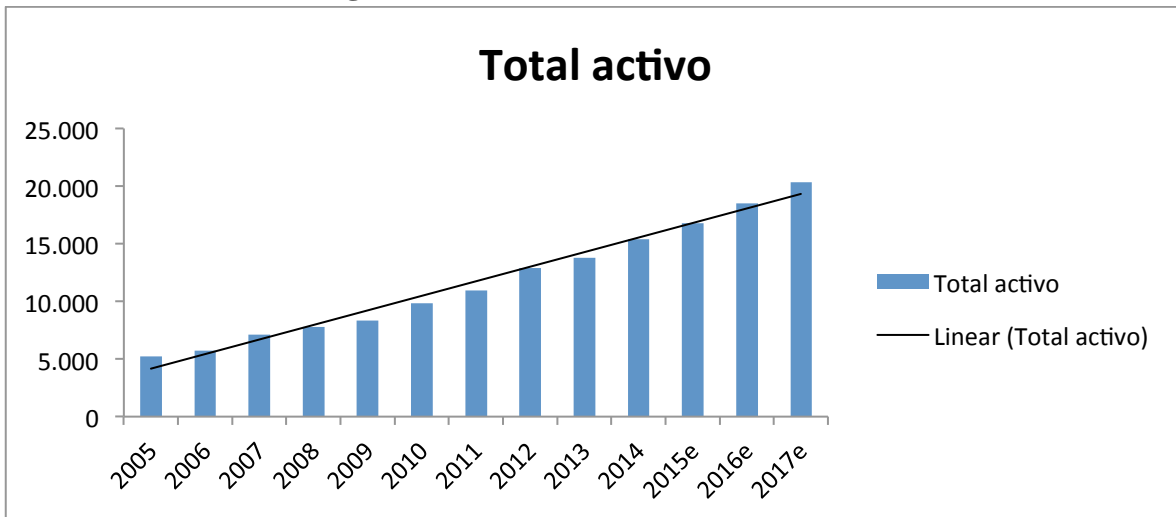
6.2 Análisis del Balance de Situación.

Tras llevar a cabo un análisis de los rendimientos en las PyG de Inditex, pasaremos al estudio de su Balance de situación que nos aportará una imagen “estática” del patrimonio de la empresa. Para analizar y relacionar las partidas que constituyen el Activo y el Pasivo Corriente, se llevará a cabo en el apartado siguiente (6.3) un análisis de los ratios de actividad. El activo no corriente se incrementará principalmente debido al aumento de las tiendas compradas por la compañía. De hecho, Inditex se caracteriza por realizar importantes inversiones inmobiliarias. Así mismo, los RRPP y el pasivo no corriente, a pesar de la disminución de DFN, aumentarán.

El activo total de Inditex ha crecido desde 2005 hasta 2014 a una tasa anual compuesta (CAGR) de un 12,8%, pasando de un activo total en 2005 de €5.203Mn hasta los €15.377Mn alcanzados en 2014, casi el triple. Haciendo referencia a las proyecciones calculadas en nuestros análisis para los años 2015, 2016 y 2017, se espera que para 2015 el activo total alcance los €16.778Mn, en 2016 los €18,484Mn y finalmente en 2017 alcance los €20.357Mn, lo que supondría casi cuadruplicar los valores del 2005. Este crecimiento es reflejo de las inversiones exitosas llevadas a cabo por Inditex con las que ha conseguido una expansión internacional que ha permitido a la compañía crecer a este ritmo durante los últimos años.

² CAGR: Compounded Annualized Growth Rate.

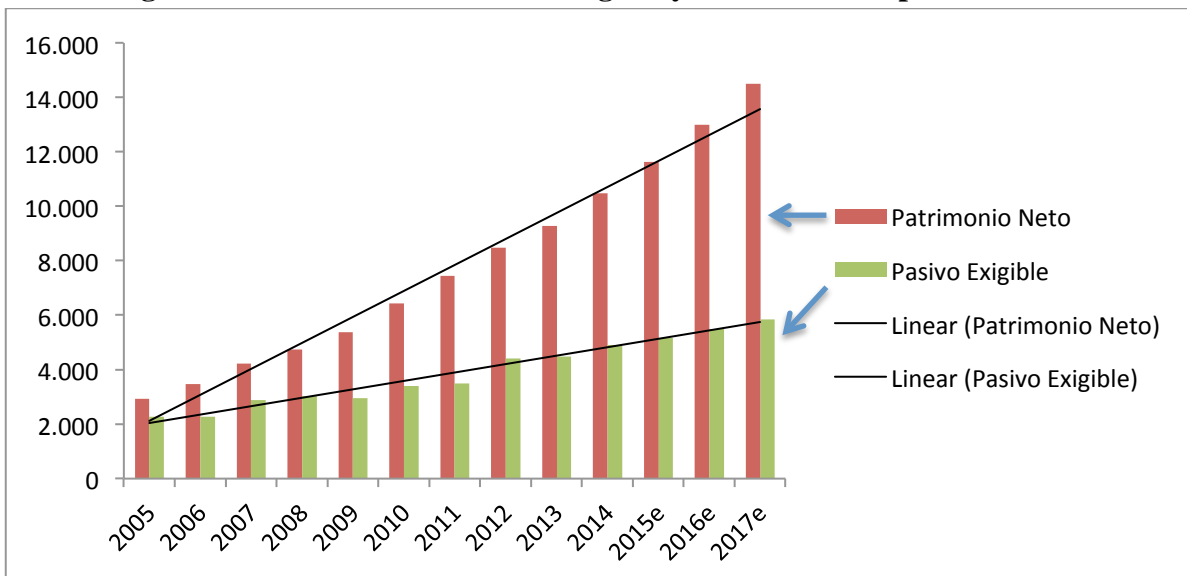
Figura 21. Evolución del Activo de Inditex.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Si analizamos la evolución del pasivo exigible y los fondos propios de la compañía, se puede observar como los fondos propios han crecido desde los €2.921Mn de 2005 hasta los €10.469Mn en 2014 a una tasa anual compuesta (CAGR) del 15,2%, lo que supone alrededor de cuatro veces las cifras de 2005. Por otro lado, el pasivo exigible ha crecido pero a menos ritmo, pasando de los €2.282Mn en 2005 hasta los €4.908Mn en 2014, a una tasa anual compuesta (CAGR) del 8,9%, llegando a duplicar los niveles de 2005. Por tanto, de este análisis se puede extraer que los fondos propios de la compañía han crecido a mayor ritmo que el pasivo exigible, lo que demuestra que la empresa está poco endeudada y requiere de un nivel bajo de deuda para su actividad, ya que genera tanta caja que es capaz de financiarse de forma autónoma.

Figura 22. Evolución del Pasivo Exigible y los Fondos Propios de Inditex.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

6.3 Análisis de ratios

A continuación se llevará a cabo un análisis de los ratios de Inditex siguiendo la línea de Buffet y Clark (2009), aportando la siguiente información:

- Significado
- Método de cálculo y unidad de medida
- Análisis de la tendencia teniendo en cuenta las proyecciones futuras

6.3.1 Ratios de Rentabilidad

Figura 23. Evolución de los Ratios de Rentabilidad de Inditex.

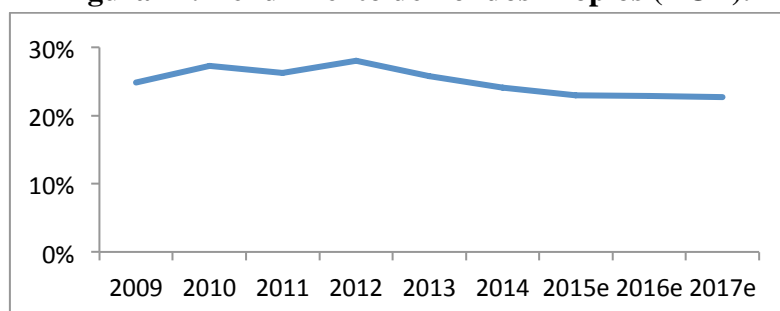
Ratios	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
ROE	25%	27%	26%	28%	26%	24%	23%	23%	23%
ROA	16%	18%	18%	18%	17%	16%	16%	16%	16%
ROCE (ROIC)	55,7%	72,8%	61,5%	67,9%	55,2%	47,5%	51,2%	55,4%	60,2%
Apalancamiento	1,56	1,54	1,48	1,53	1,49	1,47	1,45	1,43	1,41
Margen Operativo	12%	14%	14%	15%	14%	14%	13%	14%	14%
Rotación de Capital	1,33	1,27	1,26	1,24	1,22	1,18	1,18	1,17	1,15

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

ROE (Return on Equity)

- **Significado:** Es el rendimiento de los fondos propios o rentabilidad que corresponde a los accionistas. Se utiliza para medir el desempeño del management de la compañía. Hay que compararlo con el K_e , coste de los RRPP. Si $ROE > K_e$, la situación sería ideal, ya que la rentabilidad de los RRPP sería mayor que su coste.
- **Método de cálculo y unidad de medida:** Beneficio atribuible/RRPP, (%).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuenta las proyecciones futuras:** El mayor ROE lo encontramos en 2012 donde la rentabilidad para los accionistas fue de un 28%. Se observa un ROE decreciente debido a que el beneficio del grupo ha crecido en menor medida que los RRPP.

Figura 24. Rendimiento de Fondos Propios (ROE).

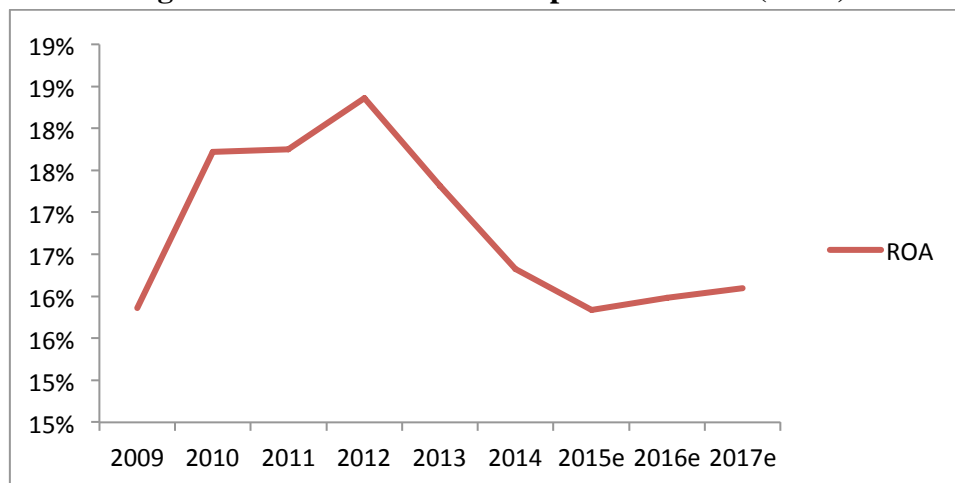


Fuente: Elaboración propia.

ROA (Return on Assets)

- **Significado:** Es el rendimiento del capital invertido, rentabilidad que le corresponde a todos los proveedores de capital. Mide el rendimiento de los activos en (%).
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** BN/Activos Totales, (%).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Los mayores valores se registraron de 2010-2012 con un rendimiento del activo del 18%.

Figura 25. Rendimiento del Capital Invertido (ROA).

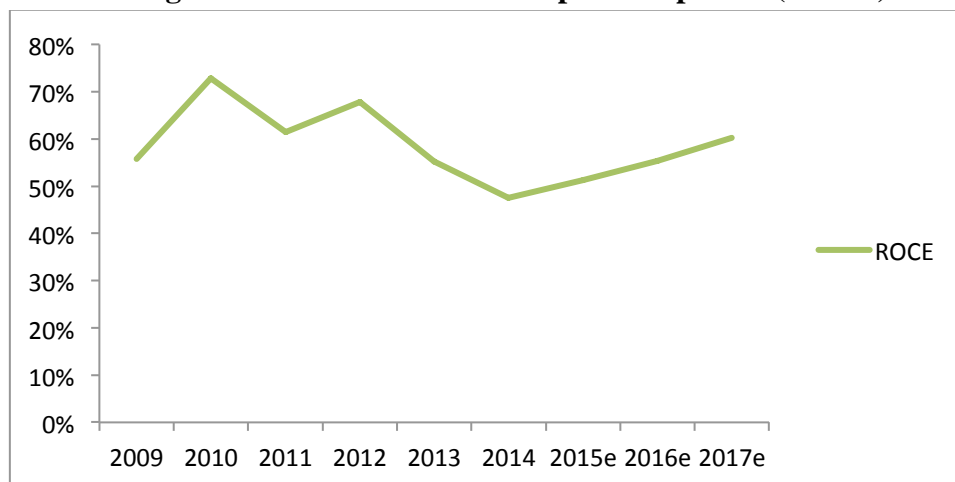


Fuente: Elaboración propia.

ROCE (Rentabilidad del capital empleado)

- **Significado:** Mide lo rentable que es mi negocio. Hay que compararlo con el wacc o coste de capital. Lo ideal es que $ROCE > wacc$.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** NOPAT/Cap. Empleado, (%).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** En 2010 encontramos la mayor rentabilidad del negocio.

Figura 26. Rendimiento del Capital Empleado (ROCE).



Fuente: Elaboración propia

Apalancamiento

- **Significado:** Número de unidades monetarias de activos que se han conseguido por cada unidad monetaria de patrimonio. Indica la parte de los recursos de la empresa financiados por terceros.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Act.totales/RRPP, (veces).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** En 2009 encontramos que por cada € de patrimonio neto se han conseguido 1,56 € de activos. El ratio cuenta con unos valores decrecientes debido a que los recursos de Inditex financiados por cuenta ajena son cada vez menores, lo que implica que el riesgo financiero es también menor.

Margen Operativo

- **Significado:** Informa sobre el beneficio neto que consigue una empresa por cada unidad monetaria vendida.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** BN/ Ventas, (%).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** El mayor valor obtenido en 2012 representa que se obtuvo un B° operativo de 150 € por cada ud. vendida. Desde 2010 el margen es prácticamente constante.

