



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación
Valuación de Industria del diseño textil S.A.
“INDITEX”

Alumna: Karim Eleuterio

DNI: 38.405.719

Director: Alejandro E. Loizaga

Buenos Aires, Julio 2023

Resumen ejecutivo

El presente trabajo de graduación tiene como objetivo realizar la valuación de Industria del diseño textil S.A. (INDITEX) al 31 de enero del 2023.

Industria del diseño textil S.A. es una multinacional que opera en Europa, América, Asia y resto del mundo.

Su actividad principal es el comercio minorista de ropa, calzado, complementos y productos textiles. El grupo ofrece los productos de las siguientes marcas: Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterque. Al cierre del ejercicio fiscal 31 de enero 2023 las ventas fueron de 32.569 millones de euros y obtuvo una ganancia de 4.147 millones de euros.

Las acciones de la Industria del diseño textil S.A. cotizan desde el 2001 en cuatro Bolsas Españolas: Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao así como también en el sistema de Interconexión bursátil español (Mercado Continuo). El valor de cotización de la acción a la fecha de valuación era de 28,62 euros.

El trabajo comienza con una descripción de la empresa, analizando su posicionamiento competitivo, su eficiencia en la gestión de sus recursos, su rentabilidad y su situación financiera.

La valuación del capital accionario se realizó mediante dos metodologías: el método de flujos de fondos descontados y la valuación a través de múltiplos de empresas comparables.

La valuación de INDITEX S.A. al 31 de enero 2023, por el método del flujo de fondos descontados, arrojó una valuación del patrimonio en un rango de entre 78.460 millones de euros y 141.305 millones de euros.

Para obtener la valuación por múltiplos se utilizó el indicador valor de la compañía sobre EBITDA, el cual arrojó una valuación del patrimonio en un rango de entre 99.105 millones de euros y 271.893 millones de euros. Así como también, se utilizó el indicador valor de la compañía sobre ventas, que arrojó una valuación del patrimonio en un rango de entre 32.437 millones de euros y 148.874 millones de euros.

CONTENIDO

Resumen ejecutivo.....	2
Glosario.....	10
1. La compañía.....	12
1.1. Marcas que componen el grupo.....	13
1.2. Análisis de la industria.....	15
1.3. Competidores.....	16
1.4. ¿Cómo opera la compañía?.....	19
2. Análisis financiero.....	21
2.1. Situación económica.....	21
2.2. Situación financiera.....	27
2.3. Situación patrimonial.....	30
3. Análisis de las ventas de grupo INDITEX.....	32
3.1. Pies cuadrados por marca.....	32
3.2. Ventas por marca que componen el grupo.....	34
3.3. Ventas por pie cuadrado por marca.....	35
3.4. Ventas online de la compañía.....	36
3.5. Ventas en toneladas.....	38
4. Acción y capital social.....	40
5. Método de valuación por flujo de fondos descontados.....	43
5.1. Metodología.....	43
5.1.2 Supuestos para la tasa de descuento WACC.....	44
5.1.3 Supuestos para el cálculo del flujo de fondos de la firma escenario base.....	46
5.1.3.1 Supuestos para proyección de ventas.....	46
5.1.3.2 Supuestos para la tasa de crecimiento a perpetuidad (g).....	48
5.1.3.3 Supuesto para cálculo del costo de las mercaderías vendidas.....	49
5.1.3.4 Supuesto para el cálculo de los gastos de explotación.....	49
5.1.3.5 Supuesto para el cálculo de la amortización.....	49
5.1.3.6 Supuesto para el cálculo del capex.....	49
5.1.3.7 Supuesto para el cálculo del capital de trabajo.....	49
5.1.3.8 Proyección tasa impositiva.....	49
5.1.3.9 Cálculo del valor presente de la compañía escenario base.....	50

5.1.3.10 Valor del capital propio de la compañía y precio de la acción escenario base.....	51
5.1.4 Escenarios.....	51
5.1.4.1 Escenario optimista.....	52
5.1.4.1.1 Supuestos para proyección de ventas.....	52
5.1.4.1.2 Supuesto para cálculo del costo de las mercaderías vendidas.....	52
5.1.4.1.3 Supuesto para cálculo de los gastos de explotación.....	53
5.1.4.1.4 Cálculo del valor presente de la compañía.....	54
5.1.4.1.5 Valor del capital propio de la compañía y precio de la acción.....	55
5.1.4.2 Escenario pesimista.....	56
5.1.4.2.1 Supuestos para proyección de ventas.....	56
5.1.4.2.2 Supuesto para cálculo del costo de las mercaderías vendidas.....	56
5.1.4.2.3 Supuesto para cálculo de los gastos de explotación.....	56
5.1.4.2.4 Cálculo del valor presente de la compañía.....	57
5.1.4.2.5 Valor del capital propio de la compañía y precio de la acción.....	58
6. Método de valuación por múltiplos.....	59
6.1 Valuación por Valor de la compañía / EBITDA (EV/EBITDA).....	60
6.2 Valuación por Valor de la compañía/Ventas (EV/VENTAS).....	61
7. Conclusión.....	63
Bibliografía.....	64
Libros y publicaciones.....	64
Reportes e informes.....	64
Sitios web.....	65
Anexos.....	66

Índice de gráficos

Gráfico 1. Ventas por zona geográfica período 2022.....	13
Gráfico 2. Ventas del grupo INDITEX y de las empresas comparables año 2022.....	17
Gráfico 3. Número de tiendas del grupo INDITEX vs. Competidores periodo 2022.....	17
Gráfico 4. Ventas totales anuales de INDITEX.....	21
Gráfico 5. Crecimiento ventas anual INDITEX vs. Crecimiento anual PBI zona euro.....	22
Gráfico 6. Márgenes de rentabilidad de la compañía últimos 10 años.....	24
Gráfico 7. Evolución de Ratios ROE – ROA últimos 10 años de la compañía...26	
Gráfico 8. Evolución de los índices de liquidez de INDITEX últimos 10 años de la compañía.....	28
Gráfico 9. Evolución del índice endeudamiento de INDITEX últimos 10 años.....	29
Gráfico 10. Evolución CAPEX sobre ventas últimos 10 años.....	31
Gráfico 11. Evolución de las ventas por pie cuadrado por marca en miles de euros de los últimos 5 años.....	36
Gráfico 12. Evolución de las ventas físicas y online de la compañía en millones de euros del periodo 2014-2022.....	37
Gráfico 13. Evolución de las ventas en toneladas de la compañía del periodo 2018-2022.....	38
Gráfico 14. Evolución de la cotización diaria de la acción INDITEX últimos 5 años.....	41
Gráfico 15. Retornos de la acción INDITEX e Índice EURO STOXX 50 últimos 10 años (en base 100 al 01/02/2013).....	42
Gráfico 16. Regresión lineal de los retornos de INDITEX - Índice Euro Stoxx 50.....	45

Gráfico 17. Proyección ventas escenario base periodo 2023-2029.....	48
Gráfico 18. Proyección ventas escenario optimista periodo 2023-2029.....	52
Gráfico 19. Proyección ventas escenario pesimista periodo 2023-2029.....	56



Índice de tablas

Tabla 1. EBITDA, Ventas, ROE y ROA, INDITEX y empresas competidoras comparables.....	18
Tabla 2. Análisis DuPont. INDITEX y sus competidoras comparables.....	18
Tabla 3. Ventas anuales de los últimos 10 años de la compañía y su variación porcentual respecto al año anterior.....	22
Tabla 4. Rentabilidades sobre ventas últimos 10 años de la compañía.....	23
Tabla 5. Evolución ventas, resultado bruto, EBITDA, EBIT, resultado neto del ejercicio de los últimos 10 años de la compañía.....	24
Tabla 6. Ratios: ROE y ROA últimos 10 años de la compañía.....	25
Tabla 7. Ratios: Solvencia, liquidez cte. liquidez seca, índice endeudamiento, deuda financiera / patrimonio neto, deuda financiera / EBITDA de los últimos 10 años.....	28
Tabla 8. Indicadores operativos: Rotación de inventarios, días de ventas de inventario, rotación de cuentas por cobrar, días de ventas por cobrar, días de cuentas por pagar últimos 10 años.....	30
Tabla 9. Ventas, capital de trabajo, capital de trabajo / ventas de los últimos 10 años de la compañía.....	31
Tabla 10. Evolución pies cuadrados por marca de los últimos 5 años.....	32
Tabla 11. Evolución ventas por marca en millones de euros de los últimos 5 años y la variación porcentual.....	34
Tabla 12. Venta por pie cuadrado por marca en miles de euros de los últimos 5 años.....	35
Tabla 13. Ventas online, físicas y totales en millones de euros y porcentaje de representación de ventas online sobre las ventas totales de los últimos 9 años.....	37
Tabla 14. Ventas en toneladas de los últimos 5 años de la compañía.....	39
Tabla 15. Principales accionistas de la sociedad al 31 de enero 2023.....	40

Tabla 16. Tasa promedio ponderada del pasivo por arrendamiento por zona geográfica.....	45
Tabla 17. Ventas anuales de la compañía por zona geográfica.....	46
Tabla 18. Financiamiento al 31 de enero 2023 de la firma.....	46
Tabla 19. Proyección Inflación para el periodo 2023-2029.....	47
Tabla 20. Proyección Tasa nominal de crecimiento de ventas escenario base periodo 2023-2029.....	47
Tabla 21. Cálculo de los flujos de fondos, valor presente de los flujos de fondos y valor presente del valor terminal. Escenario base.....	50
Tabla 22. Cálculo del valor del capital propio de la compañía, y precio de la acción.....	51
Tabla 23. Cálculo los flujos de fondos, valor presente de los flujos de fondos y valor presente del valor terminal. Escenario optimista.....	54
Tabla 24: Cálculo del valor del capital propio y precio por acción.....	55
Tabla 25. Cálculo de los flujos de fondos, valor presente de los flujos de fondos y valor presente de valor terminal. Escenario pesimista.....	57
Tabla 26. Cálculo del valor del capital propio y precio por acción.....	58
Tabla 27. Número de tiendas, ventas, EBITDA y margen EBITDA/Ventas 2022 INDITEX y empresas comparables.....	59
Tabla 28. Ventas, EBITDA, valor de la compañía y valor del capital de INDITEX y empresas comparables seleccionadas.....	60
Tabla 29. Ratio EV/EBITDA INDITEX y empresas comparables.....	60
Tabla 30. Cálculo del valor de la compañía, valor del capital propio y precio por acción por ratio EV/EBITDA. (En millones de euros, excepto el precio de la acción).....	61
Tabla 31. Ratio EV/VENTAS compañías comparables.....	61

Tabla 32. Cálculo del valor de la compañía, valor del capital propio y precio por acción por ratio EV/VENTAS. (En millones de euros, excepto el precio de la acción).....62



Universidad de
San Andrés

Glosario

Cash Flow: Flujo de caja. Se refiere a los movimientos de caja de una compañía.

Free Cash Flow to firm: Flujo de caja libre, hace referencia a la liquidez de la compañía luego de inversiones y de cubrir requisitos de capital de trabajo.

DCF - Discounted Cash Flow: Hace referencia al flujo de fondos descontados, que estima el valor presente de los flujos futuros de la compañía, descontándolos a una tasa de descuento.

WACC (Weighted Average Cost of Capital): Hace referencia al costo promedio ponderado del capital. Es la tasa de descuento que se utiliza para estimar el valor presente de los flujos de fondos futuros de una empresa.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes): hace referencia al resultado operativo de la compañía. Es el resultado después de intereses e impuestos.

EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations): Se utiliza para entender la capacidad de la empresa de generar ingresos, descontado los costos directos e indirectos, pero sin analizar el endeudamiento o los impuestos que le corresponde pagar a la compañía.

Capex (Capital Expenditures): Hace referencia a las inversiones de capital que realizan las organizaciones para mantener sus equipos e instalaciones, o para realizar ampliaciones que permitan mejores resultados o el desarrollo de nuevos negocios.

EV (Enterprise Value): Se refiere al valor de mercado de la compañía en su conjunto, teniendo en cuenta el valor de su deuda y el valor de sus acciones.

CAPM (Capital Asset Pricing Model): Modelo de valuación de activos de capital.

Kd: rendimiento exigido de la deuda, es decir, la tasa a la que la compañía obtiene financiamiento.

Ke: rendimiento exigido o esperado del capital propio

ROA (Return on Assets): Retorno sobre activo. Ratio que refleja el resultado obtenido por la empresa en relación con los activos que posee.

ROE (Return on Equity): Retorno sobre patrimonio neto. Ratio que refleja el resultado obtenido por la empresa en relación con el patrimonio neto que posee.

CAGR (Acrónimo de Compound Annual Growth Rate): Se refiere a la tasa de crecimiento anual compuesto, que permite conocer la tasa de retorno que alcanza una inversión durante un período de tiempo determinado.

WACC (Acrónimo de Weighted Average Cost of Capital): Se refiere al costo ponderado promedio de capital. Es la tasa de descuento que se utiliza para estimar el valor presente de los flujos futuros de una empresa o proyecto.

RdM: Resto del mundo.



