

Valoració d'Inditex mitjançant el mètode de descompte de fluxos i el mètode per comparables

Marc Sánchez Orrit

Tutor: Josep Torres Prunyonosa

17/06/2014

Treball Final de Grau

MEMÒRIA FINAL DE TFG

Curs 2013–2014

INDEX

Resum.....	5
0. Introducció	6
1. Anàlisi del negoci.....	8
2. Anàlisi econòmico-financera.	13
2.1 Anàlisi del compte de Pèrdues i Guanys.	13
2.2 Anàlisi del Balanç.	16
3. Estratègia i planificació financera de l'empresa.....	19
3.1 Estimació del compte de Pèrdues i Guanys.	19
3.1.1 Hipòtesis del compte de Pèrdues i Guanys.	19
3.1.2 Anàlisi del compte de Pèrdues i Guanys previsional.	21
3.2 Estimació del Balanç.	23
3.2.1 Hipòtesis del Balanç.	23
3.2.2 Anàlisi del Balanç previsional.	25
3.3 Anàlisi de sensibilitat.	27
3.3.1 Creació dels escenaris.....	27
3.3.2 Anàlisi dels principals indicadors.	29
4. Valoració d'empreses segons el mètode de descompte de fluxos de caixa.	31
4.1 Estimació dels fluxos de caixa de l'accionista.	31
4.2 Determinació de la taxa de descompte.	32
4.2.1 Prima de risc del mercat.	33
4.2.2 Taxa de rendiment de l'actiu lliure de risc.	33
4.2.3 Coeficient Beta de l'acció de Inditex.....	33
4.3 Obtenció del valor de l'acció a partir del model de descompte de fluxos.	34
5. Valoració d'empreses segons el mètode de valoració relativa per comparables.....	36
5.1 Identificació i càlcul de les variables causa del valor de l'empresa.....	36
5.1.1 Price Earning Rate (PER).....	36
5.1.2 <i>Dividend Yield</i>	37
5.1.3 <i>Sales per price</i> (SPP).	37
5.1.4 <i>Price to book value</i> (PBV).....	38
5.2 Elecció de la variable causa de valor.	38
5.3 Obtenció del valor de l'acció a partir del mètode per comparables.....	39
5.3.1 Aplicació del model de valoració relativa.	39

5.3.2 Valoració de la companyia per comparables.	42
6. Valor de l'acció de la companyia.....	43
Conclusions.	44
Bibliografia.....	45
Annexos.....	47

Resum

Aquest projecte té com objectiu valorar l'acció del Grup Inditex mitjançant el mètode de descompte de fluxos de caixa i el mètode de valoració per comparables. En la primera part es presentarà l'empresa i s'explicarà a que es dedica, quines són les seves marques i quina és la seva operativa. En la segona part es farà una diagnosi economico-financera del Grup pel període compres entre l'any 2009 i el 2013. En la tercera part és farà una predicció pels pròxims anys i es crearan diferents possibles escenaris futurs. En la següent part s'estima el valor de l'acció de la societat a partir del mètode de descompte de fluxos de caixa i el mètode per comparables. Finalment, s'establirà un rang de valors objectius al qual tendirà el preu de l'acció a partir de la ponderació dels resultats obtinguts amb els dos mètodes anteriors.

Resumen

Este proyecto tiene como objetivo valorar la acción del Grupo Inditex mediante el método de descuento de flujos de caja y el método de valoración por comparables. En la primera parte se presentará la empresa y se explicará a que se dedica, cuáles son sus marcas y cuál es su operativa. En la segunda parte se hará un diagnóstico económico-financiero del Grupo para el período comprendido entre el año 2009 y el 2013. En la tercera parte se hará una previsión para los próximos años y se crearán diferentes posibles escenarios futuros. En la siguiente parte se estima el valor de la acción de la sociedad a partir del método de descuento de flujos de caja y el método por comparables. Finalmente, se establecerá un rango de valores objetivos al que tenderá el precio de la acción a partir de la ponderación de los resultados obtenidos con los dos métodos anteriores.

Abstract


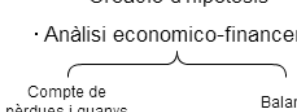
This project aims to value the share of the Inditex Group by the discounted cash flow method and the relative valuation method. In the first part, the company will be introduced and its activity and brands explained. The second part will be an economic and financial assessment of the Group for the period between 2009 and 2013. The third part will make a prediction for the coming years and will create different possible future scenarios. In the next part, the share is estimated by the discounted cash flow method and the relative method. Finally, a range of objective values will be established through the share price from the weighting of the results obtained by the two valuations.

Paraules clau: Valoració d'empreses, descompte de fluxos de caixa de l'accionista, valoració relativa per comparables, Inditex, Ibex 35.

0. Introducció

En aquesta investigació es tracta de determinar el valor del Grup Inditex mitjançant el mètode de descompte de fluxos de caixa i el mètode per comparables. Donat que la present investigació s'emmarca dins de la valoració d'empreses, per arribar a aquest objectiu s'haurà d'estructurar el projecte en diferents fases.

Taula 1. Estructura del projecte.

Anàlisi del negoci	Estratègia i planificació financera	Valoració d'empreses
<ul style="list-style-type: none"> · Anàlisi economico-financera <li style="margin-left: 40px;">  	<ul style="list-style-type: none"> · Creació d'hipòtesis · Anàlisi economico-financera <li style="margin-left: 40px;">  	<ul style="list-style-type: none"> · Mètode descompte de fluxos de caixa <ul style="list-style-type: none"> · Cash flow dels accionistes · Mètode valoració relativa per comparables <ul style="list-style-type: none"> · PER · Dividend Yield · Sales per Price · Price to Book Value
Reals	Previsionals	
Període 2009-13	Període 2014-18	Any 2014

Font: Elaboració pròpia.

En una primera fase, caldrà analitzar el negoci del Grup per a comprendre plenament a que és dediquen. Després caldrà analitzar el negoci des dels seus estats financers, utilitzant unes ràtios que ens mostraran els rendiments de l'empresa al llarg d'un període temporal. Acte seguit, projectarem aquests estats per a veure com serà la seva evolució en els propers anys i veurem uns quants possibles escenaris futurs. Totes aquestes passes són necessàries per a poder fer les valoracions pels mètodes ja esmentats.

Aquests dos mètodes de valoració ens oferiran diferents resultats. El resultat provinent del descompte de fluxos de caixa de l'accionista futur permetrà incorporar les noves decisions estratègiques de l'empresa dels pròxims anys, així com la última informació rellevant del mercat i del sector. El resultat provinent segons la valoració relativa per comparables es donarà gràcies a unes variables relacionades amb els preus de mercat, les vendes, els beneficis, els dividends i el valor dels fons propis d'una mostra representativa d'empreses del sector. Un cop tinguem fetes les valoracions, els resultats obtinguts es ponderaran per així obtenir un interval del que seria el preu de l'empresa per acció.

La hipòtesi amb la que es treballarà és que el valor de l'empresa per acció és major pel mètode de descompte de fluxos de caixa que pel mètode per comparables. Creiem que degut a la situació de líder del sector del Grup Inditex, a l'anàlisi per comparables, les companyies del sector influiran negativament en aquesta valoració. Confiam que els estats financers del Grup, amb una estructura financera molt sòlida, unes perspectives de creixement elevades i un sòlid model de negoci faran que la hipòtesi del treball sigui certa.

Per a la realització d'aquest projecte s'han consultat diverses fonts, entre elles diversos treballs de valoració d'empreses pràctics, teòrics i llibres d'anàlisi d'estats financers. Però el que ha resultat fonamental han estat els diferents informes que han anat presentant les companyies incloses en el treball on ens expliquen de forma detallada els seus estats financers, la seva composició, la seva activitat i dades d'interès pels accionistes.

1. Anàlisi del negoci.

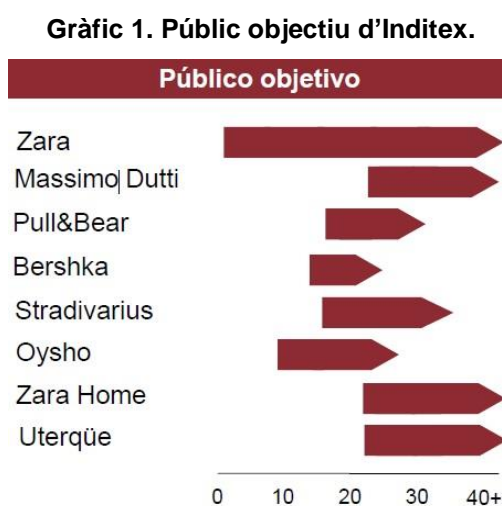
Inditex S.A es un grup multinacional que es dedica a la fabricació i distribució tèxtil i es va fundar l'any 1985 com a capçalera d'un grup d'empreses. La seva seu central està a Arteijo, municipi situat a la província de La Coruña.

Els seus inicis es remunten a l'any 1963, quan el seu fundador, Amancio Ortega fundà una empresa dedicada a la fabricació de peces de roba. Aquesta empresa creix progressivament fins a comptar amb diferents centres de fabricació, els seus productes es distribueixen a diferents països Europeus. Però no va ser fins al 1975 que obrí la seva primera botiga, aquest establiment va esser anomenat Zara, i es va establir a La Coruña. En els següents deu anys aquesta cadena es va anar establint per diferents indrets de la geografia espanyola fins que al 1985 creà Inditex com a grup d'empreses. Després de la expansió per Espanya, es produeix una sortida cap a l'exterior, començant per la propera ciutat de Porto al 1988, i continuant els dos anys següents per dues de les capitals de la moda, com són Nova York i París. Sota el nom d'Inditex hi ha diferents marques:

- **Zara:** Es el buc insígnia del grup, la seva facturació suposa un 75% del total facturat. Abasta molts estils diferents, des de roba pel dia a dia, fins a roba més seriosa o formal. Va destinada a un públic masculí i femení d'entre 20 i 35 anys.
- **Zara home:** Aquesta cadena ofereix estris per a la decoració de la llar, estris de cuina, etc.
- **Massimo Dutti:** El més destacat d'aquesta cadena són els dissenys més elegants, clàssics i estudiats. Ofereix moda per homes, dones i des de fa poc, per a nens.
- **Pull & Bear:** Aquesta marca es centra en la roba casual, amb un to relaxat i amb accessoris per a joves amb un estil molt urbà.
- **Bershka:** Aquesta cadena va ser creada per satisfer les necessitats del públic femení jove, i més recentment, ha començat a distribuir roba per a nois joves. Compta amb un estil juvenil, encara que no tant urbà com Pull & Bear.
- **Oysho:** Ofereix llenceria i roba interior femenina, per a dormir i per a la pràctica d'esport, inclou col·leccions per a noies joves i nadons.
- **Kiddy's Class:** També anomenat Zara Kids, venen roba per a nens i nenes de 0 a 14 anys.
- **Stradivarius:** Aquesta marca va ser adquirida pel grup l'any 1999. Té un concepte innovador en la moda, dirigida a noies joves, ofereixen peces de vestir i accessoris.
- **Tempe:** Es l'empresa especialitzada en calçat del Grup.
- **Uterqüe:** Última incorporació a Inditex. Ofereix accessoris com sabates, carteres, joies i ulleres de sol.

A l'hora de vendre, Inditex considera que la millor forma de promoció de la marca són els seus propis establiments. Per això, tenen molta cura a l'hora de seleccionar les ubicacions, i donen gran valor a la creació d'un ambient molt cuidat i agradable pel consumidor. A diferència dels seus competidors, cap de les marques del grup sol realitzar campanyes de publicitat als medis massius. Aquestes queden limitades a períodes de rebaixes o per comunicar l'apertura de nous establiments. Consideren que les altes despeses de promoció dificultarien la possibilitat d'oferir als clients els seus preus competitius.

Com s'ha esmentat uns paràgrafs més amunt, el Grup inclou diferents marques que aquestes van enfocades a un *target* concret. Segmentat per estils a l'hora de vestir i per edat.



Font: Presentació Grup Inditex "Oportunidad de crecimiento global".

Part dels teixits i matèries necessàries per a la producció són produïts per empreses del grup ubicades a Europa, Àsia i Àfrica, la resta s'adquireix mitjançant diferents proveïdors. El principal objectiu d'Inditex, es disposar d'una ampla font d'aprovisionament que permeti disposar de tots els teixits necessaris a un preu assequible. Tracten de tenir el màxim poder possible en les negociacions. Passa d'igual manera amb la producció, aquest procés està repartit aproximadament en un 50% entre empreses filials i empreses contractades externament. Actualment, estan concentrant molts esforços en el seu codi de conducta ètica de proveïdors. Duen a terme moltes auditories i estableixen unes qualificacions. En el següent quadre es pot observar la classificació d'aquests.