Rotación de capital

- **Significado:** Mide el número de veces que los ingresos por ventas cubren las inversiones (activo total) de la empresa.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Ventas/ Activos Totales, (veces).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** En 2009 los ingresos de ventas cubrieron 1,33 veces las inversiones de la compañía. A partir de este año la tendencia es decreciente porque aunque aumentan las ventas, como hemos comentado anteriormente, las inversiones en inmovilizado material de Inditex también aumentan.

6.3.2 Ratios de Actividad

Figura 27. Evolución de los Ratios de Actividad de Inditex.

Ratios	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Rotación de inventarios	4,79	4,20	4,39	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06
Días de venta en el inventario	76	87	83	90	90	90	90	90	90
Rotación de clientes	26,28	26,00	25,97	18,81	20,52	21,02	21,02	21,02	21,02
Días de cobro	14	14	14	19	18	17	17	17	17
Rotación de proveedores	2,23	2,16	2,29	2,07	2,07	2,2	2,2	2,19	2,19
Días pago	164	168	159	176	176	166	166	166	166
Rotación de las NOF	-8,70	-8,52	-9,77	-9,95	-10,49	-10,67	-11,19	-11,68	-12,16
Rotación de activos fijos	1,62	1,61	1,57	1,60	1,50	1,44	1,42	1,40	1,38
Rotación activos totales	1,33	1,20	1,19	1,18	1,16	1,13	1,14	1,13	1,12

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Rotación de inventarios

- **Significado:** Número de veces que se hace rotar el inventario por año. A mayor rotación más corto es el ciclo de explotación y menos dinero para mantenimiento y almacenaje, expresa la velocidad con la que se consumen las mercancías almacenadas (habría que tener cuidado con la ruptura de stocks).
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** CMV/Existencias, (veces).

Días de ventas en el inventario

- **Significado:** Mide el número de días que permanecen las mercancías en almacén.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** 365/Rotación Inventarios, (días).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Este ratio ha empeorado desde 2009, año en el que el inventario rotaba 4,79 veces por cada 77 días. A partir de 2012 rotará aproximadamente 4 veces por cada 90 días.

Rotación de clientes

- **Significado:** Expresa el número de veces que por término medio se han cobrado las deudas de los clientes en un ejercicio económico.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Ventas/Clientes, (veces).

Días de cobro

- **Significado:** Número de días que se tarda en cobrar a los clientes.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** 365/Rot. Clientes, (días).

- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Nuevamente encontramos que en 2009 “se cobraban más rápido” los derechos de cobro contraídos con clientes. De hecho, cada 14 días se renovaban 27 veces las cuentas con clientes.

Rotación de proveedores

- **Significado:** Número de veces que se han renovado las cuentas a pagar en el año x.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Compras/Clientes, (veces).

Días de pago

- **Significado:** Mide el número de días que se tarda en pagar a los proveedores.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** 365/Rot. Proveedores, (días).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** 2011 fue el año de la muestra que más rápido se pagaban a los proveedores.

Rotación de las NOF

- **Significado:** Número de veces que se han renovado las NOF en el año x.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Ventas/NOF, (veces).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** En este caso las NOF son negativas lo que implica que las existencias junto con las cuentas a cobrar de Inditex son menores que sus cuentas a pagar. Este caso es típico de empresas, principalmente de servicios, cuyas ventas se realizan al contado.

Rotación de activos fijos

- **Significado:** Indica la eficiencia en la utilización de inmovilizado de la empresa, si es baja, el activo fijo está sobredimensionado para la actividad, excepto en casos en los que la empresa esté en proyectos nuevos que requieran inversiones en inmovilizado. Indica, por tanto, la productividad del activo fijo. Relaciona en unidades monetarias las ventas por activo fijo.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Ventas/Act. Fijos netos, (veces).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** El mejor valor se obtiene en 2009 ya que se maximizan las ventas con el mínimo activo fijo posible.

Rotación de activos totales

- **Significado:** Indica la productividad del activo. Relaciona en unidades monetarias las ventas por activo total.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Ventas/Act. Totales, (veces).
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Se constata que desde 2009 existe una tendencia decreciente en la eficiencia de utilización de los activos totales.

6.3.3 Ratios de Liquidez

Figura 28. Evolución de los Ratios de Liquidez de Inditex.

Ratios	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ratio Liquidez	1,71	1,94	2,01	1,92	1,95	1,90	2,06	2,23	2,41
Prueba ácida	1,28	1,49	1,54	1,46	1,47	1,40	1,55	1,72	1,90
Ratio liquidez inmediata	1,05	1,28	1,28	1,10	1,11	1,01	1,26	1,44	1,62
NOF sobre activos totales	-0,15	-0,14	-0,12	-0,12	-0,11	-0,11	-0,10	-0,10	-0,09
Fondo de maniobra	1.638,84	2.527,41	2.731,73	3.199,58	3.302,67	3.357,13	4.213,60	5.324,89	6.621,05
Intervalo de confianza	182,09	213,25	201,61	217,66	205,83	200,04	211,19	228,89	247,49

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

Ratio de liquidez

- **Significado:** Expresa la capacidad del activo circulante (existencias, clientes y tesorería) para atender las deudas a corto plazo (proveedores, acreedores,...) a mayor ratio de liquidez, menor riesgo a corto plazo, si es mayor que 1 implica que el fondo de maniobra es positivo. Por tanto, Representa (en %) la parte del pasivo corriente respaldada por AC.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** AC/PC.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Como podemos observar a partir de los datos de la tabla anterior la capacidad de Inditex para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo es positiva aumentando consistentemente a partir de 2014.

Prueba ácida

- **Significado:** Expresa la capacidad de la empresa para atender las deudas a corto plazo (teniendo en cuenta los activos más líquidos). Lo ideal es que sea cercano a la unidad, para que no haya pérdida de rentabilidad (>1) ni peligro de suspensión de pagos (<1).
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** AC-Inventario/PC.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Al igual que en el caso anterior, Inditex tiene capacidad suficiente para cubrir su PC con su AC, incluso prescindiendo de los inventarios.

Ratio de liquidez inmediata

- **Significado:** Expresa la capacidad que tiene la empresa de atender las deudas a corto plazo únicamente con su caja disponible, el activo más líquido en balance.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Caja/PC.

- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Inditex tiene una capacidad creciente de cubrir sus obligaciones a corto únicamente con su efectivo.

NOF sobre activos totales

- **Significado:** Parte (en %) de las Necesidades Operativas de Financiación soportadas por los activos totales.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** NOF/Act. Totales.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Se puede observar cómo ha disminuido pasando de un 15% en 2009, a un 9% esperado para 2017.

Fondo de maniobra

- **Significado:** Parte del activo circulante (en €) financiada con pasivo permanente. Mide la capacidad de una empresa de continuar con sus actividades a corto plazo.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** AC-PC
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Inditex cuenta con un FM positivo durante todo el período lo que quiere decir que no existe riesgo de interrumpir su actividad por razones operativas en un plazo de un año o inferior. P.e, en 2017, 6621,05 € de AC serán financiados con RRPP y Recursos Ajenos a largo plazo.

Intervalo de confianza

- **Significado:** Número de veces que los AC pueden cubrir los costes operativos medios diarios.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** AC/Costes operativos medios diarios.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** La capacidad de la compañía para cubrirlos es elevada y creciente. P.e, en 2017 el AC superará en 247,49 veces estos costes.

6.3.4 Ratios de Solvencia

Figura 29. Evolución de los Ratios de Solvencia de Inditex.

Ratios	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ratio de solvencia	0,36	0,35	0,32	0,34	0,33	0,32	0,31	0,30	0,29
Ratio de endeudamiento	0,556	0,533	0,473	0,522	0,484	0,471	0,445	0,425	0,406
Multiplicador financiero	1,56	1,54	1,48	1,53	1,49	1,47	1,45	1,43	1,41
EBIT/GF	457,00	73,61	68,15	220,60	-168,90	113,57	118,59	100,16	90,29
EBITDA/GF	627,76	95,33	88,03	276,95	-215,93	145,70	155,17	129,22	114,76

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos anuales de Inditex.

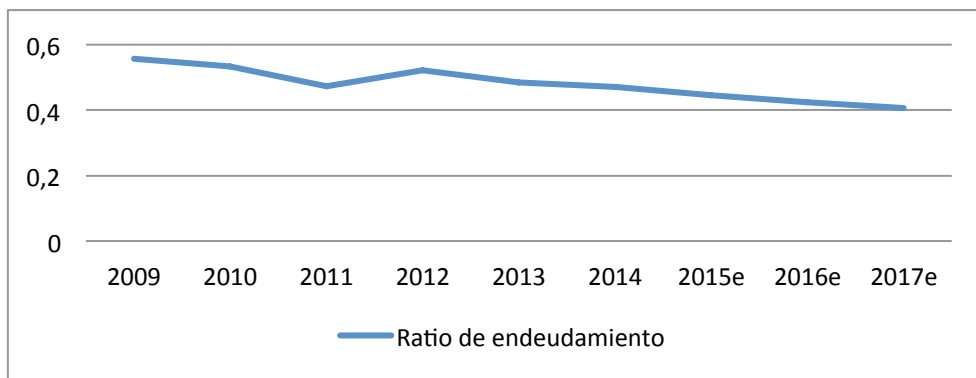
Ratio de solvencia

- **Significado:** Expresa la cantidad de recursos ajenos que emplea una empresa para financiar su actividad y sus inversiones, representa el % de deuda sobre el total de recursos.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Deuda/Act. Totales.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** El valor del ratio ha disminuido durante el periodo debido a que el aumento de los activos es superior al aumento de la deuda, lo que significa que el riesgo de quiebra de Inditex es cada vez menor.

Ratio de endeudamiento

- **Significado:** Expresa la cantidad de deuda por unidad monetaria de fondos propios. Si es menor que 1, implica estabilidad financiera, es bueno cierto grado de endeudamiento en momentos de expansión para compensar los intereses. Por tanto, mide el número de veces en que la deuda es superior a los RRPP.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Deuda/RRPP.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Según los resultados obtenidos, la empresa se financia cada vez menos con deuda a corto o largo plazo.

Figura 30. Evolución del Ratio de Endeudamiento.



Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

Multiplicador financiero

- **Significado:** Coincide con el apalancamiento desde el punto de vista de la identidad “ajustada” de Dupont.
- **Métodos de cálculo y unidad de medida:** Act. Totales/RRPP.
- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** Se observa cómo el multiplicador financiero permanece en niveles de entorno al 1,5 y 1,4 veces.

EBIT/GF: mide por cada € de intereses que cantidad de efectivo que se genera (en €) proviene del resultado de explotación.

EBITDA/GF: mide por cada € de intereses que cantidad de efectivo que se genera (en €) proviene del resultado operativo antes de amortizaciones, intereses e impuestos.

- **Análisis de la tendencia teniendo en cuentas las proyecciones futuras:** En ambos casos encontramos que el valor de 2012 es negativo porque los gastos financieros de ese año son < 0.

Como se puede observar en la Figura 29, tanto el ratio EBIT/GF como el EBITDA/GF son considerablemente altos, lo que viene a indicar que los beneficios empresariales cubren con amplitud los gastos financieros derivados de la deuda financiera de la que dispone la compañía. Por tanto, la compañía puede hacer frente al pago de intereses y a la devolución de deuda sin ningún tipo de problema.

7. PROYECCIONES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS³

Para poder llevar a cabo una correcta valoración de la empresa, necesitamos realizar una serie de proyecciones sobre las principales figuras financieras de Inditex. Para estas proyecciones futuras se han utilizado como base las cifras históricas desde 2005 hasta 2014.

7.1 Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias:

7.1.1 Ventas

Las proyecciones de ventas se han realizado en función del número de tiendas que el grupo estima abrir en los próximos periodos y en relación al número medio de ventas por tiendas. Dado que sobre este último dato hay una gran influencia del Consumo Privado, se ha llevado a cabo una regresión partiendo de los datos históricos y de las proyecciones de este dato según el *Eurostat* para establecer las estimaciones futuras. Con esta relación, el resultado ha sido el siguiente:

Figura 31. Datos Históricos & Proyecciones de ventas.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Proyecciones													
Ventas	6.740,8	8.196,3	9.434,7	10.407,0	11.083,5	12.526,6	13.792,6	15.946,1	16.724,4	18.116,5	19.809,6	21.577,4	23.450,3
% inc.	21,6	15,1	10,3	6,5	13,0	10,1	15,6	4,9	8,3	9,3	8,9	8,7	8,7
Nº tiendas	2.692,0	3.131,0	3.691,0	4.264,0	4.607,0	5.044,0	5.527,0	6.009,0	6.340,0	6.683,0	7.023,0	7.363,0	7.703,0
Nuevas tiendas	439	560	573	343	437	483	482	331	343	340	340	340	340
Tiendas medias	2.692,0	2.912	3.411	3.978	4.436	4.826	5.286	5.768	6.175	6.512	6.853	7.193	7.533
Venta media por tienda	2,50	2,82	2,77	2,62	2,50	2,60	2,61	2,76	2,71	2,78	2,89	3,00	3,11
% inc.	12,4	-1,7	-5,4	-4,5	3,9	0,5	5,9	-2,0	2,7	3,9	3,8	3,8	3,8
Consumo privado España	4,2	3,9	3,7	-0,6	-4,3	0,7	0,0	-0,7	0,2	2,3	2,7	2,6	2,6
									Alfa	0,61			
									Beta	1,22			

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

7.1.2 Coste de Ventas (CMV)

Estas cifras se han establecido en función del porcentaje histórico que han representado sobre las ventas totales. De esta forma, y manteniendo el último porcentaje de las Cuentas Anuales publicadas, se ha estimado este coste para los años 2015 a 2017.

7.1.3 Gastos

Se ha considerado importante hacer una distinción de los gastos de explotación entre los generales, gastos de personal y otras pérdidas. Los primeros se han establecido mediante una relación de las ventas y el porcentaje histórico que han representado respecto a las mismas. Los segundos se han establecido, una vez más, en función del número de establecimientos que el grupo espera abrir en los próximos ejercicios, y según el número histórico de

³ Se han incluido en los anexos de este documento los documentos con las proyecciones explicadas para una visualización más global.

empleados por tienda. Se ha tenido en cuenta un crecimiento del coste en función del IPC, debido a la relación que este coste mantiene con el salario. Y por último, las otras pérdidas, al no tener suficiente información para estimar de manera más precisa, se han asumido constantes al dato del año 2014.