1. La compañía

La compañía elegida para el trabajo es Industria del diseño textil S.A. (desde ahora en adelante mencionada INDITEX). INDITEX ha tenido un gran crecimiento a lo largo de los años, debido a los avances tecnológicos y los cambios en los paradigmas de los compradores. Éstos han aceptado y adoptado como nueva modalidad de adquirir productos las tiendas online de manera rápida, segura y sin moverse de sus hogares. De esta forma INDITEX ha logrado establecerse en más de 200 mercados, gracias a la gran aceptación de los clientes respecto de las marcas que componen el grupo. El número de tiendas en la actualidad asciende a más de 5.815 y abarcan 96 mercados.

La compañía fue fundada en 1993 por Amancio Ortega en España, en la actualidad es el socio mayoritario del grupo. La idea principal comenzó en un taller de costura especializado en fabricar ropa de dama. Debido a que hoy se diversificó el grupo en ocho marcas completamente distintas, respecto a sus estilos, diseños, colores, telas, entre otros; lograron abarcar no sólo ropa sino también calzado y artículos para el hogar. Incluyen todos géneros, todas las edades y gustos. Dentro del grupo se encuentra Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterque.

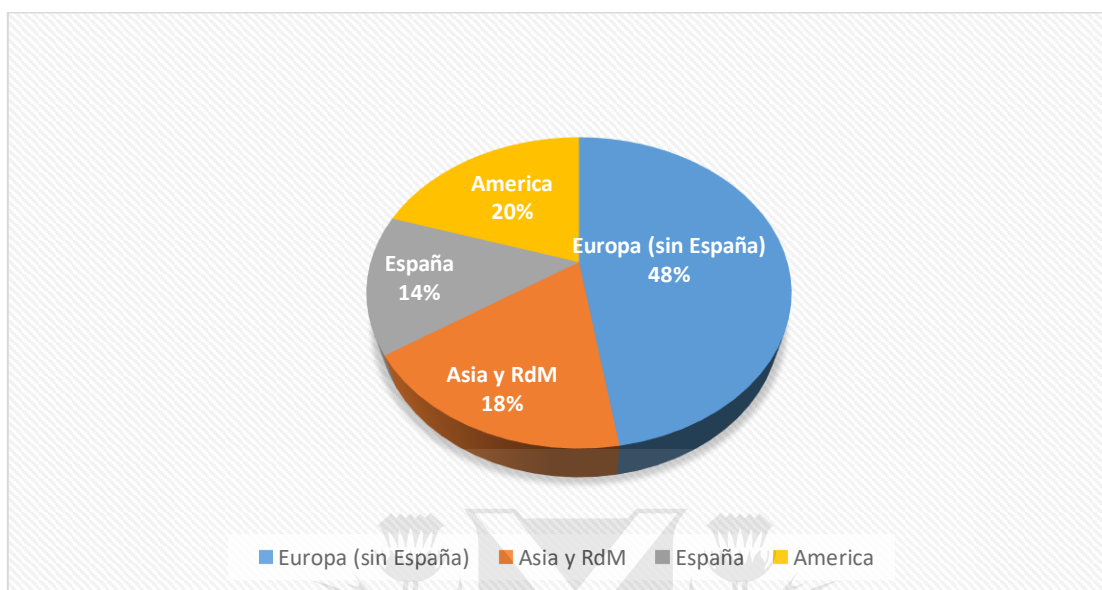
El grupo se caracteriza por brindar moda y calidad a bajo costo, lo que les ha permitido ganar la aceptación de la gran cuota del mercado que manejan, dándole impulso para expandirse internacionalmente y llegar a nuevos mercados. Zara fue su icono en sus inicios y permitió migrar hacia otros horizontes.

El grupo INDITEX cotiza en bolsa desde 2001. Si bien el valor de sus acciones sufrió una caída drástica, a causa de la crisis mundial originada por la pandemia del Covid-19, hoy se recupera.

Actualmente, el grupo opera a través de 4.727 locales propios y 1.088 locales que operan a través de franquicias otorgadas alcanzando los 5 continentes. Las ventas en 2022 alcanzaron los 32.569 millones de euros, de las cuales un 62% corresponden a Europa (España inclusive), seguido por el mercado Americano

que representa un 20% de las ventas y finalmente Asia y resto del mundo en un 18%.

Gráfico 1. Ventas por zona geográfica período 2022.



Elaboración propia, fuente datos: estados financieros de INDITEX 2022

1.1 Marcas que componen el grupo

El grupo está compuesto por ocho marcas. A continuación, se presenta un detalle de los aspectos generales de cada una, la cantidad de locales, los pies cuadrados que representan, ventas y variaciones respecto al año anterior. Cada uno de estos datos fue relevado de los últimos estados contables de la compañía:

Zara:

Zara es la marca de cabecera del grupo. En sus inicios, en 1975, abrió su primera tienda. La marca ofrece ropa de moda para ambos géneros, y busca adaptar constantemente los diseños a las demandas de los clientes.

Zara kids:

Zara kids es la marca para niños. La marca sigue los mismos estándares de calidad de Zara alcanzando al público infantil.

Zara Home

Desde 2003, a través de Zara home, el grupo sumó al amplio abanico de productos que ofrece artículos de diseño para el hogar.

Los locales de las tres marcas que componen el grupo Zara representan, hoy un 40% de las tiendas del grupo con un total de 2312 locales, de los cuales 427 corresponden a Zara Home. 3.027.914 pies cuadrados, lo que es un 4% inferior al ejercicio 2021 y generaron ventas por un total de 23.761 millones de euros un 21% más que el ejercicio anterior.

Pull&Bear:

Los comienzos de Pull&Bear se registran en 1991. Es una marca con un perfil más juvenil que ofrece una amplia variedad de productos para hombres y mujeres. En el periodo 2022 generó ventas por 2.152 millones de euros un 15% más que el año anterior. Cuenta con 789 tiendas, lo que representa un 14% de las tiendas del grupo y 368.418 pies cuadrados, un 8% inferior al año 2021.

Massimo Dutti

Fundada en 1985, se unió al grupo en 1991. Actualmente cuenta con 548 tiendas que representan un 9% de las tiendas del grupo y 218.263 pies cuadrados un 15% inferior al 2021. Las ventas del periodo 2022 alcanzaron los 1.593 millones de euros, superando en un 4% a las ventas del ejercicio anterior. La marca se caracteriza por vender artículos elegantes y de alta calidad para hombres, mujeres y niños, incluso cuenta con una línea de sastrería a medida.

Las cifras mencionadas anteriormente incluyen a la marca Uterque.

Uterque

Fundada en 2008, la marca ofrece prendas femeninas textiles y pieles de diseño y calidad. Sin embargo no muestra alto rendimiento en ventas por lo que el grupo ha decidido exponerla dentro de la línea de Massimo Dutti.

Bershka

Fundada en 1998, hoy cuenta con 860 tiendas que representan un 15% de las tiendas del grupo y 458.374 pies cuadrados un 11% inferior al ejercicio 2021. Las ventas generadas por la marca en 2022 fueron de 2.384 millones de euros, las

mismas superaron en un 10% a las ventas en el ejercicio anterior. La marca ofrece ropa juvenil y divertida para adolescentes que incluye ropa deportiva, jeans y clásicos.

Stradivarius

Se unió al grupo en 1999, es una marca de ropa femenina elegante. Actualmente cuenta con 849 tiendas que representan un 15% de las tiendas del grupo y 304.075 pies cuadrados, un 5% menos que el año anterior. Las ventas generadas por la marca en el año 2022 fueron de 2.056 millones de euros y superaron en un 13% a las generadas en el año 2021.

Oysho

La marca cuenta con 457 tiendas, que representan el 8% de las tiendas del grupo y 96.314 pies cuadrados un 14% inferior al año 2021. Obtuvo ventas por un importe de 623 millones de euros en el periodo 2022 un 4% superior a las del periodo anterior. Oysho ofrece diseños femeninos de lencería, trajes de baño y ropa de cama.

1.2 Análisis de la industria

La compañía se desempeña en la industria de comercio minorista de indumentaria. Se encuentra que los márgenes económicos de la industria para este tipo de grandes compañías son positivos. Hoy la industria textil se encuentra en pleno auge de crecimiento.

Un aspecto clave de la industria del comercio minorista de indumentaria es la incidencia de internet, cada vez son mayores las ventas online. Durante el 2019 previo a la pandemia COVID-19 representaban un 14% de las ventas del grupo, mientras que en 2022 representan un 24%. En el análisis de las ventas se encuentra el gráfico nº12, en el que se observa el crecimiento de las ventas online de la compañía desde el 2014 a la fecha. Este punto resulta importante porque la compañía persigue un enfoque de negocio integrado y flexible, lo que le permite gestionar las tiendas físicas y online en conjunto. De esta forma, a

través de las ventas online, encuentra una herramienta para lograr un mayor alcance.

Por otro lado, el grupo que se caracteriza por moda rápida, de bajo costo y consumo masivo. Según lo publicado por Statista abarca gran cuota del mercado español y se posiciona como el grupo más importante, dejando bastante más atrás a sus competidoras locales como lo son Primark y Mango.

1.3 Competidores

El grupo en su conjunto abarca una gran parte de mercado textil, y genera un volumen de ventas bastante superior al promedio de sus competidoras, por lo que es complejo encontrar una marca que se acerque a los parámetros del grupo. Por tal motivo, se analiza sólo empresas comparables de la misma magnitud de INDITEX, a fines de que sea representativo. Los datos relevados de las siguientes compañías serán utilizados para una posterior valuación por múltiplos con empresas comparables.

Competidoras comparables:

UNIQLO:

Es una cadena de indumentaria minorista que actualmente se posiciona en mercados con gran crecimiento poblacional como el continente asiático. Comercializa en países como China, India e Indonesia, lo que genera expectativa de crecimiento para la marca. Ofrece productos descontracturados y clásicos a precios accesibles al público. Cuenta con 1.500 tiendas y obtuvo una facturación anual 17.245 de millones de euros en 2022.

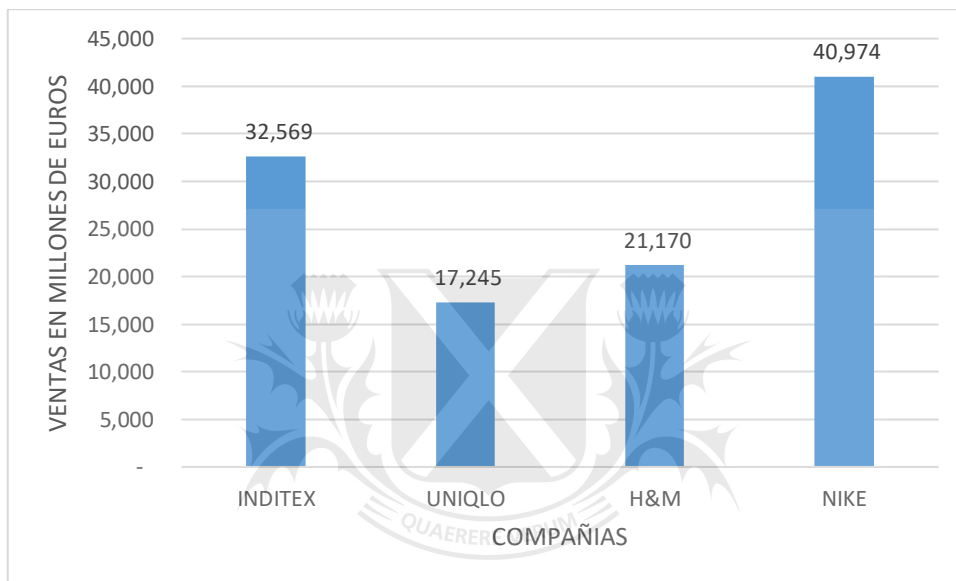
H&M:

Es una cadena sueca minorista de ropa que en la actualidad cuenta con 4.470 tiendas en todo el mundo y está compuesto por 7 marcas. En 2022 alcanzó una facturación anual de 21.170 millones de euros. Se encuentra atravesando un proceso de expansión a través de las tiendas online, al igual que el grupo INDITEX.

NIKE:

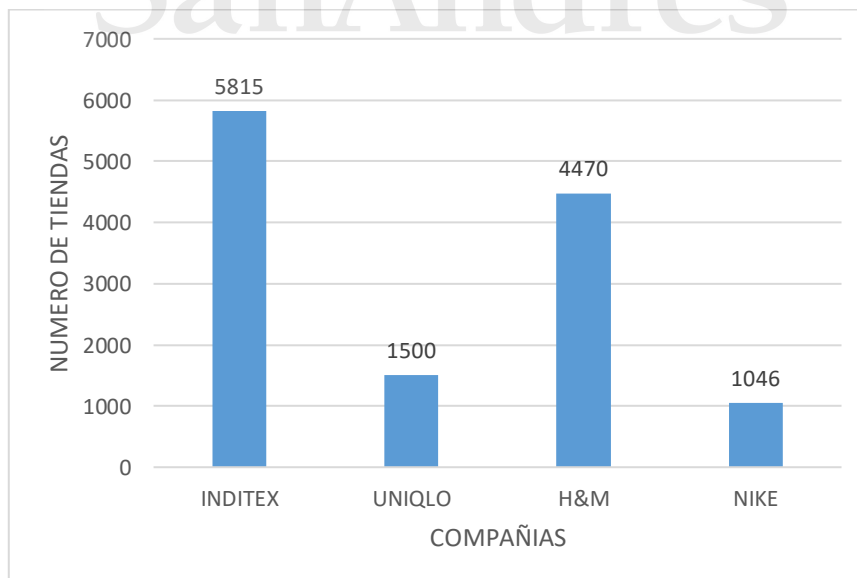
Es una marca de ropa deportiva líder que en la actualidad cuenta con 1.046 tiendas en todo el mundo. En 2022 alcanzó una facturación anual de 40.974 millones de euros. El crecimiento de las ventas está en auge y acompaña el comercio electrónico, que tuvo un papel fundamental en los últimos años frente al cierre de muchas tiendas físicas.