Gràfic 2. Classificació dels proveïdors en funció dels anys de relació comercial.

Clasificación de los proveedores en función de los años de relación comercial con Indítex (%)



Font: Grupo Indítex informe anual 2012.

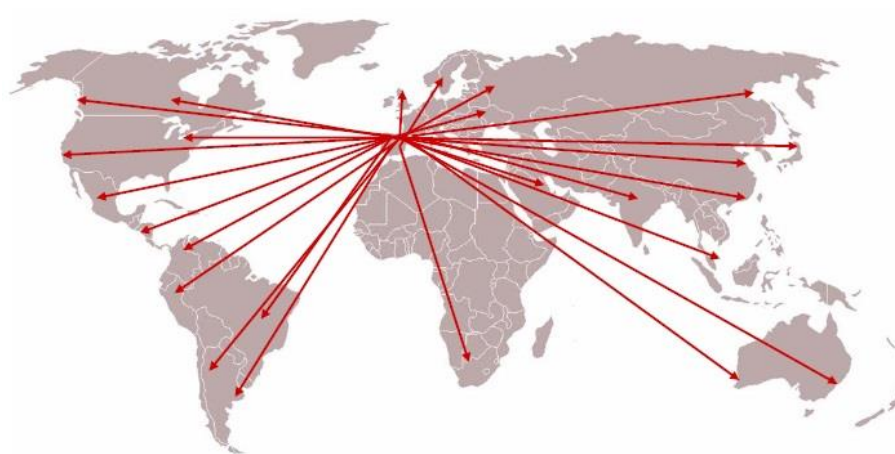
En aquest gràfic veiem que hi ha cinc tipus de proveïdors, aquests estan separats depenent el grau de compliment del seu codi de conducta.

- Proveïdor A: Risc mínim, compleix amb el codi de conducta.
- Proveïdor B: Risc baix, incompleix algun aspecte no rellevant del codi de conducta.
- Proveïdor C: Risc mitjà, incompleix algun aspecte sensible del codi de conducta.
- Proveïdor PAC: Proveïdor sotmès a un pla d'acció correctiva.
- Proveïdor PR: Proveïdor en procés d'auditoria.

Veiem que a mesura de que Indítex treballa amb uns proveïdors aquests tenen millor qualificació, ja sigui perquè han aplicat accions correctores o perquè han deixat de treballar amb els conflictius.

La logística és una de les principals fonts d'avantatge competitiu del Grup. Per a cada marca hi ha un propi centre logístic. El lliurament es fa en terminis de temps molt breus, fet que fa possible que les peces de roba es renovin amb freqüència. La seva reposició es dona a terme dues vegades per setmana, i els terminis de lliurament de les mercaderies no són superiors a les 72 hores. Ja siguin per vaixell, carretera o avio. Del total del transport un 80% es terrestre, és la fórmula més eficient per arribar a temps als punts de venda europeus. El transport aeri és possible gràcies als acords del grup amb diverses companyies aèries que fan possible que els temps entre comandes i els terminis es compleixin sempre. El vaixell queda gairebé en exclusiva per a l'aprovisionament de matèries primeres.

Imatge 1. Logística a Inditex.



Font: Presentació Grup Inditex "Oportunidad de crecimiento global".

A diferència de molts dels competidors que hi ha al món de la moda, Inditex no crea les col·leccions per a presentar-se a les millors passarel·les del món. La seva finalitat és la d'apropar la moda a la gent normal. El Grup dissenya els seus models a partir de la informació que obtenen procedent de dues vies. D'una banda, disposen d'un equip de més de dos-cents dissenyadors que assisteixen a les presentacions, a les passarel·les i visiten els llocs freqüentats pel seu *target* per a desenvolupar finalment les seves futures col·leccions. D'altra banda, el personal de les botigues, normalment els responsables, envien informes sobre el grau d'acceptació de cada tirada. Observen la demanda de cada model antic i busquen les opinions dels clients. D'aquest mode, la botiga no és solament un lloc on es produeix una operació comercial, sinó que també és el punt de partida per a començar a dissenyar la moda de les properes col·leccions.

Inditex està constantment obrint noves botigues i augmentant la seva presencia comercial a nous mercats, com podem observar en la següent taula, el seu creixement passa per l'apertura de moltes botigues, amb més d'una de mitjana diària.

Taula 2. Dades del negoci.

	2009	2010	2011	2012	2013
Botigues	4.607	5.044	5.527	6.009	6.340
Apertures netes	343	437	483	482	331
Treballadors	92.301	100.138	109.512	120.314	128.313
Països	74	77	82	86	87

Font: Informes anuals del Grup Inditex.

Cal afegir que de les 6.340 botigues que tenen arreu del món, solament 832 són franquícies. Durant l'últim període sotmès a estudi es van tancar 26 botigues, aquestes eren de les cadenes

de Zara Kids i de Uterqüe, tancant-se la majoria d'elles durant l'últim trimestre de l'any. També cal destacar que el 78,7% dels treballadors són dones.

En els últims anys, en el grup s'han vist una sèrie de canvis en el seu òrgan directiu i en el seu accionariat. Després de tota la vida com a president del Grup, al gener de 2011, Amancio Ortega anuncià que deixa la presidència del Grup. Proposant com a substitut a Pablo Isla, vicepresident i conseller delegat. Aquesta decisió va ser ratificada a la junta general d'accionistes que va tenir lloc al mes de juliol.

Actualment el capital social de l'empresa és de 93.499.560,00€, repartit entre 623.330.400 accions. El màxim accionista segueix sent l'expressident Amancio Ortega, amb el 59,294% de les accions, com a segons màxims accionistes estan els hereus de la seva exdona Rosalia Mera, que va morir a l'agost de 2013, amb el 5,053%.

2. Anàlisi econòmico-financera.

En aquest punt es pretén fer l'anàlisi del compte de resultats i del balanç del Grup Inditex dels exercicis que van dels anys 2009 al 2013.

2.1 Anàlisi del compte de Pèrdues i Guanys.

En aquest punt analitzarem el Compte de Resultats Inditex del període que va de l'any 2009 al 2013.

Taula 3. Compte de resultats del Grup Inditex 2009-2013 (en milions d'euros).

	2009	2010	2011	2012	2013
Vendes	11.084	12.527	13.793	15.946	16.724
Cost de les vendes	4.756	5.105	5.612	6.417	6.801
Marge brut	6.328	7.422	8.180	9.529	9.923
Despeses d'explotació	3.953	4.452	4.919	5.605	5.998
Altres guanys i pèrdues netes	1	4	3	12	1
Resultat operatiu	2.374	2.966	3.258	3.913	3.926
Amortitzacions i deprecacions	646	676	736	796	855
Resultats d'explotació	1.728	2.290	2.522	3.117	3.071
Resultats financers	4	31	37	14	18
Resultats abans d'impostos	1.732	2.322	2.559	3.131	3.053
Impost sobre beneficis	410	580	613	764	671
Resultat net	1.322	1.741	1.946	2.367	2.382

Font: Dades extretes dels informes d'auditoria dipositats en la CNMV.

En aquests anys s'observa una tendència a l'alça, les vendes creixen any rere any, alguns anys amb creixements més elevats que altres, però han seguit una tendència a créixer entorn al 10%, a excepció dels anys 2009 i 2013, on el creixement va ser entorn al 5%.

Taula 4. Creixement de les vendes.

	2009	2010	2011	2012	2013
Creixement de vendes	6,51%	13,02%	10,11%	15,61%	4,88%

Font: Elaboració pròpia.

Un altre indicador important és el ROS, que creix un 3% durant aquest període. Això ve donat a una sèrie de successos. Per una part, una disminució dels costos de les vendes sobre les vendes, ha fet que el marge brut any rere any representés, percentualment, més sobre les vendes. Que les despeses d'explotació es mantinguessin en els mateixos valors percentuals ha fet que el resultat operatiu fos major gràcies a la reducció del CMV. Les amortitzacions i deprecacions any rere any han anat representant menys quantitat respecte a les vendes. Pel

que observem, l'únic concepte que ha augmentat respecte a les vendes són els impostos sobre beneficis, això no és un fet negatiu, ja que majors beneficis equivalen a majors impostos, deixant de banda les possibles bonificacions fiscals, és clar.

Taula 5. Rendibilitat sobre les vendes.

	2009	2010	2011	2012	2013
ROS, rendibilitat sobre vendes	11,93%	13,90%	14,11%	14,84%	14,24%

Font: Elaboració pròpia.

El ROE ha crescut una mica durant aquests 5 exercicis, això es deu a què el benefici net ha crescut més que el que ha crescut el Patrimoni Net. Si el descomponem veiem que ha tingut un impacte positiu el ROS, com s'ha explicat en el paràgraf anterior, és creixent. La rotació dels actius ha estat decreixent, perquè els actius han crescut més del que han crescut les vendes. El palanquejament s'ha mantingut estable durant aquests 5 exercicis.

Taula 6. Descomposició del ROE.

	2009	2010	2011	2012	2013
ROS, rendibilitat sobre vendes	11,93%	13,90%	14,11%	14,84%	14,24%
Rotació	132,97%	127,48%	125,86%	123,71%	121,58%
Palanquejament	1,55	1,53	1,47	1,52	1,48
ROE, rendibilitat recursos propis	24,61%	27,11%	26,10%	27,91%	25,67%

Font: Elaboració pròpia.

El ROA augmenta degut a què el creixement de l'EBIT és major a la nova inversió que es fa en actius. El creixement del EBIT ve donat al creixement de vendes i a l'ajust percentual de molts comptes respecte les vendes. Els actius creixen, perquè l'empresa està en expansió i perquè d'entre altres, necessita adquirir nous locals i crear noves plataformes logístiques.

Taula 7. Rendibilitat de l'actiu.

	2009	2010	2011	2012	2013
ROA, rendibilitat de l'actiu	28,49%	32,01%	30,54%	33,13%	29,82%

Font: Elaboració pròpia.

El *Cash flow* operacional també creix a l'augmentar el resultat net i les amortitzacions, i any rere any representa més sobre les vendes. Però aquest creixement no ha fet que durant tots els anys el deute decreixés, solament va minvar un any, després va tornar a créixer, si mirem el compte de caixa i equivalents veiem que hi ha un valor molt elevat, s'hauria de veure com s'aprofiten els diners que estan a caixa, i quin és el cost d'oportunitat de l'empresa per seguir tenint deute bancari i no autofinançar-se. Un altre factor important és que encara que Indítex inverteixi cada any més diners en actius nets, el *Cash flow* no ha decrescut per aquest factor, sinó que tot el contrari. Això ha estat gràcies en part a unes NOFs negatives i a què any rere any, l'excedent de caixa ha estat major. Si fem l'anàlisi en xifres percentuals, veiem que els

anys que menys ha crescut el *Cash flow* és, perquè la inversió en actiu fix ha estat major, i l'excés operatiu de fons ha decregut, aquest fet ha afectat amb un menor creixement els fluxos de caixa.

Taula 8. Cash Flow vs. Nova inversió bruta (en milions d'euros).

	2009	2010	2011	2012	2013
Cash flow operacions	1.968	2.417	2.682	3.163	3.237
Nova inversió bruta	525	908	1.634	1.472	1.648

Font: Elaboració pròpia.

Indítex reparteix dividendes anualment, en forma de dividend a compte i de dividend extraordinari. El dividend brut per acció és major anualment, això és important per al Grup, ja que volen tenir als accionistes contents i amb unes bones retribucions. Com podem observar a la següent taula, el total de dividendes repartits sobre el total del benefici net és major any rere any, el creixement de l'últim any ve donat a què el benefici net va créixer solament un 1%.

Taula 9. Repartiment de dividendes (en milions d'euros).

	2009	2010	2011	2012	2013
Dividendes repartits	748	997	1.122	1.371	1.508
% Sobre el benefici net	56,58%	57,27%	57,66%	57,92%	63,31%

Font: Elaboració pròpia.

Els números del compte de resultats ens indiquen que l'empresa està en plena fase de creixement, però encara així no deixa de ser rendible, és més, any rere any encara ho és més.

2.2 Anàlisi del Balanç.

En aquest punt analitzarem el Balanç del Grup dels períodes d'entre l'any 2009 i 2013.

Taula 10. Balanç del Grup Inditex 2009-13 (en milions d'euros).