Figura 32. Datos Históricos & Proyecciones de Gastos Operativos.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gastos de personal	-1.036,6	-1.250,8	-1.472,9	-1.703,2	-1.791,6	-2.009,4	-2.234,2	-2.547,7	-2.697,7	-2.933,2	-3.182,8	-3.444,3	-3.719,0
% inc.		20,7	17,8	15,6	5,2	12,2	11,2	14,0	5,9	8,7	8,5	8,2	8,0
Empleados	58.190	69.240	79.517	89.112	92.301	100.138	109.512	120.314	128.313	136.716	145.224	153.900	162.746
Empleados medios	58.190	63715	74378,5	84314,5	90706,5	96219,5	104825	114913	124313,5	132.515	140.970	149.562	158.323
Coste medio por empleado	-0,018	-0,020	-0,020	-0,020	-0,020	-0,021	-0,021	-0,022	-0,022	-0,022	-0,023	-0,023	-0,023
% inc.		10,2	0,9	2,0	-2,2	5,7	2,1	4,0	-2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Empleados por tienda	21,6	22,1	21,5	20,9	20,0	19,9	19,8	20,0	20,2	20,5	20,7	20,9	21,1
% inc.		2,3	-2,6	-3,0	-4,1	-0,9	-0,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Nuevos empleados		11.050	10.277	9.595	3.189	7.837	9.374	10.802	7.999				
Nuevas tiendas		439,0	560,0	573,0	343,0	437,0	483,0	482,0	331,0				
Empleados nuevos por tienda nueva		25,2	18,4	16,7	9,3	17,9	19,4	22,4	24,2				

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

7.1.4 Amortizaciones

El gasto correspondiente a la amortización se ha establecido en función de la inversión en inmovilizado (CAPEX) que el grupo ha anunciado que realizará el próximo ejercicio. Se ha mantenido la misma cifra para los años siguientes en nuestras estimaciones. Por tanto, se ha asumido que la tasa de amortización sobre el inmovilizado de 2014 se mantiene constante en 15,4%.

Figura 33. Datos Históricos & Proyecciones de Amortizaciones.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Inmovilizado	2.844	3.270	3.710	3.999	3.840	3.970	4.697	5.358	5.863	6.806	7.105,7	7.358,9	7.573,1
Inmovilizado material	2.410	2.789	3.182	3.442	3.294	3.397	4.063	4.662	5.138	6.041			
Propiedad de inversión	14	12	9	8	13	17	20	83	83	81			
Derechos sobre locales arrendados	411	454	505	531	514	526	500	487	509	531			
Otros activos intangibles	9	15	13	16	19	29	114	125	133	153			
Amz	-365,7	-433,4	-496,7	-578,3	-645,8	-675,7	-735,7	-796,1	-855,1	-904,9	-1.050,5	-1.096,7	-1.135,8
Tasa de amortización		-15,2%	-15,2%	-15,6%	-16,2%	-17,6%	-18,5%	-16,9%	-16,0%	-15,4%	-15,4%	-15,4%	-15,4%
Capex	702,0	783,0	850,0	852,0	509,0	753,0	898,3	676,3	793,1	1.279,7	1.350,0	1.350,0	1.350,0
Capex por nueva tienda		1,8	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	1,4	2,4				

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

7.1.5 Tasa Impositiva

La tasa impositiva empleada para el cálculo de la cantidad final de impuesto que el grupo deberá pagar a la Hacienda Pública, se ha estimado en función de la tasa resultante de una regla de tres según el importe pagado en el último ejercicio respecto al Beneficio Antes de Impuestos obtenido. Se emplea esta tasa y no la oficial para conocer el verdadero porcentaje pagado, pues las deducciones fiscales y otras causas provocan que la tasa final difiera de la establecida. Esta tasa fue de un 22,6%, por lo que se ha considerado correcta mantenerla para nuestras proyecciones.

7.1.6 Dividendos

Los dividendos se han establecido de manera similar a la Tasa Impositiva. Ya que el importe final de dividendos repartidos depende del *payout* (porcentaje del beneficio neto a repartir en dividendos), se ha considerado correcto el uso del mismo porcentaje del último ejercicio para las proyecciones. Este porcentaje ha sido establecido en un 60% y mantenido para las estimaciones.

7.2 Proyecciones del Balance de Situación:

7.2.1 Activo Fijo e Inversiones (CAPEX)

Como ya se ha comentado y adjuntado en las proyecciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Punto 5.1.4 *Amortizaciones*), la inversión en activo fijo se ha establecido según el dato publicado por el grupo y sus expectativas de gasto en inmovilizado para el próximo ejercicio.

7.2.2 Otros Activos Fijos

Para las partidas como Fondo de Comercio, Inversiones Financieras, Activos por Impuesto Diferido y Otros, se ha considerado razonable el uso de la misma cifra que en las últimas Cuentas Anuales publicadas por el grupo.

Figura 34. Datos Históricos & Proyecciones de Activos Fijos.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Activos no corrientes	3.156,3	3.593,8	4.124,0	4.512,605	4.391,6	4.623,6	5.521,9	6.198,2	6.991,3	8.271,0	8.570,5	8.823,8	9.038,0
Inmovilizado material	2.410,0	2.788,8	3.182,1	3.442,321	3.293,5	3.397,1	4.063,1	4.662,4	5.137,6	6.040,6	7.105,7	7.358,9	7.573,1
Propiedad de inversión	14,2	11,9	9,5	8,455	13,3	17,4	19,8	82,6	82,8	81,5			
Derechos sobre locales arrendados	410,7	454,2	504,6	531,468	514,2	526,3	500,0	487,5	508,9	531,1			
Otros activos intangibles	9,3	15,2	13,3	16,476	19,1	29,4	114,1	125,3	133,4	153,0			
Fondo de comercio	79,1	99,0	125,6	131,685	131,7	131,7	218,1	207,1	203,5	197,9	197,9	197,9	197,9
Inversiones financieras	61,0	33,4	36,2	14,416	15,4	8,9	9,5	4,0	20,6	151,3	151,3	151,3	151,3
Inversiones en empresas asociadas	7,0	4,4											
Activos por impuestos diferidos	77,7	88,9	133,0	203,1	234,2	299,4	356,4	382,6	529,7	643,6	643,6	643,6	643,6
Otros	87,2	98,1	119,7	164,7	170,3	213,4	240,9	246,8	374,9	472,1	472,1	472,1	472,1

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

7.2.3 Activos Corrientes

Respecto a las partidas de Activos por impuestos y Otros activos corrientes, el criterio de las proyecciones ha sido el mismo que para las partidas del punto anterior (5.2.2 *Otros Activos*).

La partida de Existencias se ha proyectado con el cálculo de Rotación de Existencias. Multiplicando las existencias del ejercicio anterior por el Coste de Ventas de ese mismo ejercicio y dividiéndolo por el coste de ventas esperado para este año.

La misma relación se ha llevado a cabo entre los deudores del año anterior y las ventas para el cálculo de los deudores esperados. De esta forma, la partida de Tesorería se ha obtenido por diferencia entre el total de Pasivo y Patrimonio menos el total de Activo No Corriente y el resto de partidas de este grupo.

Figura 35. Datos Históricos & Proyecciones de Activos Corrientes.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Activos corrientes	2.046,6	2.148,3	2.981,6	3.264,041	3.943,795	5.202,512	5.437,289	6.692,150	6.764,961	7.105,954	8.207,043	9.660,609	11.319,432
Efectivo y equivalentes	988,4	906,1	1.465,8	1.466,291	2.420,1	3.433,5	3.466,8	3.842,9	3.846,7	3.797,9	5.035,9	6.223,9	7.601,4
Inversiones financieras temporales								260,6	212,9	222,3			
Deudores	327,3	363,6	463,7	585,311	421,8	481,8	531,0	847,6	815	862	942	1.026	1.116
Existencias	684,4	823,9	1.007,2	1.054,840	992,6	1.214,6	1.277,0	1.581,3	1.677	1.860	2.033	2.215	2.407
Otros activos financieros							50,7	7,8	13	169			
Activos por impuestos	30,6	20,9	1,7	15,342	15,7	17,0	17,2	58,9	96	68	68	68	68
Otros activos corrientes	15,9	33,8	43,1	142,257	93,7	55,6	94,6	92,9	105	127	127	127	127

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

7.2.4 Pasivos

Para las proyecciones de los pasivos se ha considerado mantener las cifras obtenidas en las últimas Cuentas Anuales del grupo. Sin embargo, para el cálculo de los Acreedores se ha realizado un cálculo mediante la relación de los Acreedores del ejercicio anterior por las ventas esperadas y entre las ventas obtenidas ese mismo ejercicio anterior.

Figura 36. Datos Históricos & Proyecciones del Pasivo Exigible.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pasivos corrientes	1.850,8	1.884,7	2.458,1	2.390,8	2.305,0	2.674,9	2.702,8	3.485,1	3.462,3	3.748,8	3.993,4	4.335,7	4.698,4
Acreedores	1.509,5	1.618,8	1.975,3	2.073,141	2.103,0	2.458,9	2.475,1	3.243,3	3.332,5	3.507,9	3.835,7	4.178,0	4.540,6
Deuda financiera	209,2	145,1	371,3	234,037	35,1	2,7	0,7	2,4	2,5	7,8	7,8	7,8	7,8
Otros pasivos financieros							22,9	73,9	38,3	83,2			
Pasivos por impuestos	132,1	120,8	111,5	83,670	166,9	213,4	204,1	165,4	89,0	149,9	149,9	149,9	149,9
Pasivos no corrientes	431,2	386,8	430,5	637,198	659,9	728,0	800,8	923,4	1.015,6	1.159,5	1.159,5	1.159,5	1.159,5
Deuda financiera	76,1	47,3	42,4	13,241	5,0	4,2	1,5	4,3	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Pasivos por impuestos diferidos	106,7	104,3	111,0	213,847	172,9	172,6	182,5	191,7	217,3	240,8	240,8	240,8	240,8
Provisiones	42,0	45,1	47,7	101,820	127,1	156,6	147,3	144,3	147,8	200,6	200,6	200,6	200,6
Otros pasivos a largo plazo	206,4	190,1	229,5	308,290	355,0	394,6	469,4	583,1	648,4	715,8	715,8	715,8	715,8

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

7.2.5 Patrimonio Neto

Para obtener unas estimaciones sobre los recursos propios del grupo y de los socios minoritarios se ha realizado un cálculo desde los recursos propios del año anterior y añadiendo las partidas de Beneficio Neto, Dividendos, y Ajustes relevantes. De esta forma se ha obtenido una estimación del Patrimonio Neto correspondiente a Inditex y a los Minoritarios.

Figura 37. Datos Históricos & Proyecciones del Patrimonio Neto.

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Recursos propios													
Recursos propios iniciales	2.376,1	2.898,9	3.448,4	4.193,1	4.721,7	5.329,2	6.386,2	7.414,8	8.445,9	9.246,2	10.430,7	11.577,0	12.931,4
+ Beneficio grupo	803,2	1.001,5	1.250,3	1.253,5	1.314,4	1.731,8	1.932,3	2.360,8	2.377,1	2.500,6	2.646,7	2.942,4	3.264,5
- Dividendos	-298,1	-417,6	-521,6	-656,7	-654,5	-747,0	-997,2	-1.122,0	-1.371,0	-1.507,0	-1.500,4	-1.588,0	-1.765,5
+/- Ajustes de valoración													
+/- Ajustes	17,7	-34,4	16,1	-68,1	-52,4	72,2	93,49	0,00	0,00				
+/- ampliación o reducción de capital													
Recursos propios finales	2.898,9	3.448,4	4.193,1	4.721,7	5.329,2	6.386,2	7.414,8	8.653,6	9.452,0	10.239,9	11.577,0	12.931,4	14.430,4
Recursos propios balance	2.898,9	3.448,4	4.193,1	4.721,7	5.329,2	6.386,2	7.414,8	8.445,9	9.246,2	10.430,7			

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

8. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

8.1 Valoración por métodos basados en el balance (Valor Patrimonial)

El valor patrimonial de Inditex, es el valor que figura en su balance como su patrimonio neto, es decir, capital, reservas y resultados del ejercicio. Debido a la igualdad que debe existir entre activo y pasivo, se puede calcular también como diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

$$\text{Valor Patrimonial} = \text{Patrimonio neto}$$

$$\text{Valor Patrimonial} = \text{Activo total} - \text{Pasivo exigible}$$

Inditex salió a bolsa en el año 2001, por lo que se comparará el valor de su patrimonio neto por acción desde 2001 con su cotización al final de cada año hasta el cierre de 2014, puesto que 2015 no ha finalizado aún. Debemos tener en cuenta también el split realizado en 2014 que aumentó el número de acciones de 623,33 millones a 2493,32. Por tanto, el CAGR calculado corresponde, para no distorsionar el análisis a los años comprendidos entre 2001 y 2013.