Gráfico 2. Ventas del grupo INDITEX y de las empresas comparables año 2022.



Elaboración propia: fuente de datos estados contables de las compañías.

Gráfico 3. Número de tiendas del grupo INDITEX vs. Competidores periodo 2022.



Elaboración propia: fuente de datos estados contables de las compañías.

En la tabla nº1, se muestra el EBITDA, las ventas y los indicadores económicos ROE y ROA, para el último ejercicio comercial de las compañías comparables, respecto a los de INDITEX. Se observa que la compañía cuenta con un nivel de ventas superior al de UNIQLO y H&M, e inferior al de NIKE. Los indicadores económicos son positivos, la compañía ha logrado obtener un ROE y ROA superior a las empresas comparables UNIQLO y H&M. En conclusión, ha logrado desarrollar estrategias y un modelo de negocio que le proporcionan una ventaja sobre el resto y que se asemejan a los de Nike siendo el ROA de esta compañía similar al de INDITEX, pero con un ROE superior.

Tabla 1. EBITDA, ventas, ROE y ROA, INDITEX S.A. y empresas competidoras comparables.

Compañía	EBITDA (en millones de euros)	Ventas (en millones de euros)	ROE	ROA
INDITEX	8.649	32.569	24,20%	18,41%
UNIQLO	4.507	17.245	16,92%	13,23%
H&M	2.832	21.170	7,03%	3,41%
NIKE	5.855	40.974	39,57%	16,50%

Elaboración propia fuente de datos: fuente de información estados financieros de la compañía INDITEX y competidoras.

El cálculo del ratio ROE se realizó dividiendo el resultado neto sobre el patrimonio neto. Y el ROA dividiendo el EBIT sobre el Activo.

Un aspecto importante es analizar el Índice DuPont y observar los distintos factores que influyen en la rentabilidad de las empresas.

Tabla 2. Análisis DuPont. INDITEX S.A. y sus competidoras comparables.

Compañía	Margen neto	Rotación de activos	Multiplicador del capital	DuPont
INDITEX	13%	1,08	1,76	24,20%
UNIQLO	12%	0,72	1,97	16,92%
H&M	2%	1,23	3,59	7,03%
NIKE	13%	1,16	2,64	39,57%

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX y competidoras.

Se puede observar que los tres aspectos que considera el índice DuPont de INDITEX y NIKE son positivos, mientras que la desventaja de UNIQLO está en la rotación de los activos y de H&M en el margen neto.

Cuando se analizan los competidores comparables se llega a la conclusión de que es una industria altamente competitiva. Si bien hay mucha oferta en el comercio minorista de indumentaria, para lograr una diferenciación a estas magnitudes se requiere una buena estrategia y gran inversión en activos tecnológicos. Por ejemplo, plataformas de integración y gestión de inventarios que hoy son clave para lograr una optimización de márgenes.

1.4 ¿Cómo opera la compañía?

La compañía busca generar eficiencia en todas las áreas que la componen a través de la integración de todas las etapas del proceso, desde el diseño del producto hasta la fabricación, controles de calidad, logística de ventas y distribución. Tanto de las ventas generadas por las tiendas físicas como online.

El mercado en la actualidad se observa con una alta cantidad de competidores que ofrecen una gama amplia de artículos similares. INDITEX debe reinventarse constantemente sin perder de vista las necesidades del cliente, e intentar evolucionar junto con el mismo. Requiere de constante innovación tecnológica para alcanzar eficiencia en las operaciones.

Actualmente utilizan tecnología para realizar análisis sobre las preferencias de los clientes, tendencias sobre las ventas, entre otros datos. De esta forma se realizan producciones acotadas, pero brindándole al cliente lo que busca. Así es que abastecen dos veces por semana las tiendas con artículos nuevos, por lo que es normal que, al frecuentar las tiendas del grupo, se encuentre mercadería nueva. Esto requiere para la compañía, no sólo un trabajo de logística, sino también una inversión en tecnología.

La inversión en innovación tecnológica ronda los 2.000 millones de euros en los últimos años. La más importante fue la implementación del sistema de identificación por radio frecuencia. Le permite al cliente o al vendedor del local rastrear los productos en las diferentes tiendas del grupo. Esto incluye la tienda online, lo que les permite gestionar de forma eficiente los stocks de éstos.

Otra de las innovaciones tecnológicas de mayor relevancia, fue la implementación de los probadores interactivos que le permite al cliente solicitar otros talles y artículos desde el probador e incluso le muestra combinaciones posibles sin salir del mismo. Esto hace eficiente el proceso, ya que por lo general, este tipo de locales suelen tener una alta concurrencia de compradores.

Proveedores:

El grupo opera con proveedores tanto de productos como de materia prima que se encuentran en 44 países diferentes. El 54% se encuentran cercanos a su sede principal en España, ubicándose en el mismo país como en Portugal, Turquía y Marruecos. INDITEX busca de esta forma adaptarse a los requerimientos del mercado, gestionar las producciones y reducir el exceso de producción de las campañas, reduciendo los stocks.

Logística:

La logística es fundamental para el grupo. Abastece dos veces por semana a las tiendas con artículos nuevos. Además, la compañía realiza envíos de pedidos en todo el mundo, por lo que cuenta con centros de logística en ciudades estratégicas para cada marca. Allí se encuentra todo el stock y se realizan los envíos.

Distribución:

En cuanto a la distribución, la compañía ha encontrado la forma de hacerlo eficiente a través de la tercerización del servicio. Sin embargo, realizan controles estrictos a las empresas de transporte sobre el cuidado del medio ambiente y la contaminación.

Riesgos a los que está expuesta la compañía:

INDITEX está expuesta a la alta competitividad de la industria, tendencias medioambientales y cambio en los gustos de los consumidores. Son factores de riesgo los cambios geopolíticos, demográficos y socioeconómicos de los países en los que opera, tanto en países donde realizan distribución como donde se aprovisionan. Como herramienta para diversificar estos riesgos el grupo apunta a la expansión internacional y formatos multimarca.

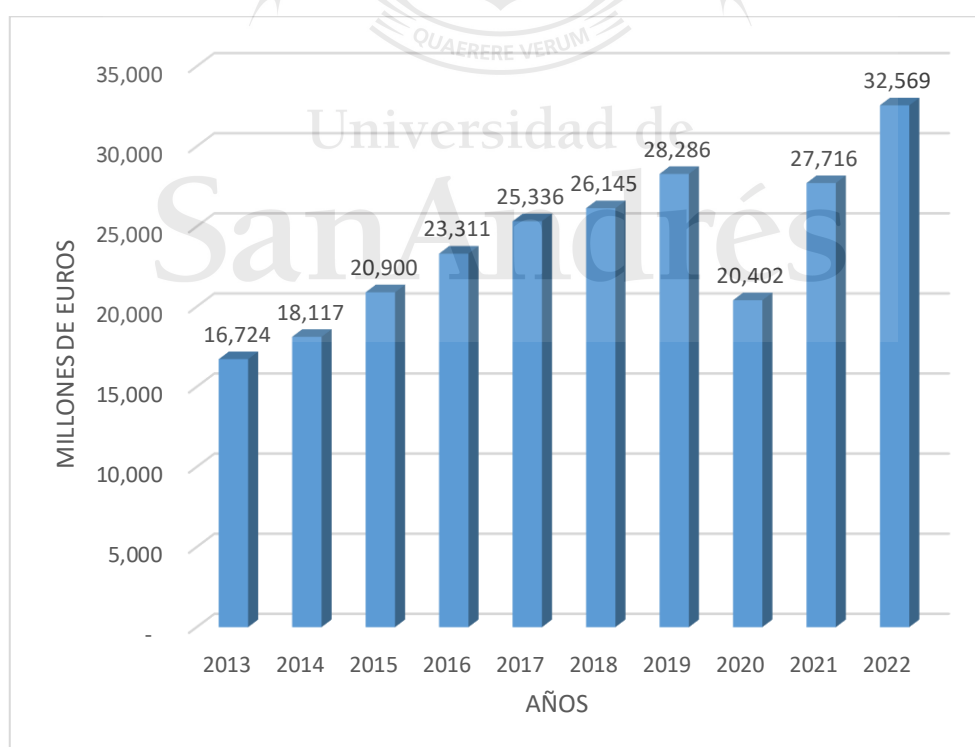
2. Análisis financiero

2.1 Situación económica

En cuanto a la situación económica de la compañía se observa, por un lado, el estado de resultado de los últimos 10 años para analizar sus tendencias y la estabilidad de la compañía, de lo que se desprende que la misma tiene márgenes holgados y relativamente estables.

Las ventas de la compañía crecieron en un 95% en los últimos 10 años. Siendo en 2013 de 16.724 millones de euros a 32.569 millones de euros en 2022. La misma tiene un crecimiento anual promedio de estos últimos 10 años del 9%. En 2021 el grupo alcanzó un crecimiento en las ventas del 36%, respecto a las del año anterior, como consecuencia de la reactivación de la economía post pandemia, y se recuperó de la caída del 28% del 2020. En el ejercicio 2022, el crecimiento de las ventas fue del 18% respecto al año anterior. Para este periodo de tiempo, 2013-2022, la compañía obtuvo un CAGR de 6,89%.

Gráfico 4. Ventas totales anuales de INDITEX.



Elaboración propia fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

A continuación se observa una tabla con la evolución de las ventas de la compañía en los últimos 10 años y su variación porcentual con respecto al año anterior:

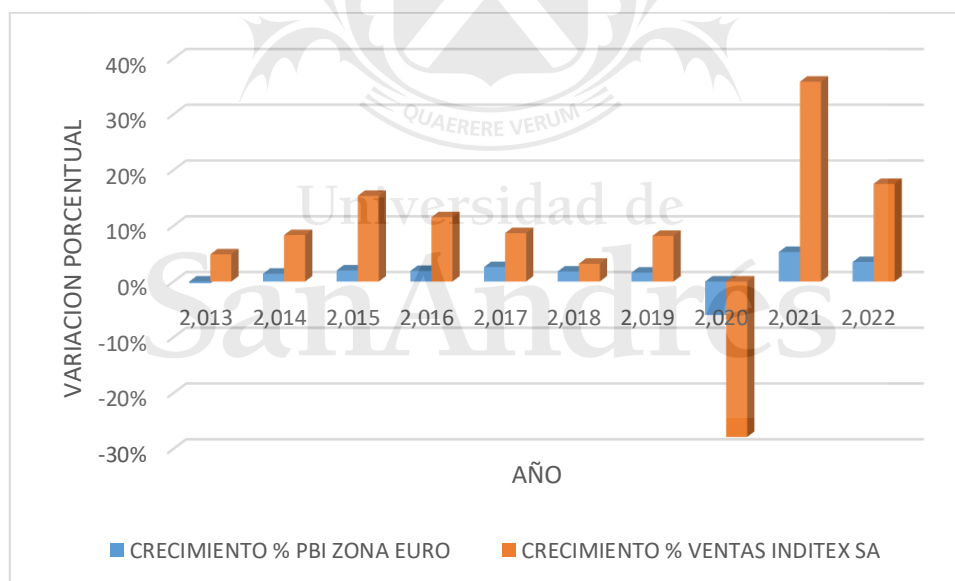
Tabla 3. Ventas anuales de los últimos 10 años de la compañía y su variación porcentual respecto al año anterior.

(cifras millones de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	16.724	18.117	20.900	23.311	25.336	26.145	28.286	20.402	27.716	32.569
Var. %	5%	8%	15%	12%	9%	3%	8%	-28%	36%	18%

Elaboración propia fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

El crecimiento de las ventas se encuentra por encima del crecimiento de la economía de la zona euro. A continuación se observa en términos porcentuales el crecimiento de las ventas de la compañía y del PBI de la zona euro.

Gráfico 5. Crecimiento ventas anual INDITEX vs. Crecimiento anual PBI zona euro.



Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía y datos del banco mundial.

Por otro lado, si se analiza la estructura de costos de la compañía, observamos que el costo de la mercadería vendida sobre las ventas, en promedio de los últimos 10 años es de 42%. INDITEX obtuvo un margen bruto promedio de los últimos 10 años de 58%. El margen EBITDA sobre ventas promedio de los últimos 10 años es de 23%.

En los últimos dos años, la compañía aumentó dicho margen y se espera que se mantenga debido a la implementación de nuevas tecnologías que hacen eficiente el proceso de venta.

En cuanto al margen EBIT sobre ventas se observa que el mismo es estable al igual que los otros dos márgenes y que, en promedio de los últimos 10 años, fue del 17%. Los últimos tres márgenes mencionados sufrieron una caída en 2020 ocasionada por la crisis que generó la pandemia COVID-19.