ACTIU	2009	2010	2011	2012	2013
Caixa i equivalents	2.420	3.433	3.467	4.104	4.060
Deutors	422	482	531	848	815
Existències	993	1.215	1.277	1.581	1.677
Altres	109	73	162	160	213
ACTIU CORRENT	3.944	5.203	5.437	6.692	6.765
Immobilitzat material	3.307	3.414	4.083	4.745	5.220
Immobilitzat immaterial	665	687	832	820	846
Inversions financeres	15	9	10	4	21
Altres	404	513	597	629	905
ACTIU NO CORRENTS	4.392	4.624	5.522	6.198	6.991
TOTAL ACTIU	8.336	9.827	10.959	12.890	13.756
PASSIU I PATRIMONI NET	2009	2010	2011	2012	2013
Creditors	2.270	2.672	2.679	3.409	3.421
Deute financer	35	3	1	2	3
Altres	-	-	23	74	38
PASSIU CORRENT	2.305	2.675	2.703	3.485	3.462
Deute financer	5	4	2	4	2
Passius per impostos diferits	173	173	183	192	217
Altres passius a llarg termini	482	552	617	727	796
PASSIU NO CORRENT	660	729	801	923	1.016
PATRIMONI NET	5.371	6.423	7.456	8.482	9.278
TOTAL PASSIU I PATRIMONI NET	8.336	9.827	10.959	12.890	13.756

Compres	4.694	5.327	5.674	6.721	6.897
Nova inversió bruta	525	908	1.634	1.472	1.648

Font: Dades extretes dels informes d'auditoria dipositats en la CNMV.

El primer que observem és que les NOFs són negatives, és a dir, tenen EOF. Això significa que l'empresa es finança gràcies a proveïdors i clients. Això ho veiem clarament si anem al passiu, observem que el deute financer és molt petit si el comparem amb el compte de creditors. La tendència d'aquests anys ha estat la d'una reducció del deute financer, i un augment dels creditors. El deute financer no afecta a l'estudi dels EOF d'Inditex.

Normalment una empresa amb vendes creixents té també les NOFs creixents, en aquest cas són decreixents, o EOFs creixents, com és vulgui dir, això es deu a què la seva estructura del passiu gira al voltant dels creditors, que se'ls paga a 176 dies de mitja durant el període sotmès a estudi. També és important saber que ells cobren al moment de vendre o a 30 dies en el cas dels que paguen amb targeta. Les NOF decreixen, perquè els comptes de deutors, existències, inversions financeres temporals i altres actius corrents, creixen menys que el que creix el compte de creditors i el d'altres passius corrents.

El Fons de Maniobra creix, perquè el patrimoni net i el passiu no corrent creixen més que els actius no corrents. Això es deu a què una part dels beneficis es reinverteixen, l'altre part es reparteix entre els accionistes de l'empresa, i a què els altres passius a llarg termini augmenten. L'únic compte que creix de forma substancial a l'actiu no corrent és la d'immobilitzat material.

Taula 11. Extracte del balanç usat a les finances operatives (en milions d'euros).

	2009	2010	2011	2012	2013
NOF	-746	-902	-732	-894	-754
FM	1.639	2.528	2.735	3.207	3.303
Caixa excedent	2.385	3.430	3.467	4.101	4.057

Font: Elaboració pròpia.

Els recursos aliens cada cop formen menor part del passiu, degut a què el patrimoni net augmenta més que el que ho fan els recursos aliens. Com s'ha comentat uns paràgrafs més amunt, el deute financer és molt petit, i ha arribat a un punt en el que no representa pràcticament res, un 0,05%, comparat amb els recursos propis.

Taula 12. Ràtios del passiu.

	2009	2010	2011	2012	2013
Fons propis/Exigible a curt	233,02%	240,11%	275,84%	243,39%	268,00%
Fons propis/Recursos aliens	181,15%	188,69%	212,79%	192,42%	207,19%
Deute bancària/(Deute bancari + R. propis)	0,74%	0,11%	0,04%	0,07%	0,05%
Recursos aliens/Passiu total	35,57%	34,64%	31,98%	34,20%	32,55%

Font: Elaboració pròpia.

La ràtio de tresoreria ha augmentat de forma considerable, això es deu a un augment molt ostensible de la caixa i equivalents. La ràtio de liquiditat també ha augmentat molt gràcies al major augment de l'actiu circulat que del passiu circulat.

Taula 13. Ràtios de solvència.

	2009	2010	2011	2012	2013
Ràtio de tresoreria	104,99%	128,34%	128,26%	117,76%	117,27%
Ràtio de liquiditat	171,11%	195,50%	201,15%	192,02%	195,41%

Font: Elaboració pròpia.

Un cop analitzats aquests comptes arribem a la conclusió que l'estratègia del Grup és la d'augment de marges. Hem pogut observar que any rere any han tractat de millorar les seves xifres de negoci, ja sigui augmentant vendes, millorant cada any els diferents beneficis del pèrdues i guanys (EBITDA, EBIT, EBT i Benefici net), això ha estat gràcies a un control molt escrupolós de les desviacions i millorant l'eficiència econòmica, com bé ens indiquen els diferents ràtios.

3. Estratègia i planificació financera de l'empresa

En aquest punt es pretén projectar els comptes de pèrdues i guanys i el balanç del Grup en cinc anys. Per això, caldrà que formulem amb el màxim de precisió possible, les diferents hipòtesis, per a després poder fer les valoracions el màxim acurades.

3.1 Estimació del compte de Pèrdues i Guanys.

En aquest apartat primer de tot plantejarem les hipòtesis de les partides que conformen el compte de pèrdues i guanys i després analitzarem el compte de pèrdues i guanys previsual.

3.1.1 Hipòtesis del compte de Pèrdues i Guanys.

Per a l'estimació del benefici net s'han plantejat les següents hipòtesis sobre les partides que componen el compte de pèrdues i guanys.

- **Creixement dels ingressos respecte l'any anterior.** Per l'any 2013, el nivell de facturació de la companyia va ser de 16.724 milions d'euros, un 4,88% superior a l'anterior any. Les ventes de Zara suposen un 66,11% de les ventes de tot el Grup i les ventes a continent Europeu representen el 66% de totes les vendes. Pels pròxims anys s'esperen creixements d'entre el 4 i el 6%. Aquests creixements són inferiors als dels últims anys degut al reduït creixement en totes les geografies i l'increment de la competència en mercats emergents. Encara així, ara mateix Inditex vol experimentar un augment de vendes comportat per la decisió de creació nous models de roba dues vegades per setmana i amb una expansió global a tot el món de forma progressiva de les seves plataformes de venda online per a totes les cadenes del Grup. A Europa volen expandir-se als països d'Europa de l'est i Europa Occidental. Al continent Asiàtic volen expandir totes les seves cadenes i implantar la venda online. A Amèrica la seva estratègia és diferent, a Estats Units i Canadà volen expandir la cadena Massimo Dutti, a Mèxic Stradivarius i a Brasil Zara Home.
- **Aprovisionaments sobre vendes.** Aquesta partida està composta bàsicament pel consum de mercaderies, matèries primeres i altres aprovisionaments. L'any 2013 es van consumir 6.801 milions d'euros, aquesta xifra va suposar el 40,67% de la xifra d'ingressos. Pels propers anys s'ha estimat que la companyia seguirà aprofitant el seu poder negociador, i la seva constant recerca de nous proveïdors els permetrà rebaixar la xifra del cost d'aprovisionaments.
- **Despeses d'explotació.** Aquesta partida està composta per les despeses de personal, arrendaments i altres despeses operatives. L'any 2013 es van consumir 5.998 milions d'euros, xifra que suposa el 35,86% de la xifra d'ingressos. Pels propers anys s'ha

estimat que la companyia reduirà aquesta xifra respecte les vendes gràcies al seu minucios control de les despeses, seguint la tendència dels seus últims anys.

- **Altres guanys i pèrdues netes.** Aquesta partida està composta principalment per les variacions en els preus dels deutes reconeguts per l'existència d'opcions de compra i venda creuades entre el Grup i els titulars d'una part de les accions de determinades societats dependents. L'import d'aquesta partida l'any 2013 va ser d'1 milió d'euros en pèrdues. Pels pròxims anys s'ha estimat que aquesta partida representarà un 0,03% del marge brut.
- **Amortitzacions i deprecacions.** Aquesta partida recull el detall de les amortitzacions i deprecacions de l'actiu fix, aquesta xifra l'any 2013 va ser de 855 milions d'euros, representant un 12,23% de l'immobilitzat de la companyia. El percentatge aplicat pels pròxims anys s'ha calculat en relació a la tendència dels últims anys.
- **Resultats financers.** Formen part d'aquesta partida els ingressos per interessos bancaris, les diferències positives de canvi, les despeses per interessos bancaris, les diferències negatives de canvi i per altres despeses financeres. L'evolució prevista d'aquest compte és la que segueix la tendència dels últims anys.
- **Impost de societats.** Per tal de tenir en compte les bonificacions i deduccions de les quals s'ha beneficiat el Grup, a l'hora de fer les previsions s'ha aplicat la taxa mitja dels últims anys, un 23,8%.

Taula 14. Hipòtesis del Compte de Resultats.

Hipòtesis	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Creixement de vendes	4,88%	4%	4%	5%	5%	6%
Aprovisionaments sobre vendes	40,67%	40,75%	40,70%	40,70%	40,65%	40,65%
Despeses d'explotació	35,86%	35,6%	35,6%	35,6%	35,6%	35,6%
Altres guanys i pèrdues netes	0,01%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Amortitzacions i deprecacions	12,23%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Resultats financers	0,11%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Impost de societats	22%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%

Font: Elaboració pròpia.

3.1.2 Anàlisi del compte de Pèrdues i Guanys previsional.

En aquest punt analitzarem el Compte de Resultats previsional d'Inditex del període que va de l'any 2014 al 2018.

Taula 15. Compte de Resultats previsional del Grup Inditex 2014-18 (en milions d'euros)

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Vendes	16.724	17.393	18.089	18.993	19.943	21.139
Cost de les vendes	6.801	7.088	7.362	7.730	8.107	8.593
Marge brut	9.923	10.305	10.727	11.263	11.836	12.546
Despeses d'explotació	5.998	6.192	6.440	6.762	7.100	7.526
Altres guanys i pèrdues netes	1	3	3	3	4	4
Resultat operatiu	3.926	4.110	4.284	4.498	4.733	5.017
Amortitzacions i deprecacions	855	950	1.011	1.105	1.180	1.252
Resultats d'explotació	3.071	3.161	3.273	3.393	3.553	3.765
Resultats financers	18	25	26	27	28	30
Resultats abans d'impostos	3.053	3.135	3.246	3.366	3.524	3.735
Impost sobre beneficis	671	746	773	801	839	889
Resultat net	2.382	2.389	2.474	2.565	2.686	2.846

Font: Elaboració pròpia.

En aquests anys observem que les vendes creixen any rere any, uns anys el creixement és major a altres, però de mitjana, aquest creixement es mou al voltant del 5%.

Taula 16. Creixement de les vendes.

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Creixement de vendes	4,88%	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	6,00%

Font: Elaboració pròpia.

Un altre indicador que cal tenir en compte és el ROS, aquest es manté estable entorn el 13,5%. Això ve donat a què els costos de les vendes, les despeses d'explotació, les amortitzacions i les deprecacions, els resultats financers i els impostos es mantenen estables respecte les vendes durant aquests 5 exercicis.

Taula 17. Rendibilitat sobre les vendes.

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
ROS, rendibilitat s/vendes	14,24%	13,74%	13,68%	13,50%	13,47%	13,46%

Font: Elaboració pròpia.

El ROE ha decregut respecte a l'any 2013, però els anys que s'han projectat els estats financers, aquest es manté molt estable. Aquesta disminució en el ROE ve donada a què la rendibilitat sobre les vendes s'ha reduït mínimament, la rotació disminueix de forma

considerable i el palanquejament també pateix una mínima disminució. El concepte que fa variar el ROE dels anys projectats al real és la rotació, d'un any a un altre el creixement dels actius és superior al creixement de les vendes.

Taula 18. Descomposició del ROE.

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
ROS, rendibilitat s/vendes	14,24%	13,74%	13,68%	13,50%	13,47%	13,46%
Rotació	121,58%	116,87%	112,61%	109,73%	106,92%	105,16%
Palanquejament	1,48	1,47	1,45	1,44	1,44	1,43
ROE, rendibilitat. recursos propis	25,67%	23,53%	22,38%	21,40%	20,72%	20,31%

Font: Elaboració pròpia.

El ROA disminueix bastant, això es deu a què el creixement de la nova inversió en actius és major al creixement dels beneficis abans d'interessos i impostos.

Taula 19. Rendibilitat de l'actiu.

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
ROA, rendibilitat actiu	29,82%	28,00%	26,57%	25,34%	24,47%	23,93%

Font: Elaboració pròpia.

El cash flow operacional creix a l'augmentar el benefici net i les amortitzacions, i com veiem, la nova inversió bruta també creix, on es fa major inversió és en l'immobilitzat material. En el pròxim punt s'explicarà en que consisteixen aquestes inversions en immobilitzat material que és duran a terme al Grup els pròxims 5 anys.