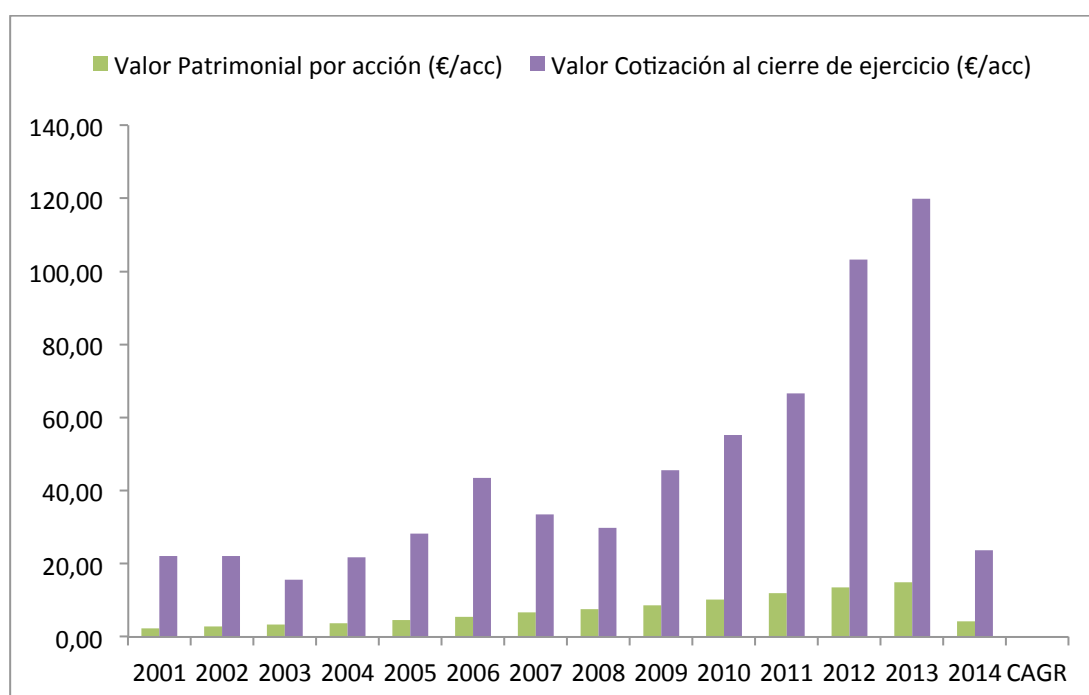
Figura 38. Evolución del Valor Patrimonial vs. Valor de Cotización de Inditex.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
Patrimonio Neto (Mill.)	1.486	1.761	2.106	2.393	2.921	3.471	4.217	4.749	5.371	6.423	7.456	8.482	9.278	10.469	
Número de acciones	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	2493	
Valor Patrimonial por acción (€/acc)	2,38	2,83	3,38	3,84	4,69	5,57	6,77	7,62	8,62	10,30	11,96	13,61	14,89	4,20	16,5%
Valor Cotización al cierre de ejercicio (€/acc)	22,13	22,18	15,66	21,72	28,27	43,47	33,5	29,9	45,64	55,19	66,7	103,2	119,8	23,7	15,1%

Fuente: Elaboración Propia, Invertia.

Si observamos la evolución del valor patrimonial por acción y la cotización de Inditex, se puede observar como presentan valores muy diferentes, siendo el valor de cotización mayor que el valor patrimonial debido a que incluyen las perspectivas de los inversores y de esta forma incluye el sentimiento del mercado. De hecho, desde 2001 hasta 2014, el valor de cotización ha cotizado a un valor de 6 veces de media mayor que el valor patrimonial por acción, siendo máximo en 2001 y 2013. Por tanto, se constata la afirmación de Pablo Fernández (2004b) de que el valor patrimonial muy raramente coincide con su valor de cotización.

Figura 39. Diferencias anuales entre Valor de Cotización y Valor Contable por Acción.



Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

Sin embargo, como se observa la Figura 39, la evolución de la cotización ha presentado un rendimiento anual compuesto similar a la evolución del valor patrimonial en sí, puesto que el valor patrimonial por acción de Inditex desde 2001 hasta 2013 ha crecido un 16,5% anual y el valor de cotización lo ha hecho a un 15,1%. Donde la diferencia entre ambos valores se ha hecho máxima en los años de 2012 y 2013. Se observa, por tanto, cómo Inditex cotiza a un valor superior a su valor patrimonial.

8.2 Valoración por métodos basados en múltiplos

La valoración por múltiplos comparables, al contrario que la valoración por descuento de flujos de caja, no busca obtener el valor intrínseco de la compañía, sino valorar una empresa para calcular su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de las compañías comparables.

Dentro de la valoración por múltiplos encontramos dos tipos de múltiplos:

- *Múltiplos de cotización:* Estima el valor de una compañía a través del valor de empresas comparables que cotizan en bolsa. Con el uso de este método de valoración se compara el valor asignado a nuestra compañía con el valor de activos similares o análogos en el mercado, denominados “comparables”. Es por esto que se considera este método una valoración relativa, es decir, en comparación con el mercado.
- *Múltiplos de Transacciones:* Trata de analizar los precios pagados en transacciones similares pasadas, para obtener una aproximación al precio que se pagaría por la compañía.

En esta valoración, se procederá a realizar un análisis de los múltiplos de cotización, en comparación con la media del sector de los múltiplos de las compañías comparables.

Entre otras ventajas, esta técnica nos brinda la estimación de si una empresa está sobre o infravalorada, además de su rapidez de cálculo, facilidad de explicación a terceros y refleja en todo momento el sentimiento de mercado. Aunque este método también tiene sus desventajas, de las cuales podríamos destacar la dificultad a la hora encontrar empresas 100% comparables puesto que no hay dos empresas iguales, facilidad de manipulación de los resultados (se podría utilizar los múltiplos que más convengan o introducir en el cálculo empresas que no son del todo comparables), sigue la euforia del mercado y no tiene en cuenta los diferentes métodos contables entre compañías o diferentes criterios contables según la normativa del país.

A la hora de analizar las potenciales empresas comparables y obtener una primera aproximación, se ha llevado a cabo una búsqueda de empresas del sector textil que siguieran los siguientes requisitos:

- Deben ser compañías cotizadas.
- Cuya actividad sea la misma que la empresa a analizar (sector textil).
- Que tengan un tamaño de negocio similar, unas perspectivas de crecimiento parecidas y que ofrezcan rentabilidades similares.
- Que dispongan de una posición competitiva similar.

Teniendo en cuenta todos estos requisitos, se ha llegado a elegir como comparables por similitud con el Grupo Inditex a:

- I. Hennes & Mauritz (H&M)
- II. N Brown Group
- III. Next
- IV. Sport Direct Internacional

Hennes & Mauritz (H&M) es la compañía más comparable debido a su similitud en cuanto a tamaño de negocio, presencia internacional y perspectivas de crecimiento. Cabe decir, sin embargo, que la política de H&M, es de alquilar los locales donde localiza sus tiendas, mientras que Inditex tiene una política de compra de locales, lo que provoca que el EBITDA de Inditex sea mayor que el de H&M, puesto que para Inditex el gasto por amortizaciones está después del EBITDA y el gasto de alquileres antes. Como solución, se podría comparar con el EBITDAR.

Con el uso de estas compañías y sus datos históricos se ha podido establecer distintas cifras para el sector textil, que nos servirán más adelante.

8.2.1 Cálculo de múltiplos de Inditex.

Como Inditex se trata de una compañía cotizada, se puede obtener directamente los múltiplos de cotización. Sabiendo esto, podemos pasar ahora al cálculo de distintos ratios que nos ayudarán en la valoración.

PER: es el múltiplo más común y utilizado. Consiste en dividir el precio de la acción entre los beneficios generados por la compañía. Se puede interpretar el PER como una medida de calidad y aprecio que los inversores tienen sobre los beneficios reportados basados en términos de crecimiento, rentabilidad y riesgo.

Figura 40. Evolución y Proyecciones del PER de Inditex.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
PER	24,93	28,53	30,66	30,33	43,70	45,99	51,29	51,00	50,35
Precio/acc	5,98	9,13	11,04	13,34	21,13	22,14	26,14	28,89	31,64
BPA	0,24	0,32	0,36	0,44	0,48	0,48	0,51	0,57	0,63

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

Es realmente llamativo el observar porque el PER de Inditex es tan elevado, sobre todo si lo comparamos con el PER de otras empresas del IBEX-35 (tiene el tercer PER más alto del IBEX-35 sólo superado por Ferrovial y Jazztel). Con esto podríamos decir que la empresa está sobrevalorada pero no sería del todo correcto, debido a que podemos observar que siempre ha cotizado a niveles de PER muy altos. Posiblemente, esto pueda deberse a estimaciones de crecimiento (apertura de la tienda online, gran crecimiento a un coste muy reducido), nivel de riesgo (devaluación del euro, que provoca que tenga mayores resultados por la conversión) o nivel de inversión elevados (cambio de modelo en cuanto a espacio comercial, apostando por menos tiendas pero de mayor tamaño).

Por último, habría que comentar el elevado crecimiento de este ratio desde el año dos mil nueve, aunque a partir de dos mil quince parece que se empieza a estabilizar.

PER relativo: es aquel múltiplo que hallaremos como resultado de comparar el ratio de Inditex con los PER de otras multinacionales del sector textil formado por las comparables escogidas. Determinando el valor intrínseco de una empresa de forma comparativa. En este caso podemos observar como el PER de Inditex es siempre relativamente mayor al del sector, manteniéndose constante la variación del mismo en el tiempo.

Figura 41. Evolución y Proyecciones del PER relativo de Inditex.

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
PER relativo	1,39	1,37	1,46	1,54	1,54	1,52	1,46
Per Inditex	47,59	38,76	38,48	36,73	31,64	28,12	24,86
PER sector	34,34	28,30	26,43	23,81	20,49	18,56	16,99

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

EV/EBITDA: este multiplicador muestra el valor de una compañía basado en los recursos que genera con independencia de su estructura financiera, su tasa impositiva y su política de amortizaciones y depreciaciones. Cuanto más bajo sea este ratio, la compañía será más barata o estará infravalorada respecto al resto de empresas del sector. Como se puede observar en el siguiente gráfico, el EV/EBITDA de Inditex es más elevado que el del sector por lo que nos llevaría a la conclusión de que estaría sobrevalorado según este análisis.

Figura 42. Evolución y Proyecciones del EV/EBITDA de Inditex.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EV/EBITDA	8,85	3,28	3,31	3,42	4,86	4,80	5,10	5,16	5,00
EV	21020,56	31881,20	37903,43	45610,85	69717,56	72941,77	86630,77	96400,10	106358,89
EBITDA	2374,19	9707,03	11453,94	13347,63	14332,93	15186,65	16982,86	18669,77	21271,65

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

EV/EBIT: es un múltiplo similar al del anterior, con la salvedad que en vez de utilizar el EBITDA utilizamos el EBIT. Este índice se utiliza menos, ya que la política de amortización y provisiones de la empresa pueden ser diferente y por lo tanto nos puede dar resultados muy dispares. Utilizaría el mismo criterio que el anterior múltiplo, es decir, si la empresa tuviera un EV/EBIT bajo podría ser un indicio de que la firma se encuentra infravalorada y a la inversa. En este caso es imposible comparar con respecto al sector, ya que no disponemos de los datos relativos a las demás empresas textiles.

Figura 43. Evolución y Proyecciones del EV/EBIT de Inditex.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EV/EBIT	12,16	13,92	15,03	14,63	22,70	22,81	25,44	25,50	25,39
EV	21020,56	31881,20	37903,43	45610,85	69717,56	72941,77	86630,77	96400,10	106358,89
EBIT	1728,39	2290,47	2522,01	3116,84	3070,88	3198,25	3405,75	3780,41	4189,68

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

P/VC (precio/valor contable): analiza cuántas veces es superior o inferior el valor de una empresa respecto a su valoración contable. Según este criterio, si fuera el ratio superior a uno estaríamos ante una posible infravaloración de la firma. Por el contrario, si esta fuera superior, podría estar sobrevalorada. En el caso de Inditex, nos encontramos que siempre estaría por encima de uno, por lo tanto se movería en el rango de la sobrevaloración.

Figura 44. Evolución y Proyecciones del P/VC de Inditex.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
P/VC	3,49	4,45	4,64	4,92	7,12	6,62	7,04	6,96	6,83
Precio/acc	5,98	9,13	11,04	13,34	21,13	22,14	26,14	28,89	31,64
Valor contable/acc	1,71	2,05	2,38	2,71	2,97	3,35	3,71	4,15	4,63

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

Rentabilidad por dividendo: este múltiplo sirve para calcular la rentabilidad por cada euro invertido en la compañía. Cuanto mayor sea la rentabilidad, mayor dividendo cobrará el accionista por cada euro invertido. Una compañía puede tener una baja rentabilidad por dividendo porque o bien no está logrando grandes beneficios o bien porque está focalizada en el crecimiento. Esto provoca que distinta gran parte de sus beneficios a sufragar este crecimiento. En este último caso, habría que tener cuidado con los problemas de agencia debido a que a lo mejor es más interesante para el accionista invertir ese dinero en otro lugar, ya que puede obtener una rentabilidad-riesgo más óptima que con la inversión que tiene proyectada la compañía.

Figura 45. Evolución y Proyecciones de la Rentabilidad por Dividendo de Inditex.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Rentabilidad por dividendo	4,01%	3,51%	3,26%	3,30%	2,29%	2,17%	1,95%	1,96%	1,99%
Dividendo	0,24	0,32	0,36	0,44	0,48	0,48	0,51	0,57	0,63
Precio acción	5,98	9,13	11,04	13,34	21,13	22,14	26,14	28,89	31,64

Fuente: Elaboración propia partir de las cuentas anuales de Inditex

Por lo tanto, podemos observar cómo tradicionalmente Inditex ha cotizado a unos niveles de ratios bastante elevados. Posiblemente se deba a un modelo de negocio que ha demostrado ser muy estable a lo largo del tiempo, lo que ha facilitado que en estos momentos de crisis económica los inversores puedan buscar refugio en este tipo de firmas.

Por otro lado cabría puntualizar, que si se observáramos de nuevo los ratios, todos ellos o en su gran mayoría presentan una corrección al alza entre los años 2012-2013, esto previsiblemente se deba al riesgo país, ya que disminuye la presión sobre la prima de riesgo soberana de su país de origen (España) que se encontraba en máximos, junto con el aumento de las perspectivas de crecimiento global.

Podríamos concluir que la empresa estaría sobrevalorada según ratios, aunque siempre con mucha cautela. Dado que esta ha sido su tendencia casi desde el inicio de su cotización (hace

catorce años), incluso ha habido momentos donde presentó ratios tan elevados como los actuales (abril de 2002). Aunque bien es cierto que este fuerte crecimiento no se está viendo acompañado por la vía de los beneficios, a pesar de que son buenos, pero también hay que pensar que diez de estos últimos catorce años ha batido a su índice de referencia (IBEX-35).

8.2.2 Cálculo de múltiplos del sector

Tal como se ha explicado anteriormente, se va a proceder al cálculo del PER y EV/EBITDA medio del sector, a través de las empresas seleccionadas como comparables.