El promedio anual obtenido de los índices sobre ventas de los últimos 10 años de la compañía son los siguientes:

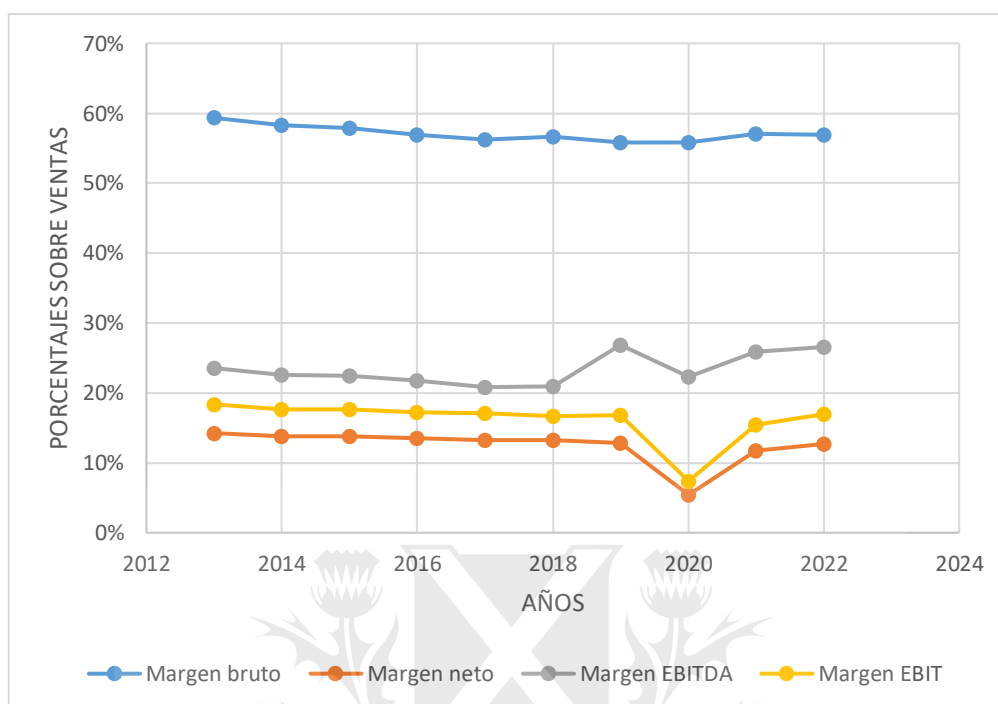
- Margen bruto: 58%
- Margen neto: 12%
- Margen EBITDA: 23%
- Margen EBIT: 16%

Tabla 4. Rentabilidades sobre ventas últimos 10 años de la compañía.

Rentabilidades sobre ventas	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen bruto	59%	58%	58%	57%	56%	57%	56%	56%	57%	57%
Margen neto	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	5%	12%	13%
Margen EBITDA	23%	23%	22%	22%	21%	21%	27%	22%	26%	27%
Margen EBIT	18%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	7%	15%	17%

Elaboración propia, fuente de datos: estados de resultados de la compañía INDITEX.

Gráfico 6. Márgenes de rentabilidad de la compañía últimos 10 años.



Elaboración propia fuente de datos: estados de resultados de la compañía INDITEX.

Tabla 5. Evolución de ventas, resultado bruto, EBITDA, EBIT, resultado neto del ejercicio de los últimos 10 años de la compañía.

(Cifras en millones de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	16.724	18.117	20.900	23.311	25.336	26.145	28.286	20.402	27.716	32.569
Resultado bruto	9.923	10.569	12.089	13.279	14.260	14.816	15.806	11.389	15.814	18.559
EBITDA	3.926	4.103	4.699	5.083	5.277	5.457	7.598	4.552	7.183	8.649
EBIT	3.071	3.198	3.677	4.021	4.314	4.357	4.772	1.507	4.282	5.520
Resultado neto del ejercicio	2.382	2.510	2.882	3.161	3.372	3.448	3.647	1.104	3.250	4.147

Elaboración propia fuente de datos: estados de resultados de la compañía INDITEX.

Del análisis realizado anteriormente se desprende que INDITEX ha logrado aumentar sus márgenes EBIT y EBITDA, posterior a la caída del 2020 ocasionada por la Pandemia por COVID-19.¹

Por otro lado, los indicadores ROE y ROA de la compañía son positivos, el retorno sobre el capital propio - ROE (resultado neto sobre patrimonio neto) promedio de los últimos 10 años es del 23%. El retorno sobre el total del activos - ROA (EBIT sobre activo) promedio de los últimos 10 años es del 18%. Se puede observar la caída de los mismos en el año 2020 correspondiente a la pandemia ocasionada por el COVID-19, en el que ambos ratios se vieron notoriamente afectados. El ROA entre los años 2013 al 2018 se mantenía en promedio en un 21% y en 2019 tuvo una caída a 17%. Esta disminución en el ROA del 4% corresponde a un aumento significativo en el activo no corriente de la compañía, resultado de la aplicación de la NIIF 16. Esta norma ha entrado en vigor para la Unión Europea para los ejercicios iniciados a partir de enero 2019 sobre el reconocimiento de los arrendamientos que establece el registro de un pasivo por el valor actual de los pagos de arrendamiento y un activo por el derecho de uso del activo subyacente durante el plazo de este. Lo que implicó el reconocimiento de un activo por 6.043 millones de euros y un pasivo de 5.163 millones de euros. Esa norma se aplica en la actualidad e hizo disminuir el indicador.

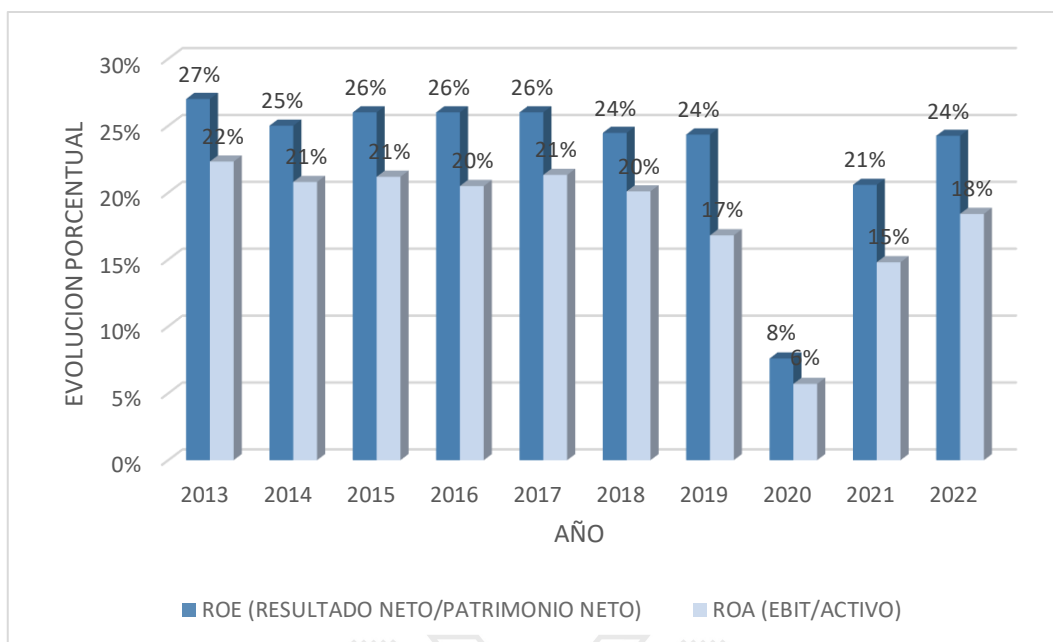
Tabla 6. Ratios: ROE y ROA últimos 10 años de la compañía.

Ratios	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE (Resultado neto sobre patrimonio neto)	27%	25%	26%	26%	26%	24%	24%	8%	21%	24%
ROA (EBIT sobre activo)	22%	21%	21%	20%	21%	20%	17%	6%	15%	18%

Elaboración propia fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

¹ Los estados de resultados de los últimos 10 años de la compañía se encuentran expuestos en el anexo al final del trabajo.

Gráfico 7. Evolución de Ratios ROE – ROA últimos 10 años de la compañía.



Elaboración propia fuente de datos: estados de resultados de la compañía INDITEX.

Análisis de la formula DuPont

Mediante este indicador podemos analizar los distintos factores que impactan directamente sobre la rentabilidad de las empresas. Este índice toma 3 aspectos de la empresa: rentabilidad, rotación de activos y apalancamiento financiero.

Donde:

$$\text{Rentabilidad: } \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Rotación de Activos: } \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}}$$

$$\text{Apalancamiento: } \frac{\text{Activos totales}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Se calcula:

$$\text{Rentabilidad: } \frac{4.147}{32.569} = 12,73\%$$

$$\text{Rotación de Activos: } \frac{32.569}{29.983} = 1,08 \text{ veces}$$

$$\text{Apalancamiento: } \frac{29.983}{17.033} = 1,76 \text{ veces}$$

$$\text{ROE} = 24\%$$

Lo que significa que la rentabilidad neta sobre la compañía es el 12,76%, que los activos rotan 1,08 veces por año y que el apalancamiento del patrimonio neto es de 1,76 veces. Multiplicando estos 3 llegamos al valor del retorno sobre el patrimonio neto de la empresa.

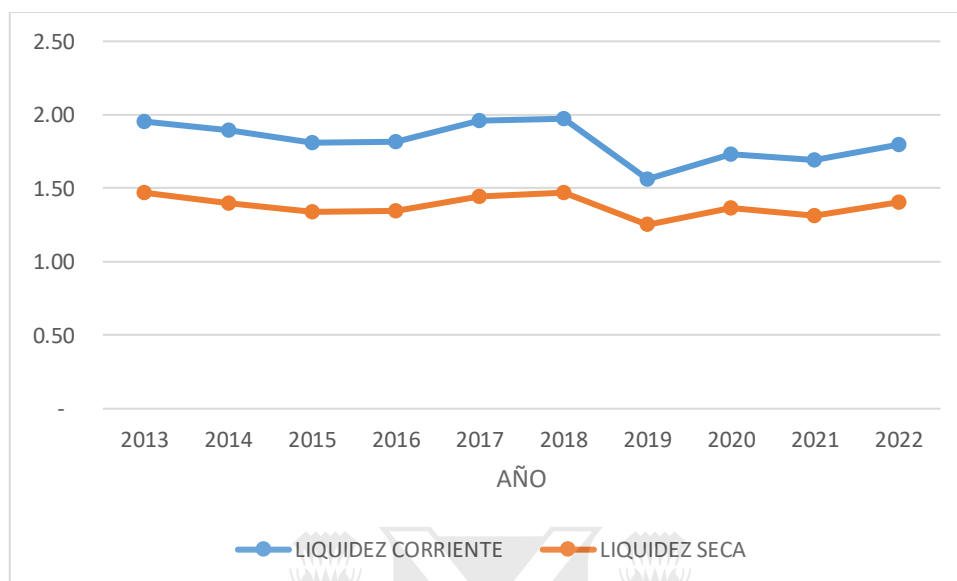
2.2 Situación financiera

Respecto a la situación financiera de la compañía se observa que los ratios son positivos y estables. Es una compañía solvente, con bajo endeudamiento y buena liquidez. En el corto plazo, la compañía puede hacer frente a sus pasivos. Cuenta con un activo 2,7 veces superior a sus pasivos.

El promedio anual de los últimos 10 años obtenidos de la compañía para los siguientes índices fue:

- *Solvencia:* $\frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo total}} : 2,70$
- *Liquidez corriente:* $\frac{\text{Activo cte.}}{\text{Pasivo cte.}} : 1,82$
- *Liquidez seca:* $\frac{\text{Activo cte.} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo cte.}} : 1,38$
- *Liquidez de caja:* $\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Pasivo cte.}} : 0,90$
- *Índice de endeudamiento* $\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio neto}} : 0,63$
- *Índice de endeudamiento financiero* $\frac{\text{Deuda financiera a corto y largo plazo}}{\text{Patrimonio neto}} : 0,002$
- *Índice:* $\frac{\text{Deuda financiera total}}{\text{EBITDA}} : 0,005$

Gráfico 8. Evolución de los índices de liquidez de INDITEX S.A. últimos 10 años de la compañía.



Elaboración propia, fuente de datos: estados de resultados de la compañía INDITEX.

Tabla 7. Ratios: Solvencia, liquidez cte. liquidez seca, índice endeudamiento, deuda financiera / patrimonio neto, deuda financiera / EBITDA de los últimos 10 años.