Taula 20. Cash flow operacions vs. Nova inversió bruta (en milions d'euros).

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Cash flow operacions	3.237	3.339	3.485	3.670	3.866	4.098
Nova inversió bruta	1.648	1.744	1.653	1.736	1.793	1.842

Font: Elaboració pròpia.

Indítex repartirà dividends de forma anual i els abonarà en dues vegades. Cada any el total de dividend brut per acció serà major. Com podem veure a la següent taula es repartirà més o menys el mateix percentatge de dividends sobre el benefici net.

Taula 21. Repartiment de dividends (en milions d'euros).

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Dividends repartits	1.508	1.515	1.571	1.633	1.708	1.801
% Sobre el Benefici Net	63,31%	63,41%	63,51%	63,67%	63,60%	63,28%

Font: Elaboració pròpia.

Els números d'aquest compte de resultats ens indiquen que l'empresa segueix creixent, però les ràtios ens indiquen que les rendibilitats de l'empresa no són tant grans com quan el creixement era en torn al 10%.

3.2 Estimació del Balanç.

3.2.1 Hipòtesis del Balanç.

Per a l'estimació del balanç del Grup s'han plantejat les següents hipòtesis sobre les partides que componen el quadre.

- **Comptes d'Actiu.**
 - **Caixa i equivalents.** Aquesta partida està composta per saldos en caixa i bancs, imposicions a curt termini i fons en valors de renda fixa. Aquesta partida s'utilitzarà com a partida de quadrament.
 - **Deutors.** Aquest compte està compost per deutors comercials, deutors per venda a franquícies, administracions públiques i altres deutors. Pels pròxims anys aquesta partida seguirà representant la mateixa part de l'actiu corrent, seguint amb la tendència dels últims 5 anys.
 - **Existències.** Conformada per matèries primeres, productes en curs i mercaderies per a la venda. Aquesta partida vindrà determinada pels dies que l'empresa tindrà les existències a l'empresa, comptant des del primer dia que entra en forma de matèria primera fins a què es ven. Com la major part d'aquesta partida són les mercaderies preparades per a la venda considerem que Inditex en els pròxims anys millorarà aquest nombre de dies que en els últims anys ha pujat una mica.
 - **Altres Actius Corrents.** Aquesta partida és poc representativa dins de l'actiu corrent, l'últim any va representar un 3,15% de l'actiu corrent, pels pròxims anys s'ha estimat que representarà un 3,2% d'aquest.
 - **Immobilitzat material.** És la partida més representativa de l'actiu corrent, formada bàsicament pels terrenys i edificis del Grup. L'últim any aquesta partida va augmentar en un 10%. En els pròxims anys s'espera un augment d'aquesta, degut principalment per les millores que pretenen fer en els seus establiments, segons la seva presentació del que serà l'exercici del 2014 volem ampliar les seves botigues bandera, volen implantar una nova imatge de la marca als establiments i volen aconseguir botigues noves més grans i en les millors ubicacions.

- **Immobilitzat immaterial.** Aquesta partida mostra un menor creixement interanual que l'immobilitzat material, el creixement dels pròxims anys vindrà donat pels seus drets sobre locals, les propietats d'inversió i pels actius intangibles conformats pel registre i ús de les marques, dissenys industrials i el cost de les aplicacions informàtiques. Creiem que el seu augment en el canal de venda online a nous països serà la causa de l'augment d'aquesta partida.
- **Inversions financeres.** Aquesta partida correspon a la participació d'Inditex en el capital de 5 agrupacions d'interès econòmic, la seva activitat és l'arrendament d'actius dirigida per una altre entitat no vinculada al Grup. Pels pròxims anys s'ha estimat que aquesta partida representarà un percentatge similar al dels últims anys.
- **Altres actius no corrents.** Aquesta partida està composta principalment per fiances, que corresponen a quantitats entregades als propietaris dels locals comercials en arrendament en garantia de compliment de les condicions estipulades en contractes de lloguer. Aquesta partida representarà els pròxims anys la mitjana del que va representar en els últims anys.

Taula 22. Hipòtesis del Balanç del Grup: Actiu.

Hipòtesis	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Caixa i equivalents	4.060	Partida de quadrament				
Deutors	12,5%	11%	11%	11%	11%	11%
Existències	88,7	88	88	88	87	87
Altres actius corrents	3,15%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Immobilitzat material	10%	8%	7%	6%	5%	4%
Immobilitzat immaterial	3%	14%	14%	14%	14%	14%
Inversions financeres	0,3%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Altres actius no corrents	43,8%	15%	15%	15%	15%	15%

Font: Elaboració pròpia.

- **Comptes de Passiu i Patrimoni Net.**
 - **Creditors.** Aquest compte està conformat principalment per creditors comercials, personal, administracions públiques i altres creditors. Inditex paga el 98% de les vegades dins del termini màxim legal, per tant el valor d'aquesta partida en els pròxims anys en vindrà donat pel dia de pagament. S'espera que Inditex pagui de mitjana a 180 dies, com venia fent en els últims anys.
 - **Deute financer a curt termini.** Aquest compte està format per tots els deutes financers amb entitats de crèdit i que vencen en el termini d'un any. El tipus d'interès d'aquests deutes estan negociats en els seus respectius mercats. Aquesta

partida representarà en els pròxims anys un valor semblant al que ha representat en els últims anys.

- **Altres Passius Corrents.** Aquesta partida és poc representativa dins del passiu corrent. Pels pròxims anys s'estima que aquest compte representarà dins del Passiu Corrent semblant al dels últims anys.
- **Deute financer a llarg termini.** Aquest compte està format per totes les deutes financeres amb entitats de crèdit i que vencen en un termini superior a un any. El tipus d'interès d'aquestes deutes estan negociats en els seus respectius mercats. Aquesta partida representarà en els pròxims anys un valor semblant al que ha representat en els últims anys.
- **Passius per impostos diferits.** Aquest compte està format per impostos diferits en opcions de leasing, operacions intragrup, immobilitzat, correccions de valor i reinversió de beneficis. Degut a la seva estabilitat dels últims anys, s'estima que aquesta es mantingui en el compte de balanç.
- **Altres passius no corrents.** Aquest compte està format principalment per opcions amb socis i per incentius a arrendaments. Pels pròxims anys hem estimat que seguirà la tendència mitjana dels últims anys.
- **Dividend per acció.** Aquesta hipòtesi ens permetrà saber quina part dels beneficis es repartirà als accionistes i quina anirà a parar al Patrimoni Net del Grup. Pels pròxims anys s'estima un augment anual del dividend brut per acció, aquest augment serà més gran o més petit en relació al augment de les vendes de l'any.

Taula 23. Hipòtesis del Balanç del Grup: Patrimoni Net i Passiu.

Hipòtesis	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Creditors	179	179	179	179	179	179
Deute financer a curt termini	0,09%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Altres passius corrents	1,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Deute financer a llarg termini	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Passius per impostos diferits	21,36%	22%	22%	22%	22%	22%
Altres passius no corrents	9,5%	11%	11%	11%	11%	11%
Dividend per acció.	2,42	2,43	2,52	2,62	2,74	2,89

Font: Elaboració pròpia.

3.2.2 Anàlisi del Balanç previsional.

En aquest punt analitzarem el Balanç provisional del Grup Indítex dels períodes d'entre els anys 2014 i 2018.

Taula 24. Balanç previsional del Grup Inditex 2014-18 (en milions d'euros).

Actiu	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Caixa i equivalents	4.060	4.376	4.772	5.254	5.791	6.462
Deutors	815	781	840	908	988	1.082
Existències	1.677	1.713	1.779	1.825	1.914	1.981
Altres actius corrents	213	227	244	264	287	315
ACTIU CORRENT	6.765	7.096	7.636	8.250	8.980	9.840
Immobilitzat material	5.220	5.638	6.032	6.394	6.714	6.982
Immobilitzat immaterial	846	1.090	1.180	1.268	1.354	1.437
Inversions financeres	21	17	19	20	21	23
Altres actius no corrents	905	1.041	1.197	1.376	1.583	1.820
ACTIU NO CORRENTS	6.991	7.785	8.427	9.059	9.672	10.262
TOTAL ACTIU	13.756	14.882	16.063	17.309	18.652	20.102
Passiu						
Creditors	3.421	3.542	3.694	3.867	4.075	4.306
Deute financer a curt termini	3	2	2	2	2	2
Altres passius a curt termini	38	50	52	55	58	61
PASSIU CORRENT	3.462	3.594	3.748	3.923	4.135	4.369
Deute financer a llarg termini	2	2	3	3	3	3
Passius per impostos diferits	217	250	277	308	342	379
Altres passius a llarg termini	796	884	981	1.089	1.208	1.341
PASSIU NO CORRENT	1.016	1.136	1.261	1.399	1.553	1.724
PATRIMONI NET	9.278	10.152	11.055	11.986	12.964	14.009
TOTAL PASSIU I PATRIMONI NET	13.756	14.882	16.063	17.309	18.652	20.102
Compres	6.897	7.123	7.428	7.776	8.196	8.660
Nova inversió bruta	1.648	1.744	1.653	1.736	1.793	1.842

Font: Elaboració pròpia.

Observem que les NOFs segueixen sent negatives, i any rere any ho són encara més, pel simple fet que la xifra de negoci és major, i al sector d'Inditex les NOFs són negatives, per tant, considerem que és normal que les NOFs segueixin aquesta evolució. El Fons de Maniobra també creix, en aquest cas, en major mesura que en el que va créixer en els cinc exercicis anteriors. Això es deu a què la diferència interanual entre el creixement del passiu no corrent i el patrimoni net vers l'actiu no corrent varia molt degut a què la inversió en actiu no corrent és menor a la dels últims cinc anys. Per tant, aquest excedent de caixa creixent ve donat al augment de les NOF, EOF en aquest cas, i del Fons de Maniobra.

Taula 25. Extracte del Balanç usat a les finances operatives (en milions d'euros).

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
NOF	-754	-872	-883	-925	-944	-989
FM	3.303	3.502	3.888	4.327	4.845	5.471
Caixa excedent	4.057	4.374	4.770	5.252	5.789	6.460

Font: Elaboració pròpia.

Observem que els fons propis creixen dins del passiu, i el deute bancari segueix tenint una representació marginal. La ràtio que millora en aquests anys és el de fons propis/exigible a curt, la seva millora ve donada a què els fons propis creixen més que l'exigible a curt.

Taula 26. Ràtios del passiu.

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Fons propis/Exigible a curt	268,00%	282,47%	294,96%	305,51%	313,52%	320,61%
Fons propis/Recursos aliens	207,19%	214,64%	220,72%	225,20%	227,91%	229,90%
Deute bancari/(Deute bancari + R. propis)	0,05%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Recursos aliens/Passiu total	32,55%	31,78%	31,18%	30,75%	30,50%	30,31%

Font: Elaboració pròpia.

La ràtio de tresoreria augmenta de forma considerable, degut a què la caixa creix de la més del que creix l'exigible a curt termini. Aquest augment de la ràtio de tresoreria ve donat a què en els pròxims anys Inditex invertirà menys diners en actiu no corrent i generarà major caixa. Aquest augment del compte de caixa i efectiu farà que la ràtio de tresoreria i de liquiditat augmentin durant els pròxims anys.

Taula 27. Ràtios de solvència.

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Ràtio de tresoreria	117,27%	121,75%	127,33%	133,91%	140,04%	147,89%
Ràtio de liquiditat	195,41%	197,45%	203,73%	210,29%	217,17%	225,21%

Font: Elaboració pròpia.

Un cop analitzat aquests comptes arribem a la conclusió que l'estratègia de futur d'Inditex ja no serà la d'augmentar els marges, ara l'estratègia és la de creixement, control dels principals indicadors financers i de solvència.

3.3 Anàlisi de sensibilitat.

3.3.1 Creació dels escenaris.

Per a poder fer un anàlisi de sensibilitat, primer haurem de crear uns escenaris, en aquest cas es tindran en compte 3 escenaris, un optimista, un de pessimista i el més probable, que és el que s'ha creat en els sub-apartats anteriors.

Les variables més representatives per a la creació d'aquests escenaris són les següents:

- Creixement de les vendes: En l'escenari optimista les vendes creixeran a nivells dels anys 2010 i 2012, en l'escenari pessimista, aquest creixement serà com el de l'any 2013, a partir del 2016 el creixement serà una mica major.
- Cost de les vendes: En l'escenari optimista aquests costos es redueixen més que en l'escenari probable, i en l'escenari pessimista, aquests costos es mantenen en nivells del 2013.
- Dies existències: Els dies que Indítex té les existències en els seus processos de fabricació seran menors en l'escenari optimista, aquesta reducció no s'aconsegueix en un escenari pessimista.
- Dies pagaments: Aquests dies s'aconsegueixen ampliar en l'escenari optimista, però no resulta possible en l'escenari pessimista.
- Dividend per acció: Aquest dividend és major en l'escenari optimista a l'aconseguir uns majors beneficis, en l'escenari pessimista els accionistes s'han de conformar amb un menor dividend per acció degut a la consecució d'uns menors beneficis.