Figura 46. Empresas seleccionadas como compañías comparables.

	Ticker	ICB Level 3 Sector	ICB Level 4 Sector	Price	Mean P/E 2015	Mean Ev/EBI TDA 2015
Hennes & Mauritz AB Class B	HM.B-SE	General Retailers	Apparel Retailers	37,46	25,9 x	16,1 x
Inditex, S.A.	ITX-ES	General Retailers	Apparel Retailers	26,15	31,6 x	18,3 x
N Brown Group plc	BWNG-GB	General Retailers	Apparel Retailers	4,55	13,1 x	9,7 x
Next plc	NXT-GB	General Retailers	Apparel Retailers	100,23	16,8 x	11,9 x
Sports Direct International plc	SPD-GB	General Retailers	Apparel Retailers	9,12	15,1 x	9,2 x
Media Sector					20,5 x	13,0 x
Mediana Sector					16,8 x	11,9 x

Fuente: Multiple Entities Report STOXX (TMI) / Retail - SS in EUR as of 04/17/15

Como se puede observar en la figura 46, el PER medio del sector se sitúa en torno a 20,5x, mientras que el EV/EBITDA medio del sector está en 13x.

Valor Empresarial Global	2015
EV/EBITDA Sector	13,0 x
EV/EBITDA Relativo	1,41
EV Teórico	58.086,03
EV Actual	73.137,87
Infra/(sobrevaloración)	-21%

El EV teórico ha sido calculado a través de la expresión:

$$Ev\ Teórico = \frac{EV}{EBITDA} sector * EBITDA\ 2015$$

Y el valor del EV actual es el valor obtenido en la valoración por Descuento de Flujos de Caja Operativos (Punto 8.3).

Como se puede observar el EV actual está por encima del teórico en un 21%, por lo que se concluye que la acción está sobrevalorada en un 21%.

Valor de Recursos Propios	2015
PER Sector	20,5 x
PER Relativo	1,54
BPA	0,83
Precio teórico	19,06
Precio actual	29,43
Infra/(sobrevaloración)	-35%
Equity Value Teórico	54.231,1
Equity Value Actual	91.707,5
Infra/(sobrevaloración)	-41%

En cuanto al precio teórico ha sido calculado como producto del BPA y el PER medio del sector, y el precio actual es el precio de cotización en febrero de 2015. Se puede observar como el precio teórico cotiza a un menor valor que el precio de cotización en un 35%. Por tanto, el precio de cotización está sobrevalorado en un 35%.

Por otro lado, el valor teórico de los recursos propios se sitúa en €54.241,1Mn. Mientras que el valor de los recursos propios actual cotiza a €91.707,5Mn, que provienen del producto de la cotización (29,43€) por el número de acciones. Lo que implica que el valor de los recursos propios también esté sobrevalorado en el mercado en este caso un 41%.

8.3 Valoración por métodos basados en el descuento de flujos

El Descuento de Flujos de Caja (Discounted Cash Flow o DCF) forma parte del conjunto de métodos de análisis fundamental y se utiliza principalmente para valorar empresas cuyos flujos de caja pueden ser predecibles. Este principio se construye sobre el principio básico de valoración: “*el valor actual (precio) de cualquier activo financiero es el valor actual de todos sus flujos de caja futuros*”, Damodaran (2006). En este caso, se ha procedido a proyectar tres flujos de caja (2015 - 2017) a los cuales se les ha añadido un cuarto flujo que representa el crecimiento a perpetuidad, también llamado Valor Terminal (VT) o Valor Residual.

En este epígrafe valoraremos Inditex en 2015 según los siguientes métodos de DCF:

- Descuento de Flujos de Caja Operativos (OFCF)
- Descuento de Flujos de Caja del Equity o de los accionistas (FCFe)

Para comenzar este análisis debemos establecer una serie de hipótesis de partidas que nos ayudarán a conseguir distintos cálculos a lo largo del proceso. Estas hipótesis son las siguientes:

Crecimiento a largo plazo (g)	2%
Tipo de interés a largo plazo	1,3%
Prima de riesgo de mercado	4%
Beta	1,20
Coste de la deuda da la empresa	1,5%

Estos datos de partida nos han ayudado a calcular la tasa de descuento necesaria para descontar los flujos de caja estimados. Se ha considerado correcto el uso del WACC (Weighted Average Cost of Capital) como esta tasa. Para el cálculo del WACC se necesita establecer un coste de los recursos ajenos (Kd), dato introducido en las hipótesis de partida; y un coste de los recursos propios (Ke) estimado según el modelo CAPM. El cálculo ha sido el mostrado a continuación:

	2014	2015e	2016e	2017e
Tasa de dcto de RRPP - Ke				
CAPM = $R_f + B (R_m - R_f)$	6,05%			
Prima de Riesgo ($R_m - R_f$)	4%			
R_f	1,3%			
Beta	1,20			
WACC				
$K_e * \%RRPP + K_d * \%RRAA * (1-t)$	6,30%	6,38%	6,46%	6,56%
K_e	6,05%			
% RRPP	105%	107%	108%	110%
RRPP	81.500	81.500	81.500	81.500
RRAA	-3.939	-5.177	-6.365	-7.743
K_d	1,5%			
%RRAA	-5%	-7%	-8%	-10%
1-t	0,77	0,77	0,77	0,77

Conociendo ahora la tasa a la que descontar nuestros flujos ($WACC = 6,30\%$), y el crecimiento a perpetuidad (2%) para estimar el valor terminal, podemos proceder al cálculo de los flujos de caja previstos.

A continuación, partiendo de estos datos y contando con las cifras del último ejercicio (2014) y las proyecciones realizadas hasta el año 2017, procederemos al cálculo del valor terminal. De esta forma, habremos estimado los flujos de caja futuros del Grupo de Inditex.

A. Descuento de Flujos de Caja Libre Operativos (OFCF)

En este método se parte del NOPAT (Net Operating Profit After Taxes; $EBIT * (1-t)$), un flujo de caja no financiero ya que no se tienen en cuenta las decisiones financieras de la empresa. Posteriormente, la fórmula completa para este flujo es:

$$FCL\ Operativo = NOPAT + Amort - Incremento\ NOF - Capex$$

Consideramos que a partir del año 2017 la empresa tendrá un crecimiento a perpetuidad que recogemos en el Valor Residual. En este punto, hay que aclarar que a perpetuidad asumimos que el Capex es igual a la Amortización, para proyectar un Capex de mantenimiento. Como tasa de descuento de VT utilizaremos $WACC - g$. Al utilizar una tasa de crecimiento (“g”) de 2% , el Valor Residual va a representar aproximadamente el 90% del Valor Global.

$$VT = \frac{CF17 \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Tras el cálculo de todos los flujos de caja (el VT lo añadimos al FC del año 2017), los descontaremos para obtener su valor actual en 2014. Como tasa de descuento utilizaremos el WACC. El valor obtenido corresponderá al Valor de la empresa, y para obtener el valor del Equity debemos restarle la DFN. Tras este procedimiento el resultado obtenido viene explicado detalladamente en la Figura 47.

Figura 47. Estimaciones de Flujos de Caja Libres Operativos de Inditex esperados para 2015, 2016 y 2017.

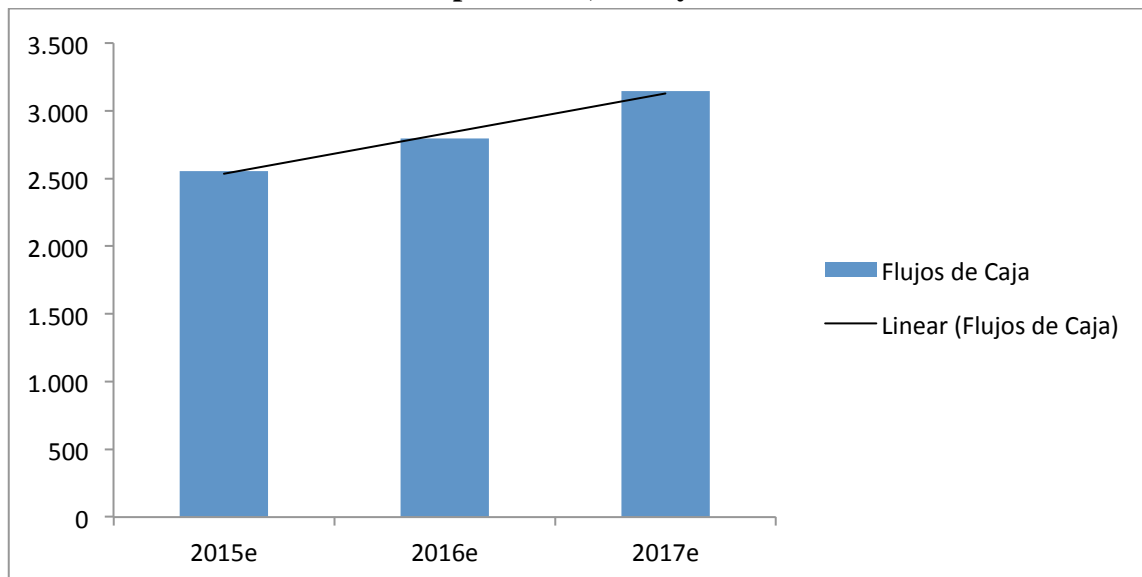
	2014	2015e	2016e	2017e	VT	
FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS						
		2.554	2.794	3.147	3.322	3.389
NOPAT = EBIT * (1 - t)	2.474	2.635	2.925	3.241	3.241	
+ Amoz	905	1.051	1.097	1.136	1.136	
- Capex		-1.204	-1.304	-1.311	-1.136	
-AF Inicial		-7.366	-7.520	-7.727		
+AF Final		7.520	7.727	7.902		
+Amz		1.051	1.097	1.136		
-Incremento NOF/+decremento NOF		74	77	81	81	
Existencias	1.860	2.033	2.215	2.407		
Clientes	862	942	1.026	1.116		
Proveedores	3.508	3.836	4.178	4.541		
NOF	-787	-860	-937	-1.018		
Incremento NOF		-74	-77	-81		

	2014	2015e	2016e	2017e	
DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA					
Flujos de Caja		2.554	2.794	3.147	
$VT = (FC17*(1+g)/(wacc - g))$					78.842
Periodo		1	2	3	3
VA de los Flujos		2.403	2.473	2.620	65.642
Valor Actual Total		73.138			
DFN		-3.939			
Valor de los RRPP		77.077			

Precio por acción 24,73
 Precio real 26,15
 Infravalorado / Sobrevalorado **5,7% Sobrevalorado**

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones estimadas

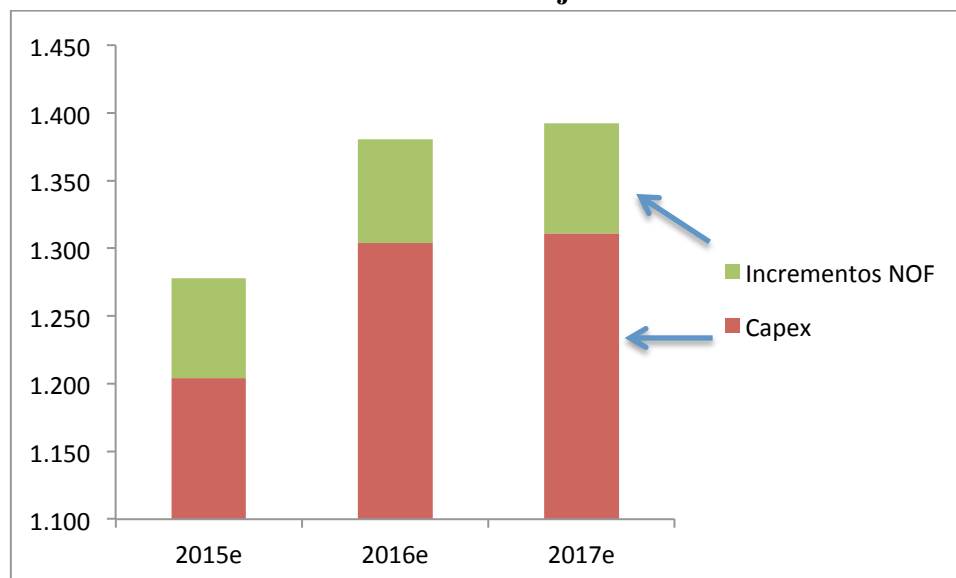
Figura 48. Evolución anual de Flujos de Caja Libres Operativos de Inditex esperados para 2015, 2016 y 2017.



Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones estimadas

Como se puede observar en la Figura 48, los flujos de caja libres operativos de Inditex son crecientes, partiendo de unas proyecciones para 2015 de €2.554Mn hasta los €3.147Mn en 2017, con una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de un 7,2%. Estos flujos de caja serán destinados a las necesidades operativas de financiación (NOF) y a las inversiones en activos fijos (CAPEX).

Figura 49. Evolución anual de las Necesidades Operativas de Financiación e Inversión en Activos Fijos.



Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones estimadas

Al descontar los Flujos de Caja Libres Operativos obtenemos el valor empresarial de la compañía, al valor actual de los flujos de caja se le ha restado la Deuda Financiera Neta, calculada como la suma de la Deuda Financiera a largo plazo y a corto plazo menos la caja disponible y los activos líquidos, de esta forma conseguimos obtener el valor de los recursos propios de la compañía ("Equity"). Este el valor de los recursos propios obtenido se ha dividido entre el número de acciones totales del grupo, para así conocer el precio teórico que estas deberían tener. Se ha comparado este precio con el precio real de las acciones a 31 de Enero de 2015, siendo este de 26,15€. De esta forma, al ser el precio teórico inferior que el real, se puede concluir que las acciones están **sobrevaloradas** en un 5,7%.