Ratios	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Solvencia	3,07	3,13	2,94	2,86	3,02	3,10	2,11	2,23	2,19	2,32
Liquidez corriente	1,95	1,90	1,81	1,82	1,96	1,97	1,56	1,73	1,69	1,80
Liquidez seca	1,47	1,40	1,34	1,35	1,44	1,47	1,25	1,36	1,32	1,41
Índice de liquidez de caja	1,11	1,01	0,90	0,76	0,95	0,90	0,65	1,17	0,87	0,68
Índice de endeudamiento	0,48	0,47	0,52	0,54	0,50	0,48	0,90	0,82	0,84	0,76
Deuda financiera/ Pat. neto	0,001	0,001	0,001	0,005	0,001	0,006	0,003	0,001	0,002	0,001
Deuda financiera / EBITDA	0,001	0,002	0,002	0,012	0,003	0,016	0,005	0,003	0,005	0,002

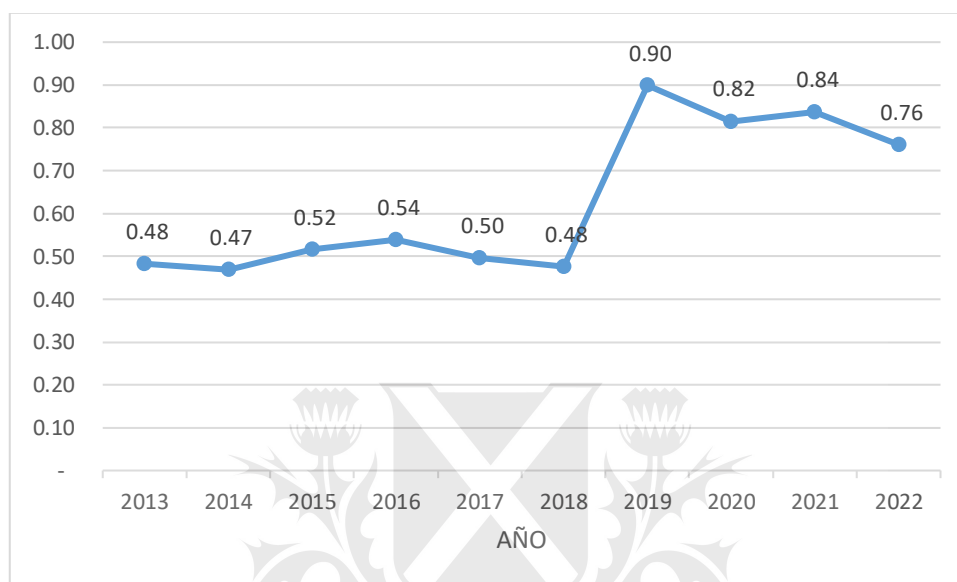
Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

Un punto importante es que en el año 2019 el endeudamiento aumentó significativamente respecto a años anteriores por la aplicación de la NIIF 16. La compañía registró un pasivo no corriente por arrendamientos a largo plazo de 5.163 millones de euros, lo que aumentó el ratio de endeudamiento. Por otro lado, la deuda financiera bajó en 2019 en un 57% respecto al año anterior y, en el promedio de los últimos 10 años, el ratio deuda financiera sobre patrimonio

neto es prácticamente nulo. Por tal motivo no se considera relevante analizar ratios de coberturas de intereses.

En el siguiente gráfico se puede observar el aumento en el índice de endeudamiento.

Gráfico 9. Evolución del índice endeudamiento de INDITEX S.A. últimos 10 años.



Elaboración propia, fuente de datos: estados de resultados de la compañía INDITEX.

2.3 Situación patrimonial

Del análisis del estado de situación patrimonial de los últimos 10 años de la compañía se observa que, la compañía ha aumentado considerablemente la inversión en activos intangibles. Lo que cuadra con la estrategia propuesta en los últimos años respecto a la implementación de plataformas y herramientas informáticas de integración de operaciones. También se observa que estas inversiones han permitido que INDITEX realice una gestión eficiente y reduzca inventarios en un 1% respecto al ejercicio anterior. Los mismos representaban un 11% de las ventas y en este ejercicio representan un 10% de las ventas.

Por otra parte, se analiza los indicadores de gestión de activos:

Tabla 8. Indicadores operativos: rotación de inventarios, días de ventas de inventario, rotación de cuentas por cobrar, días de ventas por cobrar, días de cuentas por pagar últimos 10 años.

Indicadores operativos	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rotación de inventarios	4	4	4	4	4	4	5	4	4	4
Días de ventas de inventario	90	90	91	93	88	88	66	94	93	83
Rotación de cuentas por cobrar	21	21	31	27	33	32	36	29	33	38
Días de cuentas por cobrar	18	17	12	13	11	11	10	13	11	10
Días de cuentas por pagar	179	170	187	185	162	164	159	189	190	164

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

Se observa que la compañía rota sus inventarios 4 veces al año, cada 88 días en promedio.

La balanza comercial no está equilibrada. El plazo medio de las cuentas por cobrar es de 13 días, mientras que de las cuentas por pagar es de 175 días.

Por tal motivo, si tenemos en cuenta que:

$Capital\ de\ trabajo = Inventario + cuentas\ por\ cobrar - cuentas\ por\ pagar$

Resulta que la compañía opera con un capital de trabajo negativo.

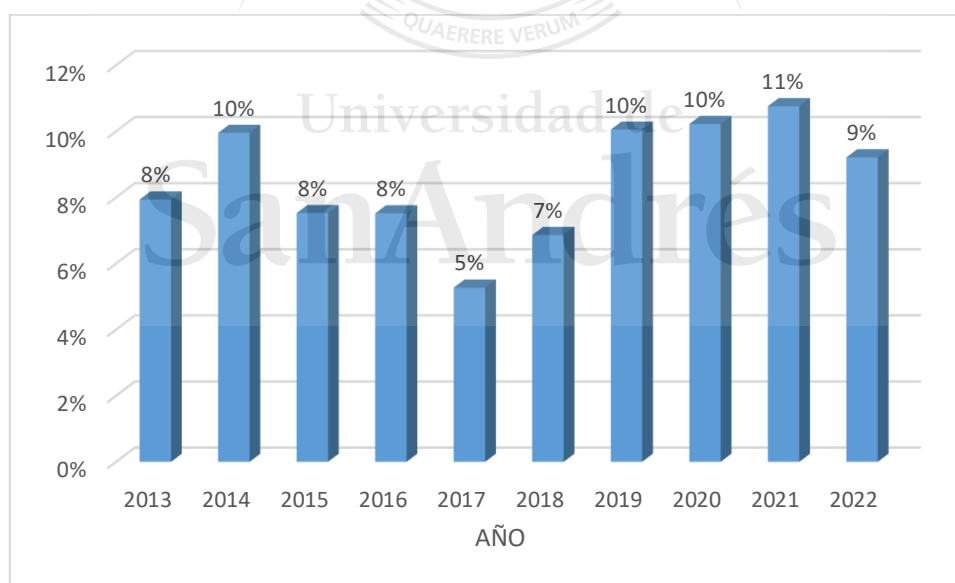
En los últimos 10 años, el promedio del capital de trabajo sobre ventas de la compañía es de -7

Tabla 9. Ventas, capital de trabajo, capital de trabajo / ventas de los últimos 10 años de la compañía.

(en millones de euros)	Ventas	Capital de trabajo	Capital de trabajo / Ventas
2013	16.724	-840	-5%
2014	18.117	-786	-4%
2015	20.900	-1.650	-8%
2016	23.311	-1.685	-7%
2017	25.336	-1.443	-6%
2018	26.145	-1.563	-6%
2019	28.286	-2.394	-8%
2020	20.402	-1.623	-8%
2021	27.716	-2.315	-8%
2022	32.569	-2.255	-7%

En el gráfico siguiente se observa que la proporción de CAPEX sobre ventas de los últimos años es relativamente estable, con un promedio de los últimos 10 años del 8,5%.

Gráfico 10. Evolución CAPEX sobre ventas últimos 10 años.



Elaboración propia, fuente de datos estados financieros de la compañía INDITEX.

3. Análisis de las ventas del Grupo INDITEX

Una medida relevante de eficiencia y capacidad de crecimiento en la industria del comercio minorista de indumentaria es el cálculo de las ventas por pies cuadrados.

3.1 Pies cuadrados por marca

Se realizó un análisis sobre el crecimiento en pies cuadrados por marca que componen la compañía en los últimos 5 años. De esta forma se obtiene el crecimiento año a año en pies cuadrados.

A continuación, se anexa una tabla realizada con la evolución en pies cuadrados de la compañía de los últimos 5 años por marca:

Tabla 10. Evolución pies cuadrados por marca de los últimos 5 años.

Marca	Pies cuadrados									
	2018	17/ 18	2019	19/ 18	2020	20/ 19	2021	21/ 20	2022	22/ 21
Zara (Zara y Zara Home)	3.256.381	5%	3.345.519	3%	3.209.510	-4%	3.140.790	-2%	3.027.914	-4%
Pull&Bear	419.387	2%	428.969	2%	394.170	-8%	399.699	1%	368.418	-8%
Massimo Dutti/ Uterque	289.883	2%	293.204	1%	272.747	-7%	256.505	-6%	218.263	-15%
Bershka	541.310	5%	553.853	2%	513.139	-7%	512.644	0%	458.374	-11%
Stradivarius	332.279	3%	337.893	2%	321.419	-5%	321.147	0%	304.075	-5%
Oysho	122.841	6%	127.294	4%	115.518	-9%	111.372	-4%	96.314	-14%
Total	4.962.081	4%	5.086.732	3%	4.826.503	-5%	4.742.157	-2%	4.473.358	-6%

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

Del mismo se desprende que la compañía tuvo un decrecimiento en cuanto a pies cuadrados en los últimos años. Se observa reflejada la estrategia de optimización y digitalización de tiendas desarrollada por la compañía. La misma se basó en el programa de cierre de locales ineficientes y la apertura de nuevos espacios con locaciones estratégicas. Como así también la expansión en cuanto a las ventas online.

Otro punto importante para mencionar es el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania que impacta en el mundo y que afecta directamente a la compañía. En la Federación Rusa cesó sus actividades en 514 tiendas y plataformas online a partir del 5 de marzo de 2022. Mientras que, en Ucrania, en febrero de 2022, cerraron 82 tiendas y plataformas online.



3.2 Ventas por marca que componen el grupo

En la siguiente tabla, se analiza la evolución de las ventas por marca y su evolución porcentual respecto al año anterior de los últimos 5 años:

Tabla 11. Evolución ventas por marca en millones de euros de los últimos 5 años y la variación porcentual.

Marca	Ventas									
	2018	17/18	2019	19/18	2020	20/19	2021	21/20	2022	22/21
Zara (Zara y Zara Home)	18.021	3%	19.564	9%	14.129	-28%	19.586	39%	23.761	21%
Pull&Bear	1.862	7%	1.970	6%	1.425	-28%	1.876	32%	2.152	15%
Massimo Dutti/ Uterque	1.903	2%	2.015	6%	1.271	-37%	1.653	30%	1.593	-4%
Bershka	2.240	1%	2.384	6%	1.772	-26%	2.177	23%	2.384	10%
Stradivarius	1.534	4%	1.750	14%	1.283	-27%	1.824	42%	2.056	13%
Oysho	585	3%	604	3%	522	-14%	600	15%	623	4%
Total	26.145	3%	28.286	8%	20.402	-28%	27.716	36%	32.569	18%

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

3.3 Ventas por pie cuadrado por marca

Se calcula las ventas por pie cuadrado de cada marca en los últimos 5 años que compone el grupo:

Tabla 12. Venta por pie cuadrado por marca en miles de euros de los últimos 5 años.

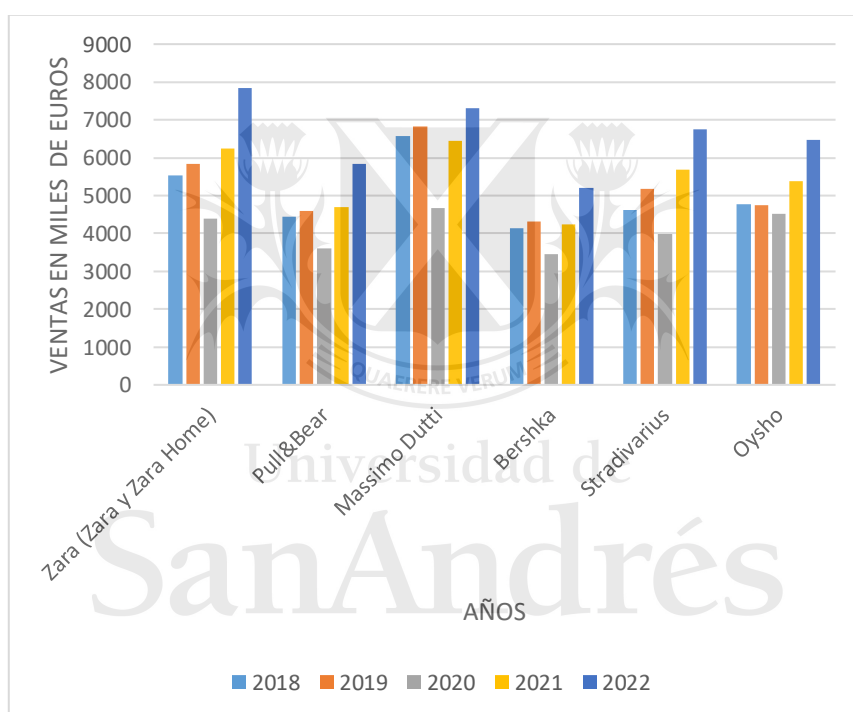
Venta por pie cuadrado por marca											
Marca	2018	17/18	2019	18/19	2020	19/20	2021	20/21	2022	21/22	PROMEDIO
Zara (Zara y Zara Home)	5.534	-2%	5.848	6%	4.402	-25%	6.236	42%	7.847	26%	9%
Pull&Bear	4.440	4%	4.592	3%	3.615	-21%	4.694	30%	5.841	24%	8%
Massimo Dutti/ Uterque	6.565	0%	6.872	5%	4.660	-32%	6.444	38%	7.299	13%	5%
Bershka	4.138	-4%	4.304	4%	3.453	-20%	4.247	23%	5.201	22%	5%
Stradivarius	4.617	1%	5.179	12%	3.992	-23%	5.680	42%	6.761	19%	10%
Oysho	4.762	-3%	4.745	0%	4.519	-5%	5.387	19%	6.468	20%	6%

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

Del análisis anterior se observa que los pies cuadrados por marca decrecieron. Esto se debe a dos factores: por un lado, el cierre de tiendas como consecuencia del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania; y por otro, el cierre de tiendas ineficientes y la apertura de espacios nuevos en locaciones estratégicas.