Taula 28. Hipòtesi per a la creació dels escenaris.

	Escenari	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
Creixement vendes	Optimista	7,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
	Probable	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	6,00%
	Pessimista	2,00%	2,00%	3,00%	4,00%	4,00%
Cost vendes	Optimista	40,25%	39,80%	39,70%	39,60%	39,50%
	Probable	40,75%	40,70%	40,70%	40,65%	40,65%
	Pessimista	40,80%	40,80%	40,75%	40,75%	40,70%
Dies existències	Optimista	87	85	85	83	83
	Probable	88	88	88	87	87
	Pessimista	89,00	89,00	89,00	89,00	89,00
Dies pagaments	Optimista	180	181	182	184	184
	Probable	179	179	179	179	179
	Pessimista	178	178	178	178	178
Dividend per acció	Optimista	2,52	2,80	3,01	3,30	3,67
	Probable	2,43	2,52	2,62	2,74	2,89
	Pessimista	2,42	2,42	2,49	2,57	2,68

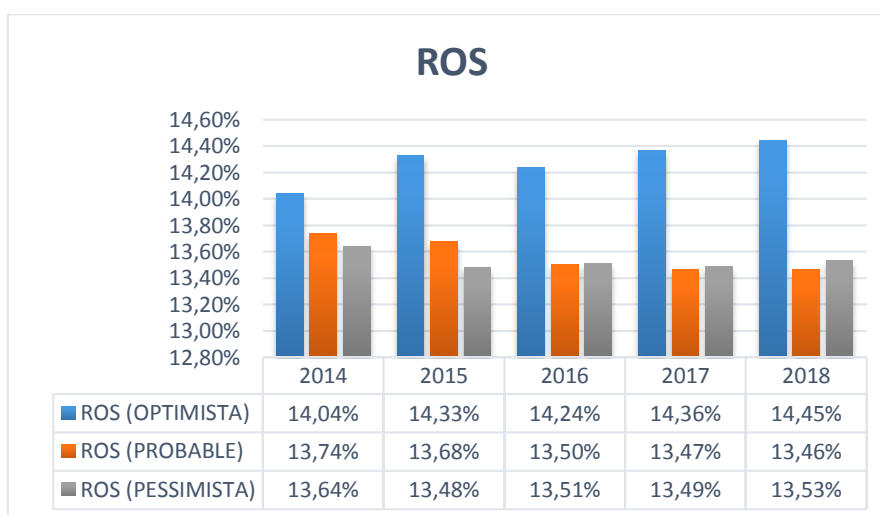
Font: Elaboració pròpia.

3.3.2 Anàlisi dels principals indicadors.

En aquest apartat analitzarem els principals indicadors del Grup, com són el ROS, el ROA i el ROE.

Veiem el ROS és major en l'escenari optimista, això és deu a què el creixement de vendes esperat és major, i a què el cost d'aprovisionament és decreixent sobre les vendes. L'escenari probable també veu un creixement de les vendes, però aquest no és tan gran com a l'escenari optimista, els seus costos d'aprovisionament és mantenen estables cada any, però a nivells més sostinguts que a l'escenari optimista. Per acabar, a l'escenari pessimista, el creixement de les vendes és petit comparat amb els altres dos escenaris, i també és petit comparat amb l'històric del Grup, en aquest escenari no aconsegueixen reduir les despeses d'explotació.

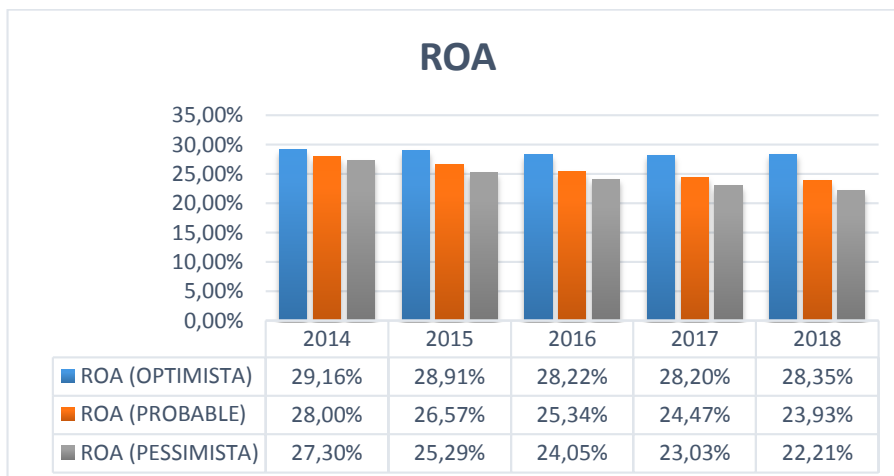
Gràfic 3. ROS comparatiu.



Font: Elaboració pròpia.

En quan al ROA, també és major en l'escenari optimista, això es degut a que el BAIT és més gran, això ve donat a que el Grup ven més i les despeses d'explotació són menors en relació a les vendes. També observem que cada any inverteixen més diners en l'actiu fix. El fet que el ROA creixi en aquest escenari es deu a què el creixement del EBIT és major al creixement de l'actiu fix net. El ROA de l'escenari més probable es decreix, com ja s'ha explicat, es degut a que el creixement de la nova inversió en actius es superior al creixement dels beneficis abans d'impostos. Observem que en l'escenari pessimista el ROA d'Indítex és decreixent, això es deu a què el EBIT creix molt poc per les causes explicades en l'anterior ràtio. Si a això sumem que l'empresa inverteix el mateix en els Actius, el ROA decreix.

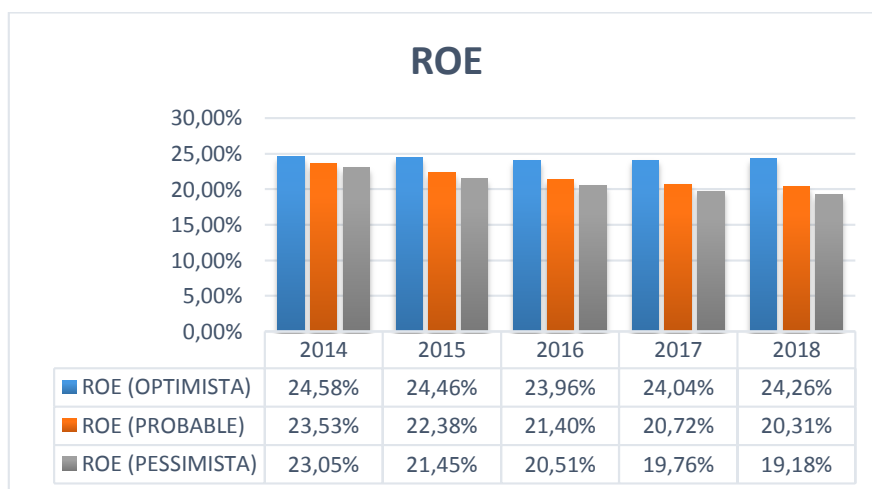
Gràfic 4. ROA comparatiu.



Font: Elaboració pròpia.

Com en els anteriors casos, la ràtio de l'escenari optimista és la major. En l'escenari optimista es manté estable, degut a què el creixement del benefici net i el del patrimoni net és pràcticament el mateix. En l'escenari probable i pessimista, el ROE decreix degut a què el patrimoni net creix més que el benefici net, degut a què una gran part dels beneficis de l'any anterior es reinverteixen.

Gràfic 5. ROE comparatiu.



Font: Elaboració pròpia.

4. Valoració d'empreses segons el mètode de descompte de fluxos de caixa.

En aquest apartat es desenvoluparà la valoració del Grup Inditex a partir del mètode de descompte de fluxos de caixa de l'accionista previsionals. Amb aquest mètode es pretén obtenir un valor basant-se en la capacitat de l'empresa de generar beneficis futurs i actualitzar-los.

4.1 Estimació dels fluxos de caixa de l'accionista.

A continuació es procedirà a fer el càlcul dels fluxos de caixa a descomptar. Donat que s'està fent una valoració de l'empresa pel mètode de descompte de cash flow de l'accionista, els fluxos a descomptar han de contemplar el benefici net, les fonts de finançament utilitzades i la normativa fiscal aplicable al país on es desenvolupa l'activitat de l'empresa. Els fluxos de caixa de l'accionista contemplaran com a sortida de caixa les inversions realitzades tant en actiu no corrent com en NOF, i les devolucions del deute. D'altra banda, les amortitzacions o alienacions d'actius i els increments de finançament suposaran una entrada de tresoreria. La següent taula ens detalla els fluxos esperats pels propers cinc exercicis.

Taula 28. Fluxos de caixa de l'accionista esperats (en milions d'euros).

	2013 R	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P
BN	2.382	2.389	2.474	2.565	2.686	2.846
± Variació AN	889	993	1.028	1.070	1.132	1.216
± Variació Deute	93	119	125	139	154	171
CF accionista	3.364	3.501	3.626	3.774	3.971	4.233

Font: Elaboració pròpia

Un cop hem calculat els cinc fluxos dels períodes estimats, cal calcular l'últim flux per tal de contemplar la continuïtat de l'empresa, és a dir, tots els fluxos que l'empresa pugui generar en un futur. Aquest flux es denomina perpetuïtat i es calcula com una renda indefinida en progressió geomètrica.

Figura 1. Fórmula de perpetuïtat.

$$VA = \frac{Ax(1+g)}{(k-g)}$$

Font: Martínez Abascal, E.

A és la renda a actualitzar.

g és la taxa de creixement prevista.

k és la taxa de descompte a aplicar.

Per aplicar el model es té en compte com a renda a actualitzar el benefici net de l'últim any en lloc del *cash flow* de l'accionista del mateix període. La taxa de creixement del benefici net determinarà el ritme de creixement dels infinits anys de la renda a actualitzar, aquesta haurà de ser sostenible i prevista a llarg termini amb independència de la situació econòmica actual. Degut a això, i per prudència, s'ha aplicat una *g* moderada del 2,5%. Pel que fa a la taxa de descompte, s'ha aplicat l'obtinguda mitjançant l'aplicació del CAPM, detallada a l'epígraf 5.2.4. Substituint la fórmula obtenim:

Figura 2. Aplicació del model de perpetuïtat.

$$VA = \frac{2.846x(1+2,50\%)}{(5,59\% - 2,50\%)} = 94.260,11\text{€}$$

Font: Elaboració pròpia.

El darrer flux a descomptar serà de **94.260,11 milions d'euros**.

4.2 Determinació de la taxa de descompte.

Una vegada estimats els fluxos de caixa futurs, el següent pas a seguir per tal de poder-los comparar, es calcular el seu valor actual. Per fer-ho cal estimar la taxa de descompte. Cal tenir present que una variació, per petita que sigui, pot portar a obtenir una valoració molt diferent, i que com més gran sigui, menor serà el valor de l'empresa. La taxa de descompte també proporciona l'oportunitat d'incorporar el risc com un factor més a tenir en compte en el moment de plantejar-se una inversió.

En l'elecció del model per determinar la taxa de descompte s'han tingut en compte les següents circumstàncies:

- No es disposa d'informació sobre els costos del passiu d'Inditex, ni es pot estimar a partir de la despesa financera, al desconèixer la data de contractació de cada producte.
- Es descomptaran els fluxos de caixa de l'accionista i no el *Free Cash-Flow*, per això, no cal aplicar el mètode del cost de capital mig ponderat (WACC).
- Inditex és un grup cotitzat.

Atenent aquestes circumstàncies, s'ha escollit el model CAPM, que parteix de la base que la taxa de rendiment requerida per un inversor és igual a la taxa de rendiment lliure de risc més una prima de risc sistemàtic (β). Per tant, precisarem determinar:

- Prima de risc del mercat.
- Taxa de rendiment lliure de risc.
- Coeficient β de l'acció del Grup Inditex.

4.2.1 Prima de risc del mercat.

La prima de risc es defineix com la diferència entre els rendiments mitjos de les accions i la mitja de rendiments de l'actiu lliure de risc. És aquella rendibilitat addicional que els inversors demanen pel fet de córrer un risc superior. La manera estàndard d'estimar els rendiments mitjos de les accions i de l'actiu lliure de risc consisteix en obtenir la sèrie temporal més llarga de cada una d'aquestes variables i calcular la mitja aritmètica d'aquests valors.