B. Descuento de Flujos de Caja del Equity o de los accionistas (FCFe)

Se trata de un método con un desarrollo similar al anterior pero en esta ocasión, para calcular los flujos de caja se utiliza un método directo y otro indirecto. El primero de ellos se reduce a la diferencia entre los cobros y lo pagos, sin embargo, nosotros emplearemos el segundo. Para ello se parte del Beneficio Neto (Beneficio atribuible), y se tendrá en cuenta la dimensión financiera de la empresa. Su cálculo es:

$$BN + Amort = CF \text{ Neto};$$

$$CF \text{ Neto} - \text{Incremento NOF} - Capex = FCF \text{ para los accionistas};$$

$$FCF \text{ para los accionistas} + \text{incremento DFN} = \text{Dividendos}$$

Cabe destacar que en este caso, para calcular el VT, utilizaremos como tasa de descuento $Ke - g$.

$$VT = \frac{CF_{17} \times (1 + g)}{(Ke - g)}$$

Después del cálculo de los flujos de caja correspondiente, y del cálculo del VT añadido al flujo del 2017, los descontaremos para obtener su valor actual en 2015. Al igual que en los flujos de caja libre operativos, para el cálculo del Valor Terminal, se ha considerado el Capex igual a la Amortización. Para descontar este VT utilizaremos el Ke . Así, el valor obtenido del valor actual de los flujos obtenidos corresponde al valor del Equity de la compañía. El resultado obtenido se muestra en la Figura 50.

Figura 50. Estimaciones de Flujos de Caja Libres para el Accionista de Inditex esperados para 2015, 2016 y 2017.

	2014	2015e	2016e	2017e	
FLUJO DE CAJA LIBRE PARA EL ACCIONISTA	método indirecto				
BN + Amz (= CF Neto) - Capex - Inc NOF					
-pago deuda + incr deuda = Dividendos					
					VT
BN	2.501	2.647	2.942	3.264	3.264
+amz	905	1.051	1.097	1.136	1.136
CF NETO	3.406	3.697	4.039	4.400	4.400
-capex		-1.204	-1.304	-1.311	-1.136
+ decr NOF		74	77	81	81
CFL Accionista		2.566	2.812	3.171	3.346
-reducción deuda / + aumento deuda		-1.238	-1.188	-1.377	
Dividendos		1.588	1.765	1.959	
Dividendos (2)		1.328	1.624	1.793	
check (% payout)		60%	60%	60%	
					3.413

	2014	2015e	2016e	2017e
Flujos a Descontar				
Dividendos		1.588	1.765	1.959
Valor Residual				84.265
Periodo		1	2	3
VA de los Flujos		1.497	1.570	1.642
Valor Actual Total		75.360		45.216 60% payout
# acciones		3.117		3.117
Precio teórico por acción		24,18		14,51
Precio		26,15		26,15
Infravalorado / Sobrevalorado		8,1%		80,2%
		<i>Sobrevalorado</i>		<i>Sobrevalorado</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones estimadas

En este caso no se necesita hacer ningún ajuste al valor actual obtenido, puesto que éste resulta ser el valor de los recursos propios directamente. Este valor se ha dividido entre el número total de acciones para obtener el precio teórico por acción. Al compararlo con el precio de las acciones a 31 de Enero de 2015 de 26,15€, podemos ver como es menor. Esto implica que las acciones estén **sobrevaloradas** en un 8,1%.

Por lo tanto, con el método de descuento de flujos de caja libre operativos como el de flujos de caja para el accionista, vemos que las acciones que cotizan a 26,15 €, se encuentran sobrevaloradas entre un 5,7% y un 8,1%. Esto implica que el precio teórico de las acciones de Inditex se encuentra en el intervalo 24,18 - 26,15€ por acción.

9. CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

9.1 Principales conclusiones

Una vez estudiada y valorada la empresa del grupo Inditex desde diferentes puntos de vista:

- Las perspectivas macroeconómicas y las variables que influyen en la industria
- El entorno y la empresa, mediante un análisis de Porter y DAFO
- La evolución y proyecciones de sus balances, cuenta de resultados y los ratios más importantes.
- Valorando la empresa desde distintos métodos: por múltiplos, descuento de flujos de caja operativos y flujos de caja del accionista.

El resumen de los principales valores calculados sobre Inditex a través del análisis mediante dos de los principales métodos de valoración empresarial, Descuento de Flujos de Caja Libres Operativos y Flujos de Caja del Accionista, quedan reflejados en la Figura 51.

Figura 51. Principales Resultados del Análisis.

DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA			
FCF		FCacc	
Valor Actual Total (Mill. €)	73.138	Valor Actual Total (Mill. €)	71.421
DFN (Mill. €)	-3.939	DFN(Mill. €)	-3.939
Valor de los RRPP (Mill. €)	77.077	Valor de los RRPP (Mill. €)	75.360
# Acciones (Mill.)	3116,652	# Acciones (Mill.)	3116,652
Precio objetivo (€/acc)	24,73	Precio objetivo (€/acc)	24,18
Precio real (€/acc)	26,15	Precio real (€/acc)	26,15
Sobrevalorado	5,7%	Sobrevalorado	8,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones estimadas

Una vez realizado el análisis financiero correspondiente, y obtenidos, por tanto, los valores empresariales y de fondos propios, junto con el precio objetivo calculado para Inditex, las principales conclusiones del trabajo son las siguientes:

- El valor empresarial actual calculado para Inditex al cierre del ejercicio de 2014, está en el rango de los €70.000Mn a los €75.000Mn. Por su parte, los fondos propios se sitúan desde los €75.000 hasta los €77.000Mn. Cabe destacar, por tanto, que el valor de sus fondos propios es mayor que el valor global, puesto que su deuda financiera neta es negativa, al contar con un excedente de tesorería. Por tanto, el análisis realizado estima un precio objetivo para Inditex en torno a los 24€/acción, lo que hace que la acción esté sobrevalorada al cotizar a un precio mayor que el precio objetivo calculado. Como consecuencia de ello, la recomendación al inversor sería la de vender.
- Las perspectivas del sector son optimistas de cara al futuro debido a la recuperación económica que estamos viviendo y al aumento de consumo privado.
- Inditex está realizando una estrategia corporativa agresiva con la apertura constante de nuevas tiendas por todo el mundo como forma de dar salida a la abundante caja que dispone, incrementando cada año su inversión en activos fijo ("CAPEX") lo que le permite aumentar cada año las ventas y consolidar así su expansión internacional.
- Las proyecciones estimadas presentan datos consistentes tanto con nuestro análisis macroeconómico como la propia estrategia corporativa del grupo, lo que permite que las estimaciones sean más realistas tanto con la realidad del negocio como con la realidad económica del entorno en el que desarrolla su actividad.
- Atendiendo al análisis relativo, vemos como está en concordancia con la recomendación anterior de venta, puesto que los múltiplos que presenta Inditex están por encima de la media del sector, lo que nos lleva a concluir que la compañía está sobrevalorada y que la recomendación también sería la de vender.
- Como conclusión, se podría decir que el mercado conoce que Inditex cotiza de forma sobrevalorada, puesto que ha estado sobrevalorada no solo este año sino también en los últimos años, y aun así el precio de las acciones continúa subiendo cada año, pero la pregunta es ¿hasta cuándo?, por ello no se confía en que esa psicología del mercado, que acepta su sobrevaloración, continúe a largo plazo, por lo que se anima al inversor a atender a la realidad económica del negocio más que a la del mercado, y por tanto, se recomienda una posición bajista.

9.2 Recomendaciones al inversor

Nuestra recomendación final para el cliente sería la de vender, ya que se ha demostrado con este análisis que la empresa está cotizando por encima de su valor teórico y, por lo tanto, consideramos que se encuentra sobrevalorada.

En concreto, el precio objetivo calculado para Inditex, a través del descuento de flujos de caja como mejor método de aproximación al valor intrínseco de la compañía (Fernández (2008)), resulta ser de aproximadamente 24€/acción, mientras que actualmente está cotizando a un precio de mercado de 30€/acción y lo hacía a un precio de 26€/acción aproximadamente a finales de 2014.

Como consecuencia de ello, se espera que el precio de mercado se corrija a la baja y tienda a largo plazo a converger con el precio estimado. Por tanto, se espera que la tendencia futura del precio sea bajista hasta aproximarse al precio objetivo.

Por otra parte, si observamos la rentabilidad por beneficio que tiene Inditex, vemos que ha disminuido en los últimos años ya que en 2009 presentaba una rentabilidad del 4%, decreciendo estos años hasta situarse en 2014 en un 2,17%. Las previsiones para 2015 son negativas al situarse en un 1,95%, mientras que se espera una rentabilidad del 2,4% en 2017.

En definitiva, puede ser más rentable para el inversor vender las acciones de Inditex ahora y buscar otras cuyo precio teórico se encuentre considerablemente por encima del valor de su cotización, con el objetivo de que esa corrección sea al alza y no a la baja como se espera con Inditex.

10. BIBLIOGRAFÍA

- Arditti, F.D. and H. Levy (1977), "The Weighted Average Cost of Capital as a Cutoff Rate: A Critical Examination of the Classical Textbook Weighted Average", *Financial Management* (Fall), Pp 24-34.
- Bodie, Z., A. Kane and A. J. Marcus (2004): "Investments", 6ª ed., McGraw-Hill.
- Brealey, R.A. and S.C. Myers (2000): "Principles of Corporate Finance", New York, McGraw-Hill, 6th edition.
- Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen (2005): "Principles of Corporate Finance" 8ª ed., McGraw-Hill/Irwin.
- Buffet, M. and Clark, D. (2007): "Buffettología: Las técnicas jamás contadas que han hecho de Warren Buffet el inversor más famoso del mundo", Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- Buffet, M. and Clark, D. (2009): "Warren Buffet y la interpretación de estados financieros: invertir en empresas con ventaja competitiva". Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- Damodaran, A. (1994): "Damodaran on Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance". New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2002): "Investment Valuation" (2ª ed), John Wiley & Sons, New York.
- Damodaran, A. (2006): "Damodaran on Valuation", 2ª ed., John Wiley & Sons Inc.
- Faus, Josep (1996): "Finanzas operativas", Biblioteca IESE de Gestión de Empresas, Ediciones Folio.
- Fernández, P. (2002): "Valuation Methods and Shareholder Value Creation", Academic Press, San Diego, CA.
- Fernández, P. (2004a): "Valoración de Empresas", 3ª edición, Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. (2004b): "Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor", Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- Fernández, P. (2004c): "Are Calculated Betas Worth for Anything?", Documento de Investigación del IESE.

- Fernández, P. (2005): “La prima de riesgo del mercado (Market Risk Premium)”, Documento de investigación del IESE – CIIF, N° 771, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2007): “120 errores en la valoración de empresa”, Documento de Investigación del IESE – CIIF, N° 681, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2008): “Métodos de Valoración de Empresas”, IESE, Universidad de Navarra. Madrid
- Graham, B. (2007): “El Inversor inteligente”, 13ª edición, Ediciones Deusto S.A.
- Guerras, L.A. y Navas, J.E (2007): “La dirección estratégica de la empresa: Teoría y aplicaciones”, 4ª ed., Thomson – Civitas, Madrid. Cap. 6.
- Inditex (2014): Informes anuales 2005 al 2014.
- Inselbag, I. and H. Kaufold (1997): "Two DCF Approaches for Valuing Companies under Alternative Financing Strategies (and How to Choose Between Them)", Journal of Applied Corporate Finance (Spring), Pp 114-122.
- Kaplan, S. and R. Ruback (1995): "The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis", Journal of Finance, Vol. 50, No. 4, September. Pp 1059-1093.
- Koller, Tim, Marc Goedhart and David Wessels (2005): “Valuation: Measuring and Managing the value of companies”, 4ª ed., McKinsey & Company, Inc. Wiley.
- López Lubián, F. y De Luna, W. (2002): “Finanzas corporativas en la práctica”, McGraw-Hill, Madrid.
- Miles, J. A. and J.R. Ezzell (1980): "The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification", Journal of Financial and Quantitative Analysis (September), Pp 719-730.
- Penman, S.H. (2003), “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, 2ª ed., McGraw-Hill.
- Porter, M. (1982): “Estrategia competitiva: Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia”, Editorial Continental.
- Porter, M. (2009): “Ser competitivo”, Edición actualizada y aumentada. Ediciones Deusto (Colección: Harvard Business School Press). Bilbao.

Ross, S A., R. W. Westerfield and J. F. Jaffe (2005): “Corporate Finance”, 7ª ed., McGraw-Hill/Irwin.

Stowe, J.D., T.R. Robinson, J.E. Pinto and D.W. McLeavey (2002): "Analysis of Equity investments: Valuation", AIMR (Association for Investment Management and Research).

Titman, S. and J.D. Martin (2007): “Valuation: The art and Science of Corporate Investment Decisions”, Pearson, Addison Wesley.

Valls Martínez, M.C.: “Métodos clásicos de valoración de empresas”, Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, Vol.7, nº3, 2001. Pp 49-66.

Weston, JF., M.L. Mitchel and J.H. Mulherin (2004): “Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance”, 4ª ed., Pearson Education, Prentice Hall.

Otras Referencias (consultadas a 19/04/2015):

- Banco de España (www.bde.es) Informes Anuales sobre la economía española de 2008-2014
- Base de Datos Eurostat: <http://ec.europa.eu/eurostat>
- World Economic Outlook (WEO), Fondo Monetario Internacional (FMI)
- McKinsey Quarterly Report
- Damodaran on line. 2015: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- IESE business school 2014:
<http://www.iese.edu/es/claustroinvestigacion/claustro/directorio-profesores/pablo-fernandez/>
- Internacional Monetary Fund (IFM). 2014: <http://www.imf.org/external/datamapper/>
- Industria del diseño textil S.A. 2014: <http://www.inditex.es/>
- Yahoo finance. 2015: <http://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIBEX>

11. ANEXOS

Anexo 1. Cuentas de Pérdidas y Ganancias y Balance de Situación de Inditex (orden cronológico).