No obstante, las ventas en el último año aumentaron, incluso la venta por pie cuadrado. Esto se debe a que se optimizaron las tiendas, al impacto de la digitalización y al mayor alcance de las ventas online que representan un margen significativo sobre el total de las ventas.

Gráfico 11. Evolución de las ventas por pie cuadrado por marca en miles de euros de los últimos 5 años.



Elaboración propia, fuente de datos: memorias anuales de la compañía INDITEX.

3.4 Ventas online de la compañía

En la siguiente tabla se observa el monto por ventas online de la compañía en el período 2014 a 2022 y el porcentaje que representan las mismas sobre las ventas totales de INDITEX en dicho periodo. Se destaca el impacto positivo de éstas. Este factor es una fortaleza para la compañía y le permite aumentar sus márgenes de productividad.

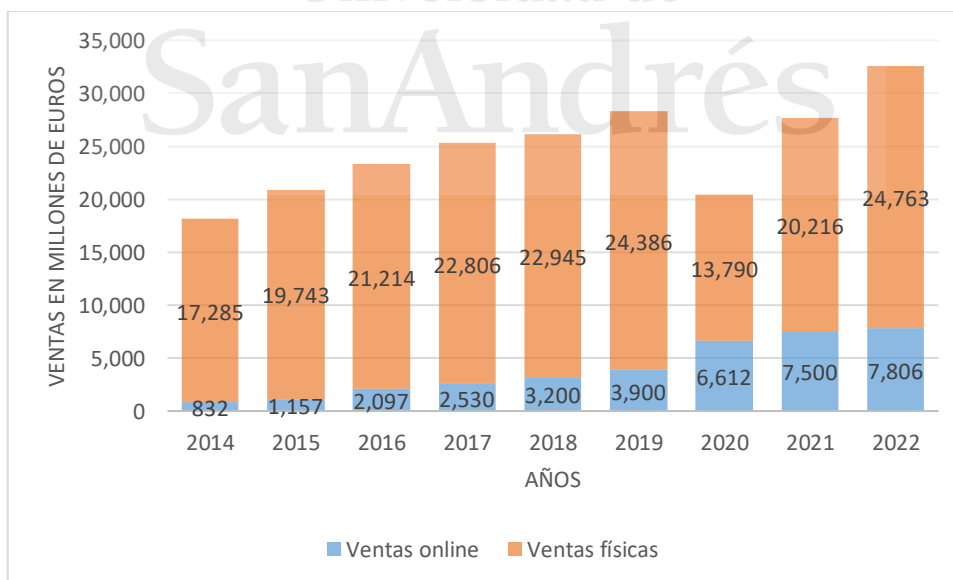
Tabla 13. Ventas online, físicas y totales en millones de euros y porcentaje de representación de ventas online sobre las ventas totales de los últimos 9 años.

Año	Ventas online	Ventas físicas	Ventas totales	Ventas online/ Ventas totales
2014	832	17.285	18.117	5%
2015	1.157	19.743	20.900	6%
2016	2.097	21.214	23.311	9%
2017	2.530	22.806	25.336	10%
2018	3.200	22.945	26.145	12%
2019	3.900	24.386	28.286	14%
2020	6.612	13.790	20.402	32%
2021	7.500	20.216	27.716	27%
2022	7.806	24.763	32.569	24%

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.

El CAGR para el periodo 2014-2022 de las ventas online fue de 28%, para las ventas físicas fue de 4% y para las ventas totales del 7%.

Gráfico 12. Evolución de las ventas físicas y online de INDITEX periodo 2014-2022.

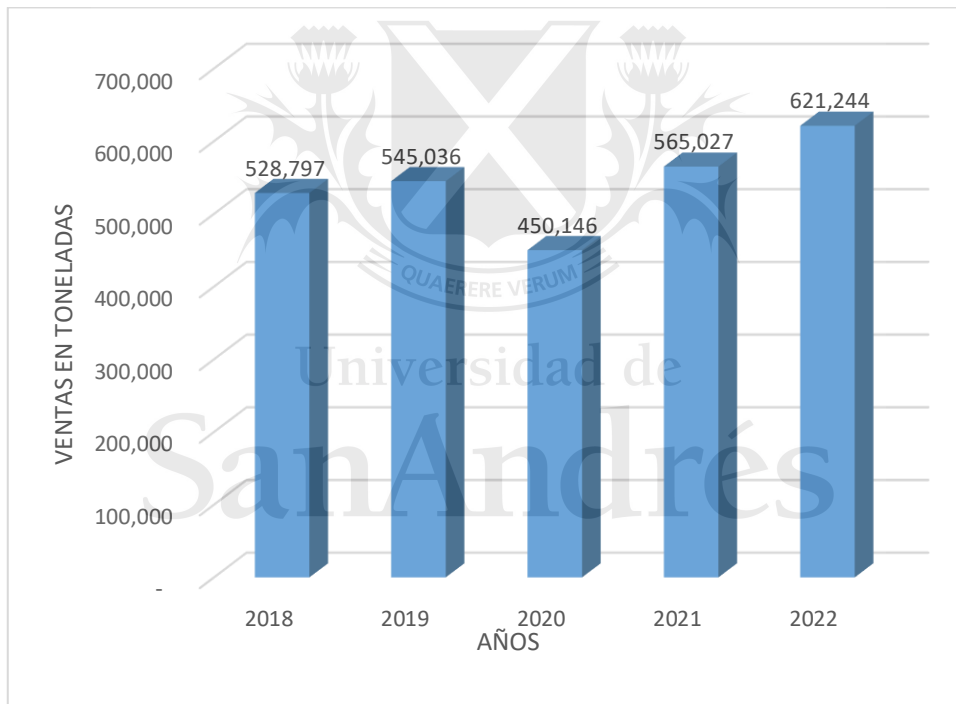


Elaboración propia, fuente de datos: memorias anuales de la compañía INDITEX.

3.5 Ventas en toneladas

Teniendo en cuenta las políticas llevadas a cabo por la empresa (optimización de locales físicos, reestructuración de locales existentes, absorciones y cierres de tiendas no eficientes), la gran incidencia de la digitalización, el peso de las ventas online respecto a las ventas totales de la compañía de los últimos años y el contexto inflacionario que atraviesa la zona euro, resulta relevante realizar un análisis de las ventas totales de la compañía en toneladas para el periodo 2018-2022. Las mismas no se ven afectadas por los precios y de esta forma se obtiene una tasa real de crecimiento de la compañía.

Gráfico 13. Evolución de las ventas en toneladas de la compañía del periodo 2018-2022.



Elaboración propia, fuente de datos: memorias anuales de la compañía INDITEX.

Del análisis se obtiene una tasa de crecimiento promedio anual de 5,28% y un CAGR de 3,27%. Esta tasa permite evaluar el crecimiento real de la compañía en toneladas de mercadería.

Tabla 14. Ventas en toneladas de los últimos 5 años de la compañía.

Detalle	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
Artículos puestos en el mercado (en toneladas)	528.797	545.036	450.146	565.027	621.244	3,27%

Elaboración propia, fuente de datos: estados financieros de la compañía INDITEX.



4. Acción y capital social

Capital social:

Conforme el reporte anual de la compañía el capital social de INDITEX al 31 de enero del 2023 es de 94 millones de euros. Un total de 3.116.652.000 acciones de valor nominal 0,03 euros cada una, suscritas y desembolsadas en su totalidad. De una única clase y serie con idénticos derechos políticos y económicos.

El principal accionista del grupo es su fundador Amancio Ortega, que posee casi un 60% de las acciones. Su hija Sandra Ortega, en cambio, un 5% de las acciones de la compañía por medio de otras sociedades de las cual es propietaria.

Tabla 15. Principales accionistas de la sociedad al 31 de enero 2023.

Titular indirecto	Titular directo	% Capital	% Total
Amancio Ortega	Pontegadea Inversiones S.L.	50,01 %	59,29 %
	Partler 2006, S.L.	9,28 %	
Sandra Ortega	Rosp Corunna Participaciones Empresariales, S.L.	5,05 %	5,05 %

Elaboración propia, fuente de datos: reporte anual de la compañía.

Dividendo:

La compañía distribuye según la siguiente política: un pago ordinario del 60% del beneficio y una distribución adicional de dividendos extraordinarios. Los dividendos se pagan de forma semestral, un pago ordinario en mayo y otro en noviembre (ordinario + extraordinario).

En el ejercicio 2022 se propuso un aumento del 29% hasta 1,20 euros por acción. Dicho valor representa un 90% del resultado neto por acción del ejercicio anual y un retorno por dividendos anuales de equivalente al 4,19% del precio de la acción a la fecha del cierre de los últimos estados anuales de la compañía (28,62 euros).

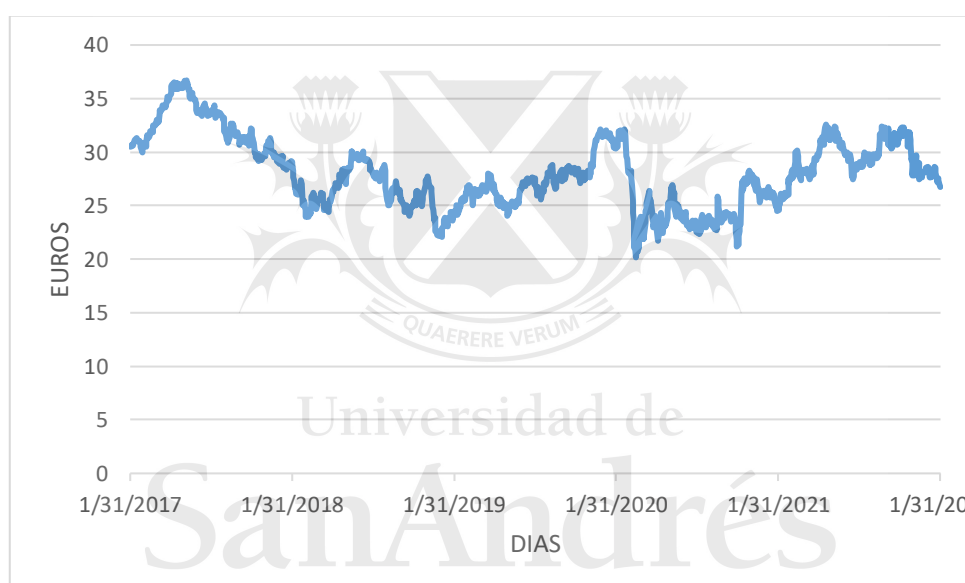
Cotización de la acción:

Las acciones de Industria del diseño textil S.A. cotizan desde el 2001 en cuatro Bolsas Españolas: Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao. Así como también en el sistema de Interconexión Bursátil Español (Mercado Continuo).

El punto del cual se parte para las proyecciones es la cotización al 31 de enero 2023, fecha en la cual la acción cotizaba 28,62 euros.

En el siguiente gráfico analizamos la evolución diaria de la cotización de la acción de INDITEX de los últimos 5 años:

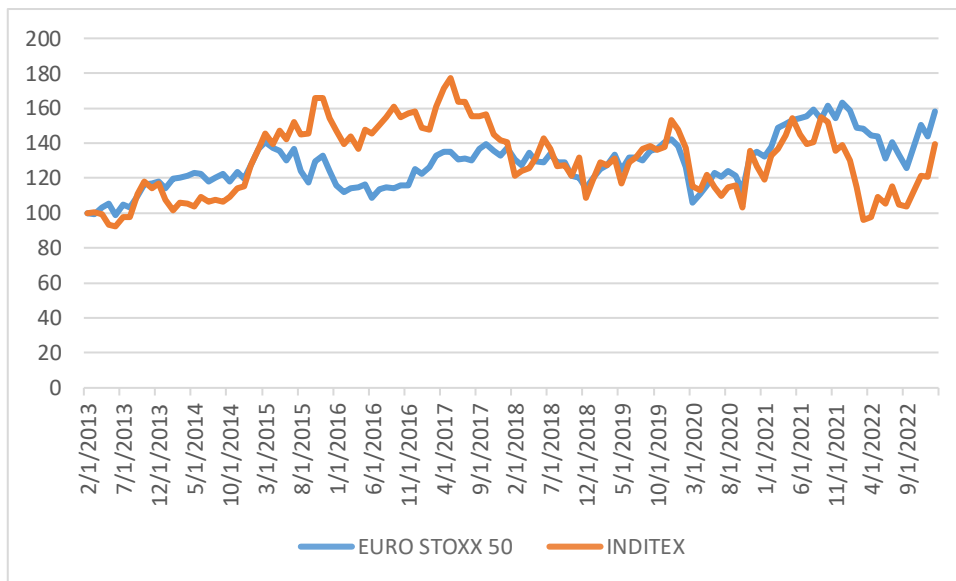
Gráfico 14. Evolución de la cotización diaria de la acción INDITEX últimos 5 años.