Pel càlcul dels rendiments mitjos de les accions s'ha utilitzat el rendiment mig del mercat de referència espanyol, l'Ibex 35. Cal tenir en compte que per tal de contemplar la volatilitat del mercat, en el moment de calcular el rendiment mig de les accions s'utilitzarà una sèrie temporal a partir dels rendiments mensuals d'aquestes i que per tant, caldrà analitzar la mitja obtinguda per calcular el rendiment anual.

Per calcular el rendiment mig de l'actiu lliure de risc se sol agafar com a referència qualsevol actiu de deute públic, en aquest cas s'ha utilitzat el rendiment de les obligacions de l'estat espanyol a 10 anys. En aquest cas, donat que la informació disponible del rendiment de les obligacions correspon a la taxa anual equivalent, no caldrà fer el pas d'annualitzar.

Comparant les sèries temporals d'ambdues variables, detallades en l'annex 1, s'observa que com a màxim s'ha obtingut informació dels rendiments de les obligacions a partir de l'any 1991, mentre que la sèrie obtinguda del rendiment mig de les accions és d'un període superior que el de les obligacions. Per tant, en el moment de fer la mitja cal prendre com a referència el període més restrictiu, és a dir, des de l'any 1991 fins al 2014. Així doncs, s'han obtingut els següents valors:

- El rendiment mig de les accions un cop anualitzat és de 9,51%.
- El rendiment mig de l'actiu lliure de risc és de 5,97%.

Obtenim la prima de risc fent la diferència entre els dos valors, en aquest cas és de **3,54%**.

4.2.2 Taxa de rendiment de l'actiu lliure de risc.

Com a taxa de l'actiu lliure de risc s'ha utilitzat la taxa actual de les obligacions emeses pel Tresor espanyol a 10 anys, sent la taxa de **2,94%**.

4.2.3 Coeficient Beta de l'acció de Indítex.

La beta mesura la variació del rendiment de les accions d'una companyia respecte el rendiment del mercat. Que la beta sigui < 1 significa que les variacions experimentades per l'empresa serien inferiors a les que experimenta el mercat. En cas de ser la beta > 1 suposaria que les

oscil·lacions de les cotitzacions de l'empresa serien superiors a les del mercat. Quan aquest valor pren un valor negatiu, les accions de la companyia van en sentit contrari al mercat.

Per a l'estimació d'aquest coeficient, el primer pas consisteix en definir el mercat de referència, pel qual s'ha escollit, com en el càlcul de la prima de risc, el Ibex 35. Per calcular la β s'utilitza un procés estàndard, realitzant regressions lineals simples dels rendiments de l'acció sobre els rendiments obtinguts pel mercat. En el cas d'Inditex, la β és de 0,75.

4.2.4 Càlcul del cost de capital de l'accionista.

Amb totes les dades calculades tan sols basta amb aplicar la fórmula del model CAPM. Els resultats obtinguts són:

Figura 3. Fórmula model CAPM.

$$K_e = R_f + \beta_e[\text{PRM}]$$

Font: Mascareñas, J.

On:

Prima de risc del mercat (**PRM**): 3,54%.

Taxa de l'actiu lliure de risc (**R_f**): 2,94%.

β (**β_e**): 0,75.

Substituint els valors en la fórmula s'obté: $K_e = 2,94\% + 0,75[3,54\%] = 5,59\%$

4.3 Obtenció del valor de l'acció a partir del model de descompte de fluxos.

Un cop calculats els fluxos de caixa per l'accionista i la perpetuïtat, l'últim pas per obtenir el valor de l'empresa és calcular el valor actual dels *cash flows* tenint en compte la rendibilitat desitjada, és a dir, la taxa de descompte k calculada en l'epígraf anterior.

Figura 4. Fórmula model descompte de fluxos de caixa.

$$VA = \frac{CF_{2014}}{(1+k)} + \frac{CF_{2015}}{(1+k)^2} + \frac{CF_{2016}}{(1+k)^3} + \frac{CF_{2017}}{(1+k)^4} + \frac{CF_{2018} + \text{Perpetuïtat}}{(1+k)^5}$$

Font: Mascareñas, J.

Substituint les variables de la fórmula,

Figura 5. Substitució de la fórmula del model de descompte de fluxos de caixa.

$$VA = \frac{3.501}{(1+0'0559)} + \frac{3.626}{(1+0'0559)^2} + \frac{3.774}{(1+0'0559)^3} + \frac{3.971}{(1+0'0559)^4} + \frac{4.233 + 94.260,11}{(1+0'0559)^5} = 87.990,34\text{€}$$

Font: Elaboració pròpia.

S'obté que el valor de la companyia a partir del mètode de descompte de fluxos de caixa és de 87.990,34 milions d'euros, que dividit pel número d'accions (623.330.400), dóna **un valor de 141,24€ per acció.**

5. Valoració d'empreses segons el mètode de valoració relativa per comparables.

En aquest apartat es desenvoluparà la valoració d'Indítex a partir del mètode de valoració per comparables. Amb aquest mètode es pretén ajustar el resultat obtingut en el mètode de descompte de fluxos, a partir del valor que el mercat ha marcat per a una empresa similar.

5.1 Identificació i càlcul de les variables causa del valor de l'empresa.

Les variables causa de valor necessàries per l'aplicació dels mètodes de valoració relativa per comparables són les següents:

- *PER.*
- *Dividend Yield.*
- *Sales per price.*
- *Price to book value.*
- Els inversos d'aquestes variables.

A continuació es calculen les variables pel període temporal comprès entre 2009 i 2013, per a poder mesurar la seva eficiència a l'hora de predir el valor de l'acció de la companyia.

5.1.1 Price Earning Rate (PER).

Aquesta variable ens diu que es pagaria per cada euro de benefici que ofereix l'acció. És el càlcul entre el preu del mercat i el benefici de l'acció.

Taula 29. PER i invers PER.

	2009	2010	2011	2012	2013
Total accions (en milions)	623	623	623	623	623
BPA (en euros)	2,12	2,79	3,12	3,80	3,82
Preu acció (en euros)	45,64	55,19	66,70	103,20	110,70
PER	21,51	19,75	21,36	27,16	28,95
INVERS PER	0,0465	0,0506	0,0468	0,0368	0,0345

Font: Elaboració pròpia.

Entre l'any 2009 i 2011 s'observa un per estable, però en l'any 2012 aquest experimenta un fort augment degut al creixement del benefici net i a un creixement encara superior del preu de les accions. Aquest PER es pot interpretar que un possible inversor pot estar disposat a invertir en Indítex degut a què té unes bones expectatives de creixement que en el futur és poden traduir en una pujada de preu de les accions. En aquest cas, el PER valora positivament la previsió de

creixement de l'empresa, i li assigna un preu de cotització elevat. Aquest preu reflexa els beneficis futurs que generarà l'empresa. En alguns casos un PER elevat, com el d'Indítex pot ser fruit de l'especulació que està patint el títol, per tant el preu de l'acció en un moment donat es reduirà de manera considerable.

L'invers del PER és un altre indicador vàlid i que ens indica la rendibilitat que s'aconseguiria per cada unitat monetària que inverteix. Aquesta variable ve donada del quocient entre el benefici per acció i el preu de mercat de l'acció. S'observa que aquesta ràtio disminueix just en el moment que el PER creix. Això es degut a que el preu de l'acció creix més que el BPA.

5.1.2 Dividend Yield.

Aquesta ràtio és el quocient entre el dividend per acció pagats i el preu de l'acció. Entre els anys 2009 i 2011 observem que aquesta ràtio es manté estable, però en els anys posteriors disminueix degut a què el preu de l'acció augmenta més que el dividend per acció pagat.

Taula 30. Dividend Yield.

	2009	2010	2011	2012	2013
Dividends (en milions)	748	997	1.122	1.371	1.508
Total accions (en milions)	623	623	623	623	623
Dividend per acció (en euros)	1,20	1,60	1,80	2,20	2,42
Preu acció (en euros)	45,64	55,19	66,70	103,20	110,70
DIVIDEND YIELD	0,0263	0,0290	0,0270	0,0213	0,0219

Font: Elaboració pròpia.

5.1.3 Sales per price (SPP).

Aquesta ràtio correspon al quocient entre les vendes per acció del grup i el preu de l'acció.

Taula 31. Sales per price i invers sales per price.

	2009	2010	2011	2012	2013
Vendes (en milions)	11.084	12.527	13.793	15.946	16.724
Total accions (en milions)	623	623	623	623	623
Vendes per acció (en euros)	17,79	20,11	22,14	25,60	26,84
Preu acció (en euros)	45,64	55,19	66,70	103,20	110,70
SALES PER PRICE	0,3898	0,3643	0,3319	0,2480	0,2425
INVERS SPP	2,57	2,74	3,01	4,03	4,12

Font: Elaboració pròpia.

S'observa una caiguda d'aquesta ràtio durant el període temporal que va des del 2009 al 2013, això es degut que el creixement del preu de l'acció es superior al creixement de les vendes per acció. L'invers del Sales per price ens indicaria el que es pagaria per cada euro venut.

5.1.4 Price to book value (PBV).

Una altra variable a tenir en compte per analitzar l'empresa és el *Price to book value*, que és el quocient entre el preu de l'acció i el valor dels fons propis.

Taula 32. Price to book value i invers price to book value.

	2009	2010	2011	2012	2013
Actiu (en milions)	8.336	9.827	10.959	12.890	13.756
Creditors a llarg termini (en milions)	660	729	801	923	1.016
Creditors a curt termini (en milions)	2.305	2.675	2.703	3.485	3.462
Passiu exigible (en milions)	2.965	3.404	3.504	4.408	4.478
Patrimoni net (en milions)	5.371	6.423	7.456	8.482	9.278
Total accions (en milions)	623	623	623	623	623
Valor comptable per acció (en euros)	8,62	10,31	11,97	13,61	14,89
Preu acció (en euros)	45,64	55,19	66,70	103,20	110,70
PRICE TO BOOK VALUE	5,29	5,35	5,57	7,58	7,43
INVERS PBV	0,1889	0,1868	0,1794	0,1319	0,1345

Font: Elaboració pròpia.

S'observa que el *Price to book value* augmenta, degut a que el preu de l'acció creix més que el valor dels fons propis. L'últim any es pagarien 7,43€ per cada euro comptabilitzat. L'invers del *Price to book value* és decreixent i ens indica la rendibilitat per cada euro invertit.

5.2 Elecció de la variable causa de valor.

En aquest apartat és realitza un anàlisi empírica de l'eficiència de les variables prèviament analitzades per a predir correctament el comportament del preu de l'acció per a procedir a l'elecció d'aquella variable causa valor.

Taula 33. Correlació variables de valor.

	Coefficient de correlació	R ²
PER	94,95%	90,16%
INVERS PER	93,77%	88,12%
DIVIDEND YIELD	89,79%	80,63%
SALES PER PRICE	99,68%	99,36%
INVERS SPP	99,80%	99,59%
PRICE TO BOOK VALUE	97,56%	95,17%
INVERS PTBV	98,20%	96,43%

Font: Elaboració pròpia.

Mitjançant la realització de regressions lineals s'ha determinat si existeix o no dependència entre dues variables, tenint com a variable independent les diferents variables causa de valor i com a dependent el preu de cotització de l'acció. Els resultats obtinguts mostren que són moltes les variables que tenen bona capacitat explicativa sobre el preu de mercat de l'acció entre el període de 2009 i 2013. D'entre les variables la que més destaca és l'invers *Sales per price* com la que millor explica l'evolució del preu de les accions, degut a què és la variable que té el coeficient de regressió més alt (99,8%), els resultats de la regressió lineal indiquen que el model plantejat de predicció és robust (99,59%). La segona variable amb major capacitat explicativa sobre el preu de cotització és la variable *Sales per price*, amb un coeficient de correlació del 99,68% i amb un coeficient de determinació R^2 de 99,36%.

Els resultats obtinguts serviran per ponderar els diferents valors obtinguts a partir de cada una de les variables, per a obtenir un únic valor de l'acció d'Inditex.

5.3 Obtenció del valor de l'acció a partir del mètode per comparables.

Per a l'aplicació d'aquest mètode, la primera tasca ha estat la de seleccionar aquelles empreses espanyoles del sector per trobar les diferents ràtios. Per a fer l'estudi es van escollir aquelles empreses espanyoles del mateix sector de Inditex, és van descartar la gran majoria de les empreses, ja fos, perquè no cotitzaven en borsa o havien deixat de fer-ho. Finalment en el sector solament es va donar com a vàlida l'empresa Adolfo Domínguez. Per tal d'ampliar la mostra i fer la més representativa s'han aplicat els següents criteris:

- S'han inclòs en l'estudi aquelles empreses que pertanyen a l'Índex General de la Borsa de Madrid del sector: 3.2 Tèxtil, vestit i calçat que actualment cotitzen, con és: Tavex Algodonera, S.A. (Companyia que es dedica a la manufacturació, fabricació i marketing de productes de cotó).
- I en segon lloc, s'han tingut en compte els principals grups de confecció que competeixen amb el Grup Inditex a escala mundial. Aquests són: Salvatore Ferragamo S.p.A., GAP, Inc., Hennes & Mauritz, S.L., Abercrombie & Fitch Co i Guess' Inc.