Estados financieros consolidados

Grupo Inditex

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada del ejercicio 2009

Datos en millones de euros

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2008
Ventas	11.084	10.407
Coste de ventas	(4.755)	(4.493)
Margen bruto	6.328	5.914
<i>Margen Bruto porcentual</i>	<i>57,1%</i>	<i>56,8%</i>
Gastos de explotación	(3.953)	(3.708)
Otras ganancias y pérdidas netas	(1)	(19)
Resultado operativo (EBITDA)	2.374	2.187
<i>Margen EBITDA</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,0%</i>
Amortizaciones y depreciaciones	(646)	(578)
Resultado de explotación (EBIT)	1.729	1.609
<i>Margen EBIT</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,5%</i>
Resultados financieros	4	(22)
Resultado antes de impuestos	1.732	1.587
Impuesto sobre beneficios	(411)	(325)
Resultado neto	1.322	1.262
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	8	8
Resultado neto atribuido a la dominante	1.314	1.253
<i>Margen Neto</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,0%</i>
Beneficio por acción, céntimos de euro (*)	211	202

(*) Cálculo BPA sobre 623,1 y 621,7 millones de acciones en 2009 y 2008 respectivamente.

Grupo Inditex

Balance de situación consolidado al 31 de enero de 2010

Datos en millones de euros

	31 enero 2010	31 enero 2009
<u>ACTIVO</u>		
ACTIVOS CORRIENTES	3.944	3.264
Caja y equivalentes	2.420	1.466
Deudores	422	585
Existencias	993	1.055
Otros	109	158
ACTIVOS NO CORRIENTES	4.392	4.513
Inmovilizado material	3.307	3.451
Inmovilizado inmaterial	665	680
Inversiones financieras	15	14
Otros	404	368
TOTAL ACTIVO	8.335	7.777
<u>PASIVO</u>		
PASIVOS CORRIENTES	2.305	2.391
Acreedores	2.270	2.157
Deuda financiera	35	234
PASIVOS NO CORRIENTES	660	637
Deuda financiera	5	13
Pasivos por impuestos diferidos	173	214
Otros pasivos a largo plazo	482	410
PATRIMONIO NETO	5.371	4.749
Patrimonio neto atribuido a la dominante	5.329	4.722
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	41	27
TOTAL PASIVO	8.335	7.777

Estados financieros consolidados

Grupo Inditex

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada del ejercicio 2010

Datos en millones de euros

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

(*) Cálculo BPA sobre 623,1 millones de acciones en 2010 y 2009.

Grupo Inditex

Balance de situación consolidado a 31 de enero de 2011

Datos en millones de euros

	31 enero 2011	31 enero 2010
<u>ACTIVO</u>		
ACTIVOS CORRIENTES	5.203	3.944
Caja y equivalentes	3.433	2.420
Deudores	482	422
Existencias	1.215	993
Otros	73	109
ACTIVOS NO CORRIENTES	4.624	4.392
Inmovilizado material	3.414	3.307
Inmovilizado inmaterial	687	665
Inversiones financieras	9	15
Otros	513	404
TOTAL ACTIVO	9.826	8.335
<u>PASIVO</u>		
PASIVOS CORRIENTES	2.675	2.305
Acreedores	2.672	2.270
Deuda financiera	3	35
PASIVOS NO CORRIENTES	728	660
Deuda financiera	4	5
Pasivos por impuestos diferidos	173	173
Otros pasivos a largo plazo	551	482
PATRIMONIO NETO	6.423	5.371
Patrimonio neto atribuido a la dominante	6.386	5.329
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	37	41
TOTAL PASIVO	9.826	8.335

Estados financieros consolidados

Grupo Inditex

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada 2011

Datos en millones de euros

	Ejercicio 2011	Ejercicio 2010
Ventas	13.793	12.527
Coste de ventas	(5.612)	(5.105)
Margen bruto	8.180	7.422
<i>Margen Bruto porcentual</i>	<i>59,31%</i>	<i>59,25%</i>
Gastos de explotación	(4.919)	(4.452)
Otras ganancias y pérdidas netas	(3)	(4)
Resultado operativo (EBITDA)	3.258	2.966
<i>Margen EBITDA</i>	<i>23,6%</i>	<i>23,7%</i>
Amortizaciones y depreciaciones	(736)	(676)
Resultado de explotación (EBIT)	2.522	2.290
<i>Margen EBIT</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>
Resultados financieros	37	31
Resultado antes de impuestos	2.559	2.322
<i>Margen antes de impuestos</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,5%</i>
Impuesto sobre beneficios	(613)	(580)
Resultado neto	1.946	1.741
<i>Margen Neto</i>	<i>14,1%</i>	<i>13,9%</i>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	13	9
Resultado neto atribuido a la dominante	1.932	1.732
<i>Margen Neto</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,8%</i>
Beneficio por acción, céntimos de euro (*)	310	278

(*) Cálculo BPA sobre 623,2 millones de acciones en 2011 y 623,1 millones de acciones en 2010.

Grupo Inditex

Balance de situación consolidado a 31 de enero de 2012

Datos en millones de euros

	31 enero 2012	31 enero 2011
<u>ACTIVO</u>		
ACTIVOS CORRIENTES	5.437	5.203
Caja y equivalentes	3.467	3.433
Deudores	531	482
Existencias	1.277	1.215
Otros	162	73
ACTIVOS NO CORRIENTES	5.522	4.624
Inmovilizado material	4.083	3.414
Inmovilizado inmaterial	832	687
Inversiones financieras	10	9
Otros	597	513
TOTAL ACTIVO	10.959	9.826
<u>PASIVO</u>		
PASIVOS CORRIENTES	2.703	2.675
Acreedores	2.679	2.633
Deuda financiera	1	3
Otros	23	39
PASIVOS NO CORRIENTES	801	728
Deuda financiera	2	4
Pasivos por impuestos diferidos	183	173
Otros pasivos a largo plazo	617	551
PATRIMONIO NETO	7.456	6.423
Patrimonio neto atribuido a la dominante	7.415	6.386
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	41	37
TOTAL PASIVO	10.959	9.826

Estados financieros consolidados

Grupo Inditex

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada 2012

Datos en millones de euros

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

(*) Cálculo BPA sobre 623,3 millones de acciones en 2012 y 623,2 millones de acciones en 2011.

Grupo Inditex

Balance de situación consolidado a 31 de enero de 2013

Datos en millones de euros

	31 enero 2013	31 enero 2012
<u>ACTIVO</u>		
ACTIVOS CORRIENTES	6.692	5.437
Caja y equivalentes	3.843	3.467
Inversiones financieras temporales	261	0
Deudores	848	531
Existencias	1.581	1.277
Otros	160	162
ACTIVOS NO CORRIENTES	6.198	5.522
Inmovilizado material	4.745	4.083
Inmovilizado inmaterial	820	832
Inversiones financieras	4	10
Otros	629	597
TOTAL ACTIVO	12.890	10.959
<u>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u>		
PASIVOS CORRIENTES	3.485	2.703
Acreedores	3.409	2.679
Deuda financiera	2	1
Otros	74	23
PASIVOS NO CORRIENTES	923	801
Deuda financiera	4	2
Pasivos por impuestos diferidos	192	183
Otros pasivos a largo plazo	727	617
PATRIMONIO NETO	8.482	7.456
Patrimonio neto atribuido a la dominante	8.446	7.415
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	36	41
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	12.890	10.959

Estados financieros consolidados

Grupo Inditex

Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada 2013

Datos en millones de euros

	Ejercicio 2013	Ejercicio 2012
Ventas	16.724	15.946
Coste de ventas	(6.802)	(6.417)
Margen bruto	9.923	9.529
<i>Margen Bruto porcentual</i>	<i>59,3%</i>	<i>59,8%</i>
Gastos de explotación	(5.998)	(5.605)
Otras ganancias y pérdidas netas	1	(12)
Resultado operativo (EBITDA)	3.926	3.913
<i>Margen EBITDA</i>	<i>23,5%</i>	<i>24,5%</i>
Amortizaciones y depreciaciones	(855)	(796)
Resultado de explotación (EBIT)	3.071	3.117
<i>Margen EBIT</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,5%</i>
Resultados financieros	(18)	14
Resultado antes de impuestos	3.053	3.131
<i>Margen antes de impuestos</i>	<i>18,3%</i>	<i>19,6%</i>
Impuesto sobre beneficios	(671)	(764)
Resultado neto	2.382	2.367
<i>Margen Neto</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,8%</i>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	4	6
Resultado neto atribuido a la dominante	2.377	2.361
<i>Margen Neto</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,8%</i>
Beneficio por acción, céntimos de euro (*)	381	379

(*) Cálculo BPA sobre 623,1 millones de acciones en 2013 y 623,3 millones de acciones en 2012

Grupo Inditex

Balance de situación consolidado a 31 de enero de 2014

Datos en millones de euros

	31 enero 2014	31 enero 2013
<u>ACTIVO</u>		
ACTIVOS CORRIENTES	6.765	6.692
Caja y equivalentes	3.847	3.843
Inversiones financieras temporales	213	261
Deudores	815	848
Existencias	1.677	1.581
Otros	213	160
ACTIVOS NO CORRIENTES	6.991	6.198
Inmovilizado material	5.220	4.745
Inmovilizado inmaterial	846	820
Inversiones financieras	21	4
Otros	905	629
TOTAL ACTIVO	13.756	12.890
<u>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u>		
PASIVOS CORRIENTES	3.462	3.485
Acreedores	3.421	3.409
Deuda financiera	3	2
Otros	38	74
PASIVOS NO CORRIENTES	1.016	923
Deuda financiera	2	4
Pasivos por impuestos diferidos	217	192
Otros pasivos a largo plazo	796	727
PATRIMONIO NETO	9.278	8.482
Patrimonio neto atribuido a la dominante	9.246	8.446
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	32	36
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	13.756	12.890

Estados financieros consolidados

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

(*) Cálculo BPA sobre 3.113,8 millones de acciones en 2014 y 3.115,6 millones de acciones en 2013.

Grupo Inditex

Balance de situación consolidado a 31 de enero de 2015 (mm€)

	31 enero 2015	31 enero 2014
Activo		
ACTIVOS NO CORRIENTES	8.271	6.991
Inmovilizado inmaterial	882	846
Inmovilizado material	6.122	5.220
Inversiones financieras	151	21
Otros	1.116	905
ACTIVOS CORRIENTES	7.106	6.765
Existencias	1.860	1.677
Deudores	862	815
Inversiones financieras temporales	222	213
Caja y equivalentes	3.798	3.847
Otros	364	213
TOTAL ACTIVO	15.377	13.756
Pasivo y Patrimonio Neto		
PATRIMONIO NETO	10.469	9.278
Patrimonio neto atribuido a la dominante	10.431	9.246
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	38	32
PASIVOS NO CORRIENTES	1.159	1.016
Pasivos por impuestos diferidos	241	217
Deuda financiera	2	2
Otros pasivos a largo plazo	916	796
PASIVOS CORRIENTES	3.749	3.462
Deuda financiera	8	3
Acreedores	3.658	3.421
Otros	83	38
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	15.377	13.756

Grupo Inditex		
Estado de flujos de efectivo consolidados a 31 de enero de 2015 (mm€)		
	2014	2013
Resultado antes de impuestos y minoritarios	3.245	3.053
Ajustes al resultado-		
Amortizaciones y depreciaciones	905	855
Variaciones tipo de cambio	(117)	58
Otros	24	(121)
Impuesto sobre beneficios-	(707)	(896)
Flujos generados	3.349	2.949
Variación en activos y pasivos		
Existencias	(244)	(142)
Deudores y otros activos corrientes	(67)	25
Acreedores a corto plazo	210	(4)
Variación de las necesidades operativas de financiación	(101)	(121)
Caja generada por las operaciones de explotación	3.248	2.827
Inversión en inmovilizado inmaterial	(167)	(133)
Inversión en inmovilizado material	(1.630)	(1.117)
Inversión en sociedades	-	11
Inversión en otro inmovilizado financiero	29	(17)
Inversión en otros activos	(82)	(142)
Variaciones de inversiones financieras temporales	1	47
Flujos derivados de actividades de inversión	(1.847)	(1.351)
Variación del endeudamiento financiero a largo plazo	2	-
Compra de acciones propias	(27)	(46)
Variación del endeudamiento financiero a corto plazo	6	(1)
Dividendos	(1.511)	(1.378)
Flujos empleados en actividades de financiación	(1.529)	(1.425)
Variación neta de efectivo y equivalentes	(129)	51
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	3.847	3.843
Efectos de las variaciones en los tipos de cambio en el efectivo y equivalentes	80	(47)
Efectivo y equivalentes al cierre del ejercicio	3.798	3.847

Anexo 2. Proyecciones de Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Balance de Situación.

- Proyecciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

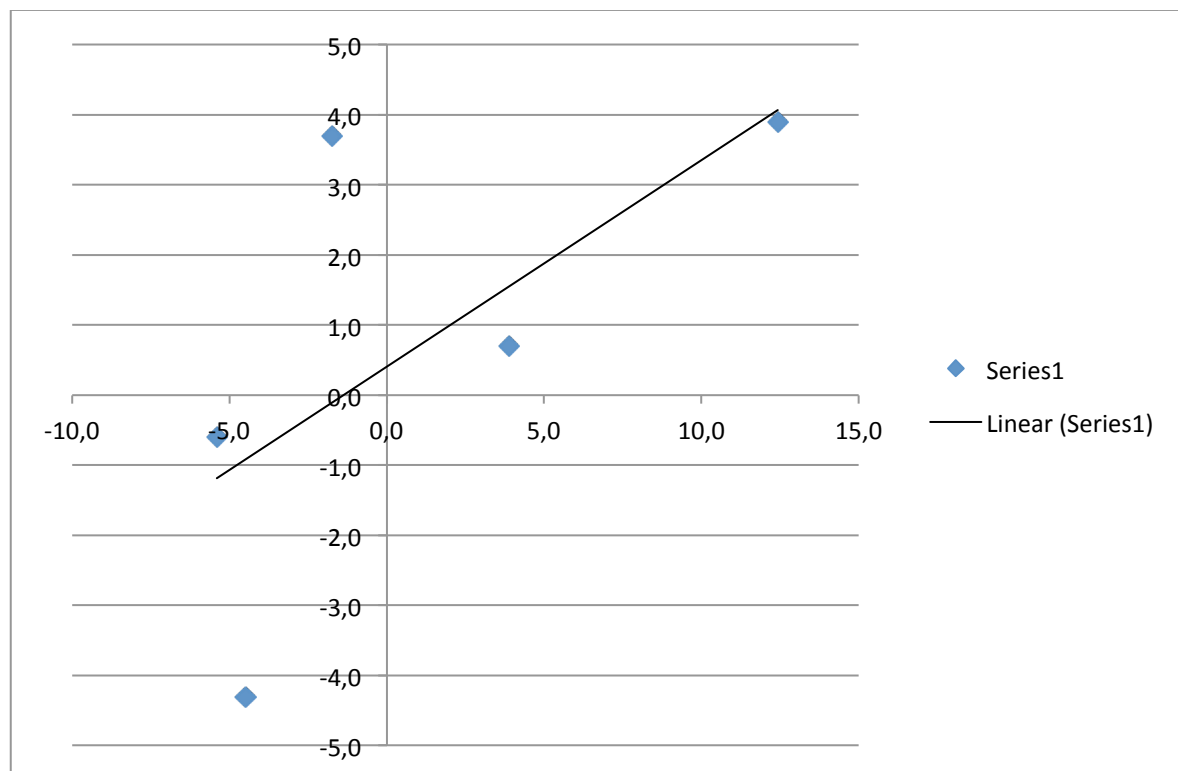
miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ventas	6.740,8	8.196,3	9.434,7	10.407,0	11.083,5	12.526,6	13.792,6	15.946,1	16.724,4	18.116,5	19.809,6	21.577,4	23.450,3
% inc.		21,6	15,1	10,3	6,5	13,0	10,1	15,6	4,9	8,3	9,3	8,9	8,7
CMV	-2.953,1	-3.589,3	-4.086,0	-4.492,7	-4.755,5	-5.104,6	-5.612,2	-6.416,8	-6.801,5	-7.547,6	-8.252,9	-8.989,4	-9.769,7
% inc.		21,5	13,8	10,0	5,8	7,3	9,9	14,3	6,0	11,0	9,3	8,9	8,7
% ventas	-43,8	-43,8	-43,3	-43,2	-42,9	-40,7	-40,7	-40,2	-40,7	-41,7	-41,7	-41,7	-41,7
Margen bruto	3.787,8	4.607,0	5.348,7	5.914,2	6.328,0	7.422,0	8.180,4	9.529,3	9.922,9	10.569,0	11.556,7	12.588,0	13.680,6
% inc.		21,6	16,1	10,6	7,0	17,3	10,2	16,5	4,1	6,5	9,3	8,9	8,7
% ventas	56,2	56,2	56,7	56,8	57,1	59,3	59,3	59,8	59,3	58,3	58,3	58,3	58,3
Gastos de explotación	-2.296,8	-2.800,2	-3.226,4	-3.707,9	-3.952,7	-4.452,2	-4.919,3	-5.604,8	-5.998,3	-6.457,6	-7.092,2	-7.702,6	-8.346,9
% inc.		21,9	15,2	14,9	6,6	12,6	10,5	13,9	7,0	7,7	9,8	8,6	8,4
% ventas	-34,1	-34,2	-34,2	-35,6	-35,7	-35,5	-35,7	-35,1	-35,9	-35,6	-35,8	-35,7	-35,6
- Gastos de personal	-1.036,6	-1.250,8	-1.472,9	-1.703,2	-1.791,6	-2.009,4	-2.234,2	-2.547,7	-2.697,7	-2.933,2	-3.182,8	-3.444,3	-3.719,0
% inc.		20,7	17,8	15,6	5,2	12,2	11,2	14,0	5,9	8,7	8,5	8,2	8,0
% ventas	-15,4	-15,3	-15,6	-16,4	-16,2	-16,0	-16,2	-16,0	-16,1	-16,2	-16,1	-16,0	-15,9
- Gastos generales	-1.260,2	-1.549,4	-1.753,5	-2.004,7	-2.161,1	-2.442,8	-2.685,2	-3.057,1	-3.305,1	-3.575,3	-3.909,4	-4.258,2	-4.627,9
% inc.		23,0	13,2	14,3	7,8	13,0	9,9	13,9	8,0	8,3	9,3	8,9	8,7
% ventas	-18,7	-18,9	-18,6	-19,3	-19,5	-19,5	-19,5	-19,2	-19,7	-19,7	-19,7	-19,7	-19,7
Otras pérdidas	-31,7	-17,1	26,5	-19,5	-1,1	-3,6	-3,4	-11,6	1,3	-8,3	-8,3	-8,3	-8,3
EBITDA	1.459,3	1.789,7	2.148,8	2.186,9	2.374,2	2.966,2	3.257,7	3.913,0	3.926,0	4.103,1	4.456,3	4.877,2	5.325,5
% inc.		22,6	20,1	1,8	8,6	24,9	9,8	20,1	0,3	4,5	8,6	9,4	9,2
% ventas	21,6	21,8	22,8	21,0	21,4	23,7	23,6	24,5	23,5	22,6	22,5	22,6	22,7
Amortizaciones	-365,7	-433,4	-496,7	-578,3	-645,8	-675,7	-735,7	-796,1	-855,1	-904,9	-1.050,5	-1.096,7	-1.135,8
EBIT	1.093,6	1.356,3	1.652,2	1.608,5	1.728,4	2.290,5	2.522,0	3.116,8	3.070,9	3.198,3	3.405,7	3.780,4	4.189,7
% inc.		24,0	21,8	-2,6	7,5	32,5	10,1	23,6	-1,5	4,1	6,5	11,0	10,8
% ventas	16,2	16,5	17,5	15,5	15,6	18,3	18,3	19,5	18,4	17,7	17,2	17,5	17,9
Resultados financieros	8,0	-14,0	1,0	-21,6	3,8	31,1	37,0	14,1	-18,2	14,5	28,7	37,7	46,4
% inc.		-274,4	-106,9	-2.340,6	-117,5	722,7	18,9	-61,8	-228,7	-179,7	98,3	31,4	22,9
% ventas	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Puesta en equivalencia	-0,2	-2,8	-7,5	0,0						32,125			
BAI	1.101,4	1.339,4	1.645,6	1.586,9	1.732,2	2.321,6	2.559,0	3.131,0	3.052,7	3.244,9	3.434,5	3.818,2	4.236,1
% inc.		21,6	22,9	-3,6	9,2	34,0	10,2	22,4					
% ventas	16,3	16,3	17,4	15,2	15,6	18,5	18,6	19,6					
Impuestos	-290,6	-329,5	-387,9	-325,3	-410,0	-580,3	-613,5	-764,0	-671,1	-734,6	-777,6	-864,4	-959,1
Tasa impositiva	26,4	24,6	23,6	20,5	23,7	25,0	24,0	24,4	22,0	22,6	23	23	23
Beneficio neto	810,9	1.009,9	1.257,8	1.261,6	1.322,1	1.741,3	1.945,5	2.367,0	2.381,6	2.510,2	2.656,9	2.953,7	3.277,0
% inc.		24,6	24,5	0,3	4,8	31,7	11,7	21,7					
% ventas	12,0	12,3	13,3	12,1	11,9	13,9	14,1	14,8					
Minoritarios	-7,7	-8,4	-7,5	-8,2	-7,8	-9,5	-13,2	-6,3	-4,5	-9,6	-10,2	-11,3	-12,5
Beneficio grupo	803,2	1.001,5	1.250,3	1.253,5	1.314,4	1.731,8	1.932,3	2.360,8	2.377,1	2.500,6	2.646,7	2.942,4	3.264,5
% inc.		24,7	24,8	0,3	4,9	31,8	11,6	22,2	0,7	5,2			
% ventas	11,9	12,2	13,3	12,0	11,9	13,8	14,0	14,8	14,2	13,8			
Dividendos	418	524	652	654	747,0	997,2	1.122,0	1.371,0	1.507,0	1.500,4	1.588,0	1.765,5	1.958,7
Payout (%)	52%	52%	52%	52%	57%	58%	58%	58%	63%	60%	60%	60%	60%
Nº acciones medias (mn)	620,9	620,9	620,9	621,7									
Nº acciones totales (mn)	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33

split 1 a 5
FA = 0,2

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Inmovilizado	2.844	3.270	3.710	3.999	3.840	3.970	4.697	5.358	5.863	6.806	7.105,7	7.358,9	7.573,1
Inmovilizado material	2.410	2.789	3.182	3.442	3.294	3.397	4.063	4.662	5.138	6.041			
Propiedad de inversión	14	12	9	8	13	17	20	83	83	81			
Derechos sobre locales arrendados	411	454	505	531	514	526	500	487	509	531			
Otros activos intangibles	9	15	13	16	19	29	114	125	133	153			
Amz	-365,7	-433,4	-496,7	-578,3	-645,8	-675,7	-735,7	-796,1	-855,1	-904,9	-1.050,5	-1.096,7	-1.135,8
Tasa de amortización		-15,2%	-15,2%	-15,6%	-16,2%	-17,6%	-18,5%	-16,9%	-16,0%	-15,4%	-15,4%	-15,4%	-15,4%
Capex	702,0	783,0	850,0	852,0	509,0	753,0	898,3	676,3	793,1	1.279,7	1.350,0	1.350,0	1.350,0
Capex por nueva tienda		1,8	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	1,4	2,4				
Recursos propios													
Recursos propios iniciales	2.376,1	2.898,9	3.448,4	4.193,1	4.721,7	5.329,2	6.386,2	7.414,8	8.445,9	9.246,2	10.430,7	11.577,0	12.931,4
+ Beneficio grupo	803,2	1.001,5	1.250,3	1.253,5	1.314,4	1.731,8	1.932,3	2.360,8	2.377,1	2.500,6	2.646,7	2.942,4	3.264,5
- Dividendos	-298,1	-417,6	-521,6	-656,7	-654,5	-747,0	-997,2	-1.122,0	-1.371,0	-1.507,0	-1.500,4	-1.588,0	-1.765,5
+/- Ajustes de valoración													
+/- Ajustes	17,7	-34,4	16,1	-68,1	-52,4	72,2	93,49	0,00	0,00				
+/- ampliación o reducción de capital													
Recursos propios finales	2.898,9	3.448,4	4.193,1	4.721,7	5.329,2	6.386,2	7.414,8	8.653,6	9.452,0	10.239,9	11.577,0	12.931,4	14.430,4
Recursos propios balance	2.898,9	3.448,4	4.193,1	4.721,7	5.329,2	6.386,2	7.414,8	8.445,9	9.246,2	10.430,7			
Check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-207,63	-205,76	190,80			

miles €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Rotación de clientes													
Ventas	6.740,8	8.196,3	9.434,7	10.407,0	11.083,5	12.526,6	13.792,6	15.946,1	16.724,4	18.116,5	19.809,6	21.577,4	23.450,3
Clientes	327,3	363,6	463,7	585,3	421,8	481,8	531,0	847,6	815,2	861,8	942,4	1.026,4	1.115,5
Ventas diaria	18,5	22,5	25,8	28,5	30,4	34,3	37,8	43,7	45,8	49,6	54,3	59,1	64,2
Días de cobro	17,7	16,2	17,9	20,5	13,9	14,0	14,1	19,4	17,8	17,4	17,4	17,4	17,4

Anexo 3. Gráfico de Regresión lineal entre número medio de ventas por tiendas y el consumo privado.



Anexo 4. Tiendas y ventas de Inditex vs. H&M por país en 2014 (J.P. Morgan).

Country	EURm			EURm			JPM estimate
	H&M stores	INCLUDING VAT H&M sales	% of sales	Inditex stores	INCLUDING VAT INDITEX sales (JPMe)	% of sales (JPM estimate)	
Germany	418	3610	20.7%	104	552	2.8%	
USA	305	1585	9.1%	47	365	1.9%	
France	197	1233	7.1%	267	1119	5.7%	
UK	245	1189	6.8%	99	516	2.6%	
Sweden	177	957	5.5%	14	75	0.4%	
Netherlands	130	782	4.5%	50	224	1.1%	
China	205	771	4.4%	457	1422	7.2%	
Spain	156	697	4.0%	1858	3988	20.3%	
Norway	114	642	3.7%	4	22	0.1%	
Switzerland	87	639	3.7%	22	104	0.5%	
Italy	116	636	3.7%	316	1038	5.3%	
Austria	72	559	3.2%	20	95	0.5%	
Denmark	97	535	3.1%	2	13	0.1%	
Belgium	73	399	2.3%	77	297	1.5%	
Poland	122	370	2.1%	242	684	3.5%	
Canada	66	351	2.0%	29	222	1.1%	
Japan	39	341	2.0%	106	519	2.6%	
Russia	51	297	1.7%	386	1032	5.2%	
Finland	58	293	1.7%	4	26	0.1%	
Greece	27	114	0.7%	152	520	2.6%	
Portugal	27	106	0.6%	335	1032	5.2%	
Romania	28	104	0.6%	98	295	1.5%	
Czech Republic	38	97	0.6%	18	67	0.3%	
South Korea	16	94	0.5%	59	262	1.3%	
Hungary	33	92	0.5%	33	98	0.5%	
Turkey	20	84	0.5%	167	462	2.3%	
Croatia	13	82	0.5%	32	102	0.5%	
Ireland	19	71	0.4%	24	89	0.5%	
Singapore	6	71	0.4%	23	70	0.4%	
Slovenia	12	54	0.3%	16	54	0.3%	
Luxembourg	10	45	0.3%	4	22	0.1%	
Malaysia	7	44	0.3%	20	72	0.4%	
Slovakia	13	43	0.2%	11	34	0.2%	
Mexico	3	38	0.2%	272	972	4.9%	
Chile	1	32	0.2%	8	71	0.4%	
Bulgaria	11	31	0.2%	32	90	0.5%	
Latvia	3	15	0.1%	13	45	0.2%	
Serbia	2	8	0.0%	14	44	0.2%	
Lithuania	2	5	0.0%	20	59	0.3%	
Estonia	3	5	0.0%	5	19	0.1%	
Franchise	110	278	1.6%				
Countries where H&M is not present				880	2887	14.7%	
Total	3132	17399		6340	19679		
Sales ex VAT		14903		Sales ex VAT		16724	
Implied VAT rate		17%		Implied VAT rate		18%	

Anexo 5. Esquema gráfico del modelo de negocio de Inditex (Morgan Stanley).