Elaboración propia, fuente de datos históricos obtenidos de Investing.

Por otra parte, comparando los retornos de la acción de INDITEX con los del Índice Euro Stoxx 50, se observa que tienen un comportamiento similar, sin embargo INDITEX tiene una mayor volatilidad. Calculado el desvío estándar para el periodo 31/01/2013 al 31/01/2023, se obtuvo una volatilidad de 7,20% para INDITEX y de 4,91% para el Índice Euro Stoxx 50.

Gráfico 15. Retornos de la acción INDITEX e Índice EUROSTOXX 50 últimos 10 años (en base 100 al 01/02/2013).



Elaboración propia, fuente de datos históricos obtenidos de Investing.



5. Método de valuación Flujos de Fondos Descontados

5.1 Metodología

Se realiza la valuación de la compañía por medio de un enfoque de ingresos, por lo que se utiliza el Método de Flujos de Fondos Descontados (DCF- Discounted cash flow). Los fundamentos del mismo parten de que un activo posee un valor intrínseco que se puede estimar a partir de la posibilidad de generar flujos futuros, su crecimiento y riesgo.

Existen diversas formas de estimar el valor intrínseco de un activo a través de este método, pero en este caso será utilizado con el objeto de obtener el valor de la firma.

El primer paso será obtener los flujos de caja de la firma ("Free Cash Flow to Firm") proyectado para 7 períodos. Los flujos serán realizados en euros, ya que es la moneda en la que opera el grupo.

$FCFF = EBIT (1-t) + \text{Depreciaciones} - \text{Capex} - \text{Variación de Capital de Trabajo}$

Los flujos de fondos serán descontados al costo promedio ponderado del capital "WACC"

$WACC = (D / (E+D)) * Kd (1-t) + (E / (E+D)) * Ke$

Donde:

Kd: rendimiento exigido de la deuda de la empresa

T: tasa impositiva;

Ke: rendimiento exigido del capital propio de la empresa

E: valor del mercado del capital propio de la empresa

D: valor de mercado de la deuda.

El costo del capital propio de la empresa lo vamos a calcular por el modelo de CAPM:

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

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo

Rf: Prima de riesgo

Beta: Sensibilidad del activo vs. el riesgo del Mercado.

Finalmente, se calcula el Valor Terminal (“Terminal Value”), ya que la vida útil esperada para la compañía supera el periodo considerado para la proyección de los flujos de fondos.

Valor terminal= $FCFF (n-1) * (1+g) / (WACC - g)$

Donde g es la tasa de crecimiento a perpetuidad.

5.1.2 Tasa de descuento WACC

Con respecto a la deuda, se toma la deuda financiera a corto y largo plazo de la compañía al 31/01/2023. El valor de mercado a esa fecha es de 13 millones de euros.

El valor del capital propio está dado por la cantidad de acciones en circulación que es de 3.116.652.000 por la cotización al 31/01/2023 que era de 28,62 euros lo que nos da un valor de 89.198.580.240 euros.

Para el cálculo del costo del Capital propio (Ke) se utiliza el modelo CAPM como mencionamos anteriormente:

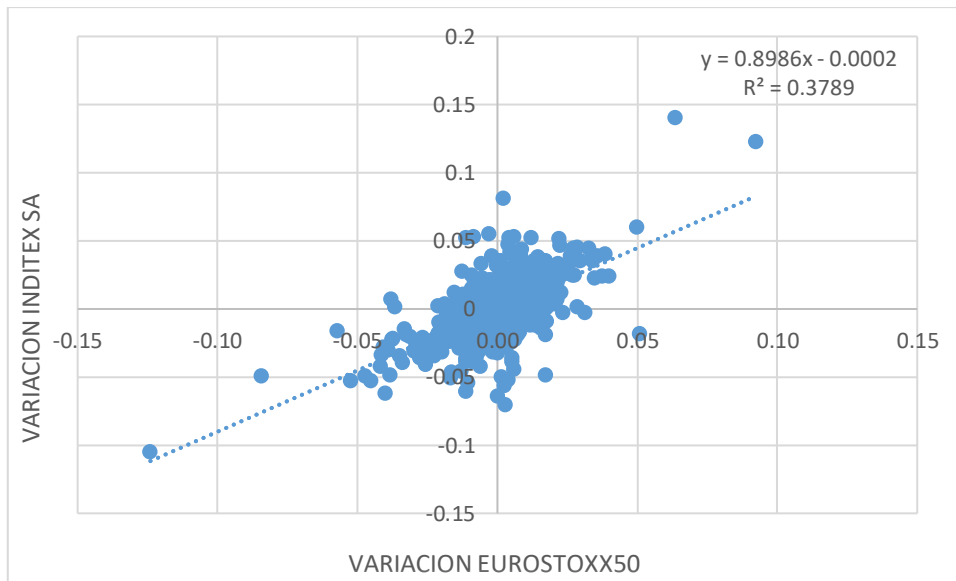
Para la tasa libre de riesgo se utiliza la tasa Swap Euro a 30 años al día de la valuación 31/01/2023 que es de 2,33%.

Para la prima de riesgo de mercado se utiliza el rendimiento del Euro Stoxx 50, que es un índice de que agrupa a las 50 empresas principales de la zona euro. Para el cálculo de la prima se utiliza los valores históricos de los últimos 10 años. El promedio del rendimiento del Euro Stoxx 50 de los últimos 10 años es de 9,96%.

El Beta se calculó mediante una regresión lineal de los retornos de INDITEX y los retornos del índice Euro Stoxx 50, para el periodo 31/01/2018 al 31/01/2023 el resultado de esta fue de 0,90.

A continuación se presenta el cálculo del Beta como la regresión de los retornos de INDITEX y los del Euro Stoxx 50:

Gráfico 16. Regresión lineal de los retornos de INDITEX - Índice Euro Stoxx 50.



Elaboración propia, fuente de datos históricos de investing.

Calculo Ke:

Rf= 2,33%

Rm = 9,96%

B= 0,90

Ke= Rf + Beta * (Rm-Rf) **Universidad de**

Ke= 2,33% + 0.90 * (9,96% - 2,33%)

Ke= 9,21%

Kd= Tasa promedio ponderada del pasivo por arrendamiento por zona geográfica, ponderada por las ventas por zona geográfica de la compañía es del 2,97%.

Tabla 16. Tasa promedio ponderada del pasivo por arrendamiento por zona geográfica.

Zona geográfica	Tasa
España	2,20%
Resto de Europa	2,43%
América	4,80%
Asia y resto del mundo	3,10%

Elaboración propia, fuente de datos: reporte anual de la compañía.

Tabla 17. Ventas anuales de la compañía por zona geográfica.

Zona geográfica	Ventas (en millones de euros)	% sobre ventas
España	5.021	15%
Europa (sin España)	16.306	50%
América	6.556	20%
Asia y rdm	4.686	14%
Total	32.569	100%

Elaboración propia, fuente de datos: reporte anual de la compañía.

Tabla 18. Financiamiento al 31 de enero 2023 de la firma:

Detalle	Valores	% Total	Tasa
Capital accionario	89.198.580.240	99,99%	9,21%
Deuda financiera (1-t)	13.000.000	0,01%	2,97%
Total	89.211.580.240	100%	

Elaboración propia, fuente de datos: reporte anual de la compañía.

T= tasa efectiva anual del impuesto. Se utiliza el promedio de los últimos 10 años que es del 22%.

$$\text{WACC} = 99,99\% * 9,21\% + 0,01 \% * (1-0,22) * 2,97 \%$$

$$\text{WACC} = 9,21\%$$

5.1.3 Supuestos para el cálculo del flujo de fondos de la firma escenario base

Para realizar la estimación de los flujos de fondos se utilizan los siguientes supuestos para proyectar el periodo 2023-2029:

5.1.3.1 Supuestos para proyección de las ventas

Para la proyección de la tasa de crecimiento en las ventas, se utiliza una tasa de crecimiento nominal que tiene en cuenta la inflación proyectada, el crecimiento orgánico (real) y la expansión de locales.

Por un lado, se extrae la inflación proyectada por el Banco central europeo:

Tabla 19. Proyección Inflación para el periodo 2023-2029.

Detalle	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inflación proyectada s/ Banco central europeo	5,40%	3,00%	2,20%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Elaboración propia, fuente de datos: estimaciones Banco central europeo.

Por otro, como se observa en el análisis de las ventas, los objetivos de la empresa son aumentar las ventas de la compañía de los locales existentes. Como así también de los ya establecidos e incluso consideran el cierre de aquellas tiendas que no generan los ingresos esperados y el reemplazo por otras situadas en locaciones estratégicas.

Apuntan a un crecimiento orgánico, fuerte y liderado fundamentalmente por el auge de las ventas online. Reduciendo de esta forma la cantidad de locales y apuntando a las inversiones tecnológicas, para de esta forma reducir costos operativos y aumentar la productividad y mejorar aún más los indicadores.

Por lo tanto, se utiliza como parámetro para proyectar la tasa de crecimiento de las ventas el supuesto de que no va a haber expansión de locales y que la tasa va a estar compuesta por el crecimiento real de la cantidad de ventas en toneladas. Para esto tomamos el CAGR de las ventas en toneladas de los últimos 5 años (2018-2022) y la inflación proyectada.

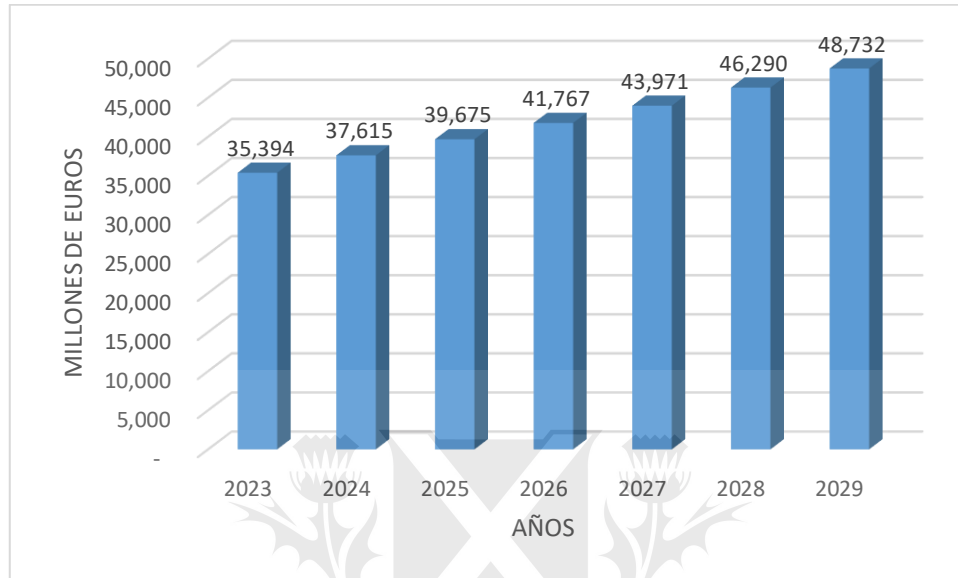
Tabla 20. Proyección Tasa nominal de crecimiento de ventas escenario base período 2023-2029.

Detalle	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inflación proyectada s/ Banco central europeo	5,40%	3,00%	2,20%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
CAGR ventas en toneladas	3,27%	3,27%	3,27%	3,27%	3,27%	3,27%	3,27%
Tasa nominal	8,67%	6,27%	5,47%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%

Elaboración propia, fuente de datos: estimaciones Banco central europeo y reportes de la compañía.

De acuerdo con los cálculos anteriores se proyectan las ventas para el escenario base:

Gráfico 17. Proyección ventas escenario base periodo 2023-2029.



Fuente de elaboración propia.

5.1.3.2 Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

Para estimar esta tasa se considera un crecimiento que no supere el crecimiento del PBI y los efectos de la inflación. En este caso se tiene en cuenta el crecimiento esperado del PBI real y la inflación proyectada para la zona euro. Se realiza una suma de estas dos variables y se obtiene la tasa de crecimiento a perpetuidad.

De esta manera se estima un valor de crecimiento estable a perpetuidad de 3,5%. Se utiliza esta tasa para todos los escenarios.

5.1.3.3 Supuesto para cálculo del costo de las mercaderías vendidas

El costo de la mercadería vendida representa en los últimos 10 años un promedio de 42% sobre ventas. Se estima que éste se mantiene constante en la proyección base.

5.1.3.4 Supuesto para cálculo de los gastos de explotación

El promedio de los gastos sobre las ventas de los últimos 10 años fue de 35%, en 2022 representaron un 30% debido a la integración de tiendas físicas y online que permitieron reducir costos. INDITEX estima que este margen se sostenga en un 30% sobre las ventas. Por ello se considera este valor en el escenario base.

5.1.3.5 Supuesto para cálculo de la amortización

Para el cálculo de las amortizaciones se consideró el promedio histórico de los últimos 10 años de las amortizaciones sobre los activos fijos que representan un 16%.

5.1.3.6 Supuesto para cálculo del capex

Para el capex se proyecta un ratio del 8,5% de las ventas el cual proviene de promedio del capex sobre ventas de los últimos 10 años de la compañía.