5.3.1 Aplicació del model de valoració relativa.

A continuació es calcula el valor de l'acció (P_0) per cada una de les variables identificades, segons el mètode de valoració relativa per comparables.

5.3.1.1 Price Earning Rate per comparables.

Aquest model es basa en trobar el PER mig del sector de l'empresa estudiada i multiplicar-lo pel benefici per acció de la companyia. S'ha estimat que el número de vegades que el mercat

està disposat a pagar el benefici de l'acció en aquest sector és de 12,45€. El benefici per acció d'Indítex l'any 2013 va ser de 3,82€, la valoració obtinguda a través d'aquest mètode seria de **42,93€**. El gran inconvenient d'aquest mètode és que no permet valorar companyies amb pèrdues o amb benefici nul.

Taula 34. PER i invers PER sector.

	PER	Inv. PER
Adolfo Dominguez	-0,87	-1,15
TAVEX Algodonera	-0,34	-2,98
Salvatore Ferragamo	6,71	0,15
GAP	13,30	0,08
H&M	3,02	0,33
Abercrombie & Fitch	50,37	0,02
Guess	14,99	0,07
PER sector	12,45	-0,50

Font: Elaboració pròpia.

De la mateixa manera es podria fer una valoració amb la variable invers del PER del sector. Donat que les dues empreses espanyoles de la mostra han tingut pèrdues fa que s'obtingui una ràtio negativa. Aplicant aquest mètode de valoració s'estimaria que el valor de l'acció seria de **-1,91€**. Preu que és menysprea al no tenir interpretació.

5.3.1.2 Dividend Yield per comparables.

Aquest model es basa en considerar com a valor de l'acció el resultat de dividir el dividend pagat per l'empresa l'últim any pel *Dividend Yield* mig del sector. El *Dividend Yield* promig del sector és de 0,02.

Taula 35. Dividend Yield sector.

	Div. Yield
Adolfo Domínguez	0,00
TAVEX Algodonera	0,00
Salvatore Ferragamo	0,01
Gap	0,02
H&M	0,03
Abercrombie & Fitch	0,03
Guess	0,03
Div. Yield sector	0,02

Font: Elaboració pròpia.

L'últim dividend per acció d'Inditex va ser l'any 2013 de 2,42€, el valor a través de *Dividend Yield* comparables és de **144,58€**. La principal limitació d'aquest mètode és que no és aplicable en aquells casos que la companyia valorada no reparteixi dividends.

5.3.1.3 Sales per price per comparables.

Es tracta de trobar la valoració a través de les vendes del Grup Inditex dividit per la ràtio del sector vendes/preu per acció. La ràtio del sector és de 3,60. Sabent que les vendes per acció d'Inditex l'any 2013 van ser de 26,84€, s'estima que el valor de l'acció és de **7,41€**.

Taula 36. Sales per price i invers Sales per price sector.

	SPP	Inv. SPP
Adolfo Domínguez	14,78	0,07
TAVEX Algodonera	3,57	0,28
Salvatore Ferragamo	1,16	0,86
GAP	1,05	0,95
H&M	3,07	0,33
Abercrombie & Fitch	0,67	1,50
Guess	0,92	1,09
SPP sector	3,60	0,72

Font: Elaboració pròpia.

De la mateixa manera, es pot estudiar el valor a partir de la ràtio Invers *Sales per price*, que indica el que pagaries per cada unitat monetària venuda. Es tracta de trobar la ràtio del sector i multiplicar-ho per les vendes per acció de l'any 2013. La ràtio del sector és de 0,72. Sabent que les vendes per acció d'Inditex del 2013 van ser de 26,84€, s'obté un valor per acció de **19,38€**.

5.3.1.4 Price to book value per comparables.

Per aconseguir la valoració de l'empresa, es tracta de calcular el *Price to book value* mig del sector i multiplicar-ho pel valor comptable de la companyia. El *PBV* promig del sector és de 3,32€. Si s'aplica la fórmula, s'obté una valoració de **47,12€**.

Taula 37. Price to book value i invers Price to book value sector.

	PBV	Inv. PBV
Adolfo Domínguez	0,11	9,48
TAVEX Algodonera	1,13	0,88
Salvatore Ferragamo	2,69	0,37
GAP	5,56	0,18
H&M	10,17	0,10
Abercrombie & Fitch	1,59	0,63
Guess	2,02	0,49
PBV sector	3,32	1,73

Font: Elaboració pròpia.

Un altre mètode de valoració es utilitzar la variable inversa al *PBV*. Amb les dades de les companyies del sector s'obté que la mitjana és de 1,73€. Si es divideix el valor comptable d'Inditex de 14,89€, entre l'invers del *PBV* de 1,73€, s'obté que el valor de l'acció és de **8,29€**.

5.3.2 Valoració de la companyia per comparables.

A la següent taula es mostra el resum dels resultats obtinguts dels diferents models de valoració per comparables del Grup Inditex.

Taula 38. Resum valoracions per comparables.

Model valoració	Valor
PER	47,62
Dividend Yield	144,58
Sales per price	7,45
Invers SPP	19,46
PBV	49,51
Invers PBV	8,59

Font: Elaboració pròpia.

Si s'observen detingudament, es veu que segons el mètode utilitzat el valor ha estat bastant diferent. Per tal de tenir un únic valor, s'ha calculat una mitja ponderada. S'han emprat com a coeficients de ponderació els coeficients R^2 obtinguts al realitzar la regressió simple entre la variable dependent, el preu de cotització, i la independent, les diferents variables causa de valor de la sèrie compresa d'entre 2009 i 2013. A la següent taula s'observa la valoració final.

Taula 39. Valor de l'acció ponderat per comparables.

Model valoració	Valor	Ponderació	Valor per ponderació
PER	47,62	0,9016	42,93
Dividend Yield	144,58	0,8063	116,58
Sales per price	7,45	0,9936	7,41
Invers SPP	19,46	0,9959	19,38
PBV	49,51	0,9517	47,12
Invers PBV	8,59	0,9643	8,29
Mitja aritmètica ponderada			40,28

Font: Elaboració pròpia.

El valor de l'acció calculat per l'empresa mitjançant el mètode per comparables és de **40,28€**.

6. Valor de l'acció de la companyia.

En aquest apartat es pretén assignar un rang de valors objectius per a l'inversor. No serà un únic valor degut a la divergència dels resultats obtinguts en les valoracions, ja que el mètode de descompte de fluxos estima el valor real, i el mètode per comparables estima el valor que el mercat està disposat a pagar. Cap dels dos mètodes ens permetrà estimar un únic valor precís.

Per establir aquest rang de valors s'han aplicat dues ponderacions diferents. Donant en els dos casos major pes al valor procedent del mètode de descompte de fluxos de caixa, perquè com s'ha dit, el resultat és més precís a l'incorporar més informació actual de l'empresa que no pas el mètode per comparables.

Taula 40. Primera ponderació valors objectius obtinguts.

Model	Valor	Ponderació	VALOR
<i>Cash Flow</i>	141,24	75%	105,93
<i>Per Comparables</i>	40,28	25%	10,07
			116

Font: Elaboració pròpia.

Taula 41. Segona ponderació valors objectius obtinguts.

Model	Valor	Ponderació	VALOR
<i>Cash Flow</i>	141,24	60%	84,74
<i>Per Comparables</i>	40,28	40%	16,11
			100,85

Font: Elaboració pròpia.

S'ha arribat a la conclusió de que el rang de valors que previsiblement es mourà d'acord amb la situació actual i la informació a llarg termini és de 100,85€ a 116€. Com podem observar, el valor de l'empresa pel mètode de descompte de fluxos de caixa és major, fet que fa complir la hipòtesis del treball.

Conclusions.

Els números actuals de l'empresa ens indiquen que el Grup Inditex ha estat en una fase de creixement amb uns percentatges molt elevats, encara així, durant aquests anys no ha deixat de ser rendible, guanyant rendibilitats superiors any rere any. Això ha estat possible gràcies a un control molt escrupolós de les desviacions i a la millora de l'eficiència econòmica.

El futur financer del Grup no serà el mateix que en els últims anys, el nostre anàlisi previsional ens indica que l'empresa seguirà creixent, però amb unes rendibilitats inferiors a quan l'empresa tenia un creixement de les vendes interanual al voltant del 10%. Degut a què s'esperen uns creixements d'entre un 4 i un 6%, portats per un reduït creixement en totes geografies i a l'increment de la competència en els països emergents. Per això arribem a la conclusió que l'estratègia de futur d'Inditex no serà la d'augmentar els marges, ara l'estratègia serà la de creixement amb un control dels principals indicadors financers i de solvència.

Aquestes consideracions ens porten a uns resultats de valoració del Grup de 100,85€ a 116€ com a preu objectiu del valor d'Inditex. La cotització de l'empresa va tocar sostre a 119,9€ al gener de 2014, sobrevalorant el seu valor objectiu, fet que ràpidament es va corregir i als pocs dies va tornar al seu rang de preus objectius. Actualment la cotització del títol està a 111,5€, a dia 11 de juny de 2014, funcionant en clara tendència lateral. La recomanació als accionistes del Grup és que mantinguin els seus títols, doncs no s'espera que perdin valor, i garanteixen uns dividends majors en el futur.

Referències bibliogràfiques.

Adolfo Domínguez. *Informe anual 2013*.

http://adz.adolfodominguez.com/manual_0.asp?i=712&t=%A0%A0-%20Ejercicio%202013

[Consulta 1 de juny de 2014]

AMAT, Oriol. *Análisis de estados financieros: Fundamentos y aplicaciones*. Ediciones Gestión 2000, Barcelona. 2008

CNMV. *Informes d'auditoria del Grup Inditex*.

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-15075062> [Consulta 1 de juny de 2014]

CNMV. *Informació sobre el govern corporatiu del Grup Inditex*.

<http://www.cnmv.es/Portal/consultas/EE/InformacionGobCorp.aspx?nif=A-15075062> [Consulta 1 de juny de 2014]

GAP. *Informe anual 2013*.

http://www.gapinc.com/content/attachments/gapinc/GPS_AR13.pdf [Consulta 1 de juny de 2014]

Grupo Inditex. *Informes anuales*.

http://www.inditex.com/es/investors/investors_relations/annual_report [Consulta 1 de juny de 2014]

Grupo Inditex. *Resultats i presentacions*.

http://www.inditex.com/es/investors/investors_relations/results_presentations [Consulta 1 de juny de 2014]

Guess. *Informe anual 2013*.

<http://investors.guess.com/phoenix.zhtml?c=92506&p=irol-reportsAnnual> [Consulta 1 de juny de 2014]

FERNÁNDEZ, Pablo. *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School Working Paper WP-449. 2004.

FERNÁNDEZ, Pablo. *Metodos de valoración de empresas*. IESE Business School Documento de Investigación DI-771. 2008

H&M. *Informe anual 2013*.

<http://about.hm.com/en/About/Investor-Relations/Financial-Reports/Financial-Reports.html>

[Consulta 1 de juny de 2014]

MARTÍNEZ ABASCAL, Eduardo. Nota técnica de valoración de empresas. IESE Business School. 2005

MASCAREÑAS PÉREZ IÑIGO, Juan. Fusiones y adquisiciones de empresas. McGraw-Hill, Madrid. 2005.

Salvatore Ferragamo. *Informe anual 2013*.

<http://group.ferragamo.com/en/documenti-finanziari> [Consulta 1 de juny de 2014]

Tavex Algodonera. *Informe anual 2013*.

<http://www.grupotavex.com/en/investors/annual-memory> [Consulta 1 de juny de 2014]

TORRES PRUNYONOSA, Josep. Análisis Fundamental Repsol-YPF. Working Paper. 2004.

TORRES PRUNYONOSA, Josep; ÁLVAREZ REVILLA, Carolina i GARRIGA SALA, Marc. El model de valoració de descompte de fluxos de caixa de l'accionista i de valoració relativa per comparables en Empreses cotitzades del sector tèxtil: aplicació a Adolfo Domínguez. *ACCID*. (Sense referència any de publicació)

Pàgines webs consultades.

<https://es.finance.yahoo.com/> Pàgina web de yahoo finance.

<https://www.bde.es/> Pàgina web del Banc d'Espanya.

<https://www.bolsamadrid.es/> Pàgina web de la Borsa de Madrid.

<https://www.cmnv.es/> Pàgina web de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

<https://www.ine.es/> Pàgina web de l'Institut Nacional d'Estadística.

<https://www.infobolsa.es/> Pàgina web de finances, economia, fons i cotitzacions.

<https://www.invertia.com/> Pàgina web de finances, economia, fons i cotitzacions.

<https://www.reuters.com/> Pàgina web d'agència d'informació.

Annex 1.

Taula 41. Estimació de la prima de risc del mercat.

Període	IBEX 35 Rendiment	Oblig. 10 anys rendiment	Període	IBEX 35 Rendiment	Oblig. 10 anys rendiment	Període	IBEX 35 Rendiment	Oblig. 10 anys rendiment
1991 NOV	-5,59%	11,46%	1997 OCT	-12,23%	5,98%	2003 SEP	-5,73%	4,21%
1991 DIC	-0,28%	11,32%	1997 NOV	8,65%	5,96%	2003 OCT	6,35%	4,27%
1992 ENE	4,30%	10,93%	1997 DIC	4,66%	5,64%	2003 NOV	1,73%	4,40%
1992 FEB	5,23%	10,79%	1998 ENE	9,70%	5,40%	2003 DIC	6,68%	4,34%
1992 MAR	-3,80%	10,80%	1998 FEB	11,82%	5,24%	2004 ENE	2,49%	4,19%
1992 ABR	-2,44%	10,85%	1998 MAR	14,71%	5,09%	2004 FEB	4,03%	4,15%
1992 MAY	4,93%	10,84%	1998 ABR	-1,65%	5,06%	2004 MAR	-2,80%	4,01%
1992 JUN	-9,24%	11,34%	1998 MAY	-0,35%	5,13%	2004 ABR	1,14%	4,20%
1992 JUL	-10,34%	11,84%	1998 JUN	1,37%	5,02%	2004 MAY	-1,85%	4,33%
1992 AGO	-5,63%	12,22%	1998 JUL	3,46%	4,94%	2004 JUN	1,50%	4,39%
1992 SEP	-5,96%	12,65%	1998 AGO	-21,24%	4,74%	2004 JUL	-1,97%	4,28%
1992 OCT	3,87%	13%	1998 SEP	-7,12%	4,47%	2004 AGO	-0,63%	4,15%
1992 NOV	10,98%	12,54%	1998 OCT	14,64%	4,43%	2004 SEP	2,03%	4,08%
1992 DIC	0,09%	12,53%	1998 NOV	9,53%	4,41%	2004 OCT	4,85%	3,97%
1993 ENE	7,88%	12,15%	1998 DIC	2,18%	4,07%	2004 NOV	3,26%	3,85%
1993 FEB	1,85%	11,43%	1999 ENE	0,27%	3,88%	2004 DIC	4,46%	3,64%
1993 MAR	3,20%	11,36%	1999 FEB	1,23%	4,02%	2005 ENE	1,58%	3,59%
1993 ABR	1,02%	11,49%	1999 MAR	-2,57%	4,26%	2005 FEB	1,81%	3,58%
1993 MAY	4,80%	11,22%	1999 ABR	2,41%	4,09%	2005 MAR	-1,41%	3,73%
1993 JUN	1,43%	10,56%	1999 MAY	1,01%	4,28%	2005 ABR	-2,78%	3,53%
1993 JUL	4,43%	10,22%	1999 JUN	1,41%	4,60%	2005 MAY	4,73%	3,36%
1993 AGO	12,72%	9,48%	1999 JUL	-8,09%	4,91%	2005 JUN	3,78%	3,19%
1993 SEP	-5,44%	9,09%	1999 AGO	4,41%	5,17%	2005 JUL	3,40%	3,22%
1993 OCT	8,57%	8,69%	1999 SEP	-2,86%	5,32%	2005 AGO	-1,05%	3,23%
1993 NOV	-4,91%	8,56%	1999 OCT	2,27%	5,56%	2005 SEP	8,04%	3,09%
1993 DIC	10,22%	8,28%	1999 NOV	12,49%	5,28%	2005 OCT	-2,96%	3,27%
1994 ENE	10,10%	7,98%	1999 DIC	6,24%	5,37%	2005 NOV	0,61%	3,48%
1994 FEB	-6,05%	8,07%	2000 ENE	-6,93%	5,76%	2005 DIC	1,67%	3,37%
1994 MAR	-6,70%	8,82%	2000 FEB	16,16%	5,73%	2006 ENE	3,45%	3,33%
1994 ABR	0,91%	9,07%	2000 MAR	-5,17%	5,55%	2006 FEB	5,73%	3,48%
1994 MAY	-0,23%	9,55%	2000 ABR	-3,91%	5,45%	2006 MAR	0,97%	3,65%
1994 JUN	-8,89%	10,28%	2000 MAY	-6,80%	5,63%	2006 ABR	0,32%	3,92%
1994 JUL	5,11%	10,59%	2000 JUN	-1%	5,45%	2006 MAY	-4,64%	3,99%
1994 AGO	-0,81%	10,68%	2000 JUL	-0,47%	5,53%	2006 JUN	1,83%	3,99%
1994 SEP	-4,81%	11,22%	2000 AGO	3,35%	5,50%	2006 JUL	2,34%	4,02%
1994 OCT	0,56%	11,14%	2000 SEP	0,60%	5,56%	2006 AGO	2,76%	3,89%
1994 NOV	2,90%	11,17%	2000 OCT	-5,36%	5,49%	2006 SEP	6,50%	3,76%
1994 DIC	-6,07%	11,38%	2000 NOV	-11,08%	5,45%	2006 OCT	6,33%	3,81%
1995 ENE	-1,54%	11,86%	2000 DIC	-1,14%	5,20%	2006 NOV	0,70%	3,75%
1995 FEB	-0,51%	11,60%	2001 ENE	11,05%	5,08%	2006 DIC	2,15%	3,82%
1995 MAR	-3,07%	12,26%	2001 FEB	-5,58%	5,12%	2007 ENE	2,87%	4,07%
1995 ABR	5,46%	12,09%	2001 MAR	-2,55%	5,04%	2007 FEB	-2,09%	4,11%
1995 MAY	4,35%	11,41%	2001 ABR	4,86%	5,18%	2007 MAR	2,76%	4,01%
1995 JUN	-0,23%	11,54%	2001 MAY	-2,67%	5,36%	2007 ABR	-1,82%	4,21%
1995 JUL	4,79%	11,33%	2001 JUN	-6,55%	5,33%	2007 MAY	6,64%	4,34%
1995 AGO	1,76%	10,97%	2001 JUL	-4,49%	5,35%	2007 JUN	-2,85%	4,62%
1995 SEP	-1,63%	10,80%	2001 AGO	-1,87%	5,16%	2007 JUL	-0,60%	4,60%
1995 OCT	-2,94%	10,89%	2001 SEP	-12,10%	5,14%	2007 AGO	-2,18%	4,40%
1995 NOV	7,10%	10,54%	2001 OCT	6,29%	4,91%	2007 SEP	0,67%	4,35%
1995 DIC	3,44%	9,95%	2001 NOV	7,59%	4,76%	2007 OCT	9,01%	4,38%
1996 ENE	2,50%	9,46%	2001 DIC	0,39%	4,97%	2007 NOV	-0,82%	4,25%
1996 FEB	5,22%	9,71%	2002 ENE	-4,13%	5,05%	2007 DIC	-3,67%	4,35%
1996 MAR	-1,49%	9,89%	2002 FEB	1,06%	5,11%	2008 ENE	-12,87%	4,18%
1996 ABR	5,85%	9,33%	2002 MAR	1,40%	5,34%	2008 FEB	-0,44%	4,14%
1996 MAY	0,70%	9,17%	2002 ABR	-1,16%	5,33%	2008 MAR	0,75%	4,12%
1996 JUN	3,71%	9,11%	2002 MAY	-2,51%	5,36%	2008 ABR	3,99%	4,31%
1996 JUL	-6,68%	8,78%	2002 JUN	-13,04%	5,23%	2008 MAY	-1,43%	4,42%
1996 AGO	1,16%	8,86%	2002 JUL	-9,60%	5,07%	2008 JUN	-11,43%	4,79%
1996 SEP	4,72%	8,43%	2002 AGO	2,98%	4,78%	2008 JUL	-1,37%	4,80%
1996 OCT	2,16%	7,76%	2002 SEP	-0,16%	4,57%	2008 AGO	-1,46%	4,56%
1996 NOV	8,38%	7,34%	2002 OCT	13,03%	4,63%	2008 SEP	-6,15%	4,57%
1996 DIC	10,43%	7%	2002 NOV	8,90%	4,60%	2008 OCT	-17,03%	4,47%
1997 ENE	3,34%	6,83%	2002 DIC	-9,70%	4,43%	2008 NOV	-2,25%	4,15%
1997 FEB	-0,64%	6,74%	2003 ENE	-1,48%	4,24%	2008 DIC	3,20%	3,86%
1997 MAR	2,51%	7,03%	2003 FEB	0,87%	4,01%	2009 ENE	-8,11%	4,15%
1997 ABR	8,84%	6,95%	2003 MAR	-2,15%	4,04%	2009 FEB	-9,82%	4,23%
1997 MAY	6,70%	6,61%	2003 ABR	10,54%	4,19%	2009 MAR	2,55%	4,06%
1997 JUN	9,26%	6,47%	2003 MAY	0,29%	3,88%	2009 ABR	15,65%	4,01%
1997 JUL	-1,07%	6,21%	2003 JUN	5,43%	3,69%	2009 MAY	4,27%	4,05%
1997 AGO	-4,09%	6,31%	2003 JUL	2,91%	4,03%	2009 JUN	3,86%	4,24%
1997 SEP	11,29%	6,09%	2003 AGO	0,70%	4,19%	2009 JUL	10,90%	4,01%

Període	IBEX 35 Rendiment	Oblig. 10 anys Rendiment	Període	IBEX 35 Rendiment	Oblig. 10 anys Rendiment	Període	IBEX 35 Rendiment	Oblig. 10 anys Rendiment
2009 AGO	4,70%	3,78%	2011 ABR	2,86%	5,33%	2012 DIC	2,94%	5,34%
2009 SEP	3,44%	3,80%	2011 MAY	-3,70%	5,32%	2013 ENE	2,39%	5,05%
2009 OCT	-2,90%	3,77%	2011 JUN	1,11%	5,48%	2013 FEB	-1,58%	5,22%
2009 NOV	2,01%	3,79%	2011 JUL	-7,04%	5,83%	2013 MAR	-3,77%	4,92%
2009 DIC	2,54%	3,80%	2011 AGO	-9,47%	5,25%	2013 ABR	6,30%	4,59%
2010 ENE	-8,31%	3,99%	2011 SEP	-1,97%	5,20%	2013 MAY	-1,17%	4,25%
2010 FEB	-5,61%	3,98%	2011 OCT	4,78%	5,26%	2013 JUN	-6,71%	4,67%
2010 MAR	5,20%	3,83%	2011 NOV	-5,64%	6,19%	2013 JUL	8,64%	4,66%
2010 ABR	-3,49%	3,90%	2011 DIC	1,38%	5,51%	2013 AGO	-1,69%	4,51%
2010 MAY	-10,80%	4,08%	2012 ENE	-0,67%	5,40%	2013 SEP	10,80%	4,42%
2010 JUN	-1,03%	4,56%	2012 FEB	-0,51%	5,11%	2013 OCT	7,86%	4,22%
2010 JUL	13,35%	4,43%	2012 MAR	-5,41%	5,17%	2013 NOV	-0,71%	4,11%
2010 AGO	-2,98%	4,04%	2012 ABR	-12,45%	5,79%	2013 DIC	0,80%	4,14%
2010 SEP	3,21%	4,10%	2012 MAY	-13,14%	6,13%	2014 ENE	0,04%	3,78%
2010 OCT	2,84%	4,04%	2012 JUN	16,62%	6,59%	2014 FEB	1,96%	3,56%
2010 NOV	-14,29%	4,69%	2012 JUL	-5,13%	6,80%	2014 MAR	2,24%	3,31%
2010 DIC	6,39%	5,37%	2012 AGO	10,13%	6,58%	2014 ABR	1,15%	3,10%
2011 ENE	9,60%	5,38%	2012 SEP	3,88%	5,92%	2014 MAY	3,25%	2,94%
2011 FEB	0,41%	5,26%	2012 OCT	1,74%	5,65%	PROMIG	0,91%	6,30%
2011 MAR	-2,53%	5,25%	2012 NOV	1,17%	5,69%	ANUALITZAT	11,43%	5,13%

Font: Elaboració pròpia.