5.1.3.7 Supuesto para cálculo del capital de trabajo

El capital de trabajo va a depender en principio de las ventas, ya que en función de éstas se va a calcular el inventario necesario, deudores comerciales y las cuentas a pagar. Para el balance proyectado, serán calculadas teniendo en cuenta el promedio de los últimos 10 años del porcentaje que representa el capital de trabajo respecto a las ventas, es -7%. La compañía opera con capital de trabajo negativo.

5.1.3.8 Proyección tasa impositiva

Para la tasa impositiva se considera la tasa efectiva anual del impuesto. Se utiliza el promedio de los últimos 10 años que es del 22%.

5.1.3.9 Cálculo del valor presente de la compañía escenario base

Tabla 21. Cálculo de los flujos de fondos, valor presente de los flujos de fondos y valor presente del valor terminal. Escenario base.

En millones de euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Perpetuidad
Ventas totales	35.394	37.615	39.675	41.767	43.971	46.290	48.732	
Tasa de crecimiento nominal	8,67%	6,27%	5,47%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	
CMV -	14.866	15.798	16.663	17.542	18.468	19.442	20.467	
Utilidad bruta	20.529	21.817	23.011	24.225	25.503	26.848	28.264	
Gastos de explotacion -	10.618	11.285	11.902	12.530	13.191	13.887	14.620	
EBITDA	9.910	10.532	11.109	11.695	12.312	12.961	13.645	
Amortizacion -	1.829	2.048	2.260	2.467	2.670	2.872	3.075	
EBIT	8.081	8.484	8.849	9.228	9.642	10.089	10.569	
EBIT (1-T)	6.303	6.618	6.902	7.198	7.521	7.869	8.244	
+ Amortizacion	1.829	2.048	2.260	2.467	2.670	2.872	3.075	
- Capex -	3.009	3.197	3.372	3.550	3.738	3.935	4.142	
- Variacion Cap. De Trabajo	198	155	144	146	154	162	171	
Free cash flow	5.322	5.624	5.934	6.261	6.607	6.969	7.348	133.228
Tasa de descuento	0,9157	0,8385	0,7678	0,7030	0,6437	0,5895	0,5398	0,5398
PV FFC	4.873	4.715	4.556	4.402	4.253	4.108	3.966	71.911
Valor presente de la compañía sin Valor terminal	30.874	millones de euros						
Valor presente del Valor terminal	71.911	millones de euros						
Valor Compañía	102.785	millones de euros						

Fuente: elaboración propia.

En este escenario base, el modelo arroja un valor presente sin Valor Terminal de la compañía de 30.874 millones de euros, un valor presente del Valor Terminal de 71.911 millones de euros y un valor de la empresa “Enterprise Value” de 102.785 millones de euros.

5.1.3.10 Valor del capital propio de la compañía y precio de la acción escenario base

Tabla 22. Cálculo del valor del capital propio de la compañía y precio de la acción.

Valor presente de la compañía	102.785	millones de euros
Valor de mercado de deuda	13	millones de euros
Caja	5.561	millones de euros
Valor del patrimonio	108.333	millones de euros
Total de acciones diluidas	3.116.652.000	
Precio por acción	34,76	euros

Fuente: elaboración propia.

Si le restamos el valor de mercado de la deuda y le sumamos la caja se obtiene un valor del capital propio de la compañía de 108.333 millones de euros, lo que arroja un precio por acción proyectado de 34,76 euros.

5.1.4 Escenarios

Para calcular el rango posible del valor del capital de la compañía es necesario proyectar distintos escenarios. Por lo que se estima, además del escenario base, un escenario optimista y uno pesimista.

Para proyectar estas dos alternativas se decide modificar las siguientes variables:

- Ventas.
- Costo de la mercadería vendida (CMV)
- Gastos de explotación.

Dejando constante el porcentaje de representación sobre ventas del capital de trabajo y el capex tomado para el escenario base. Al modificar las ventas van a modificarse los flujos de fondos.

Para las amortizaciones se mantiene el mismo porcentaje que en el escenario base, pero el flujo de amortizaciones proyectadas se va a modificar al variar el capex.

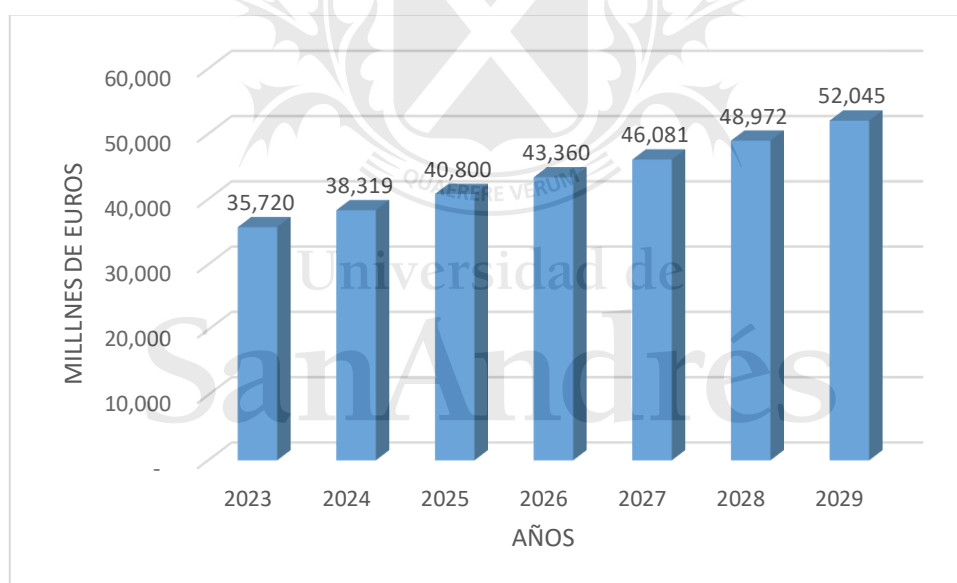
También se mantiene constante la tasa de descuento WACC, tasa de crecimiento a perpetuidad (g) y tasa impositiva.

5.1.4.1 Escenario optimista

5.1.4.1.1 Supuestos para proyección de ventas

Para el escenario optimista se proyecta un aumento en la tasa de crecimiento nominal de las ventas del 1% respecto al escenario base, quedando las mismas de la siguiente manera:

Gráfico 18. Proyección ventas escenario optimista periodo 2023-2029.



Fuente de elaboración propia.

5.1.4.1.2 Supuesto para cálculo del costo de las mercaderías vendidas

Para el costo de la mercadería vendida se proyecta una reducción en un 2%, situándose el mismo en un 38% sobre las ventas.

5.1.4.1.3 Supuesto para cálculo de los gastos de explotación

Para los gastos de explotación se proyecta una reducción en un 3% respecto al escenario base, estableciendo que los gastos de explotación fueron 27% sobre las ventas.



5.1.4.1.4 Cálculo del valor presente de la compañía

Tabla 23. Cálculo de los flujos de fondos, valor presente de los flujos de fondos y valor presente del valor terminal. Escenario optimista.

En millones de euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	PERPETUIDAD
Ventas totales	35.720	38.319	40.800	43.360	46.081	48.972	52.045	
Tasa de crecimiento nominal	9,67%	7,27%	6,47%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	
CMV -	14.288	15.327	16.320	17.344	18.432	19.589	20.818	
Utilidad bruta	21.432	22.991	24.480	26.016	27.648	29.383	31.227	
Gastos de explotacion -	9.644	10.346	11.016	11.707	12.442	13.222	14.052	
EBITDA	11.788	12.645	13.464	14.309	15.207	16.161	17.175	
Amortizacion -	1.834	2.062	2.287	2.510	2.735	2.964	3.197	
EBIT	9.954	10.584	11.177	11.798	12.471	13.197	13.977	
EBIT (1-T)	7.764	8.255	8.718	9.203	9.728	10.294	10.902	
+ Amortizacion	1.834	2.062	2.287	2.510	2.735	2.964	3.197	
- Capex -	3.036	3.257	3.468	3.686	3.917	4.163	4.424	
- Variacion Cap. De Trabajo -	469	130	124	128	136	145	154	
Free cash flow	6.093	7.190	7.661	8.156	8.682	9.239	9.830	178.215
Tasa de descuento	0,9157	0,8385	0,7678	0,7030	0,6437	0,5895	0,5398	0,5398
PV FFC	5.579	6.028	5.882	5.734	5.589	5.446	5.306	96.193
Valor presente de la compañía sin Valor terminal	39.563	millones de euros						
Valor presente del Valor terminal	96.193	millones de euros						
Valor Compañía	135.757	millones de euros						

Fuente: elaboración propia.

En este escenario, se obtuvo un valor presente de la compañía sin el Valor Terminal de 39.563 millones de euros, un valor presente del Valor Terminal “Terminal Value” de 96.193 millones de euros y un valor de la empresa “Enterprise Value” de 135.757 millones de euros.

5.1.4.1.5 Valor del capital propio de la compañía y precio de la acción

Tabla 24. Cálculo del valor del capital propio y precio por acción.

Valor presente de la compañía	135.757	millones de euros
Valor de mercado de deuda	13	millones de euros
Caja	5.561	millones de euros
Valor del patrimonio	141.305	millones de euros
Total de acciones diluidas	3.116.652.000	
Precio por acción	45,34	euros

Fuente: elaboración propia.

Si se resta el valor de mercado de la deuda y se suma la caja, obtenemos un valor del capital propio de la compañía de 141.305 millones de euros. Lo que arroja un precio por acción proyectado de 45,35 euros.

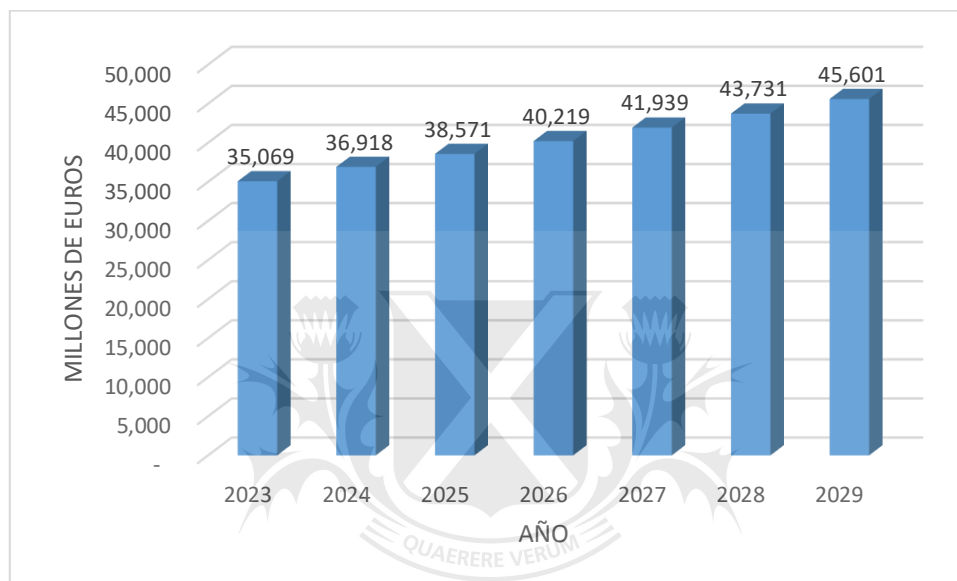
Universidad de
San Andrés

5.1.4.2 Escenario pesimista

5.1.4.2.1 Supuestos para proyección de ventas

Para el escenario pesimista se proyecta una caída en la tasa de crecimiento nominal de las ventas del 1% respecto al escenario base, quedando las mismas de la siguiente manera:

Gráfico 19. Proyección ventas escenario pesimista periodo 2023-2029.



Fuente: elaboración propia.

5.1.4.2.2 Supuesto para cálculo del costo de las mercaderías vendidas

Para el costo de la mercadería vendida se proyecta un aumento en un 2%, situándose el mismo en un 42% sobre las ventas.

5.1.4.2.3 Supuesto para cálculo de los gastos de explotación

Para los gastos de explotación se proyecta un aumento en un 3% respecto al escenario base y estableciendo que los gastos de explotación fueron 33% sobre las ventas.

5.1.4.2.4 Cálculo del valor presente de la compañía

Tabla 25. Cálculo de los flujos de fondos, valor presente de los flujos de fondos y valor presente de valor terminal. Escenario pesimista.

En millones de euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	PERPETUIDAD
Ventas totales	35.069	36.918	38.571	40.219	41.939	43.731	45.601	
Tasa de crecimiento nominal	7,67%	5,27%	4,47%	4,27%	4,27%	4,27%	4,27%	
CMV -	15.430	16.244	16.971	17.697	18.453	19.242	20.064	
Utilidad bruta	19.638	20.674	21.599	22.523	23.486	24.490	25.537	
Gastos de explotación -	11.573	12.183	12.728	13.272	13.840	14.431	15.048	
EBITDA	8.066	8.491	8.871	9.250	9.646	10.058	10.488	
Amortización -	1.825	2.035	2.234	2.424	2.606	2.784	2.959	
EBIT	6.241	6.456	6.637	6.827	7.040	7.274	7.530	
EBIT (1-T)	4.868	5.036	5.177	5.325	5.491	5.674	5.873	
+ Amortización	1.825	2.035	2.234	2.424	2.606	2.784	2.959	
- Capex -	2.981	3.138	3.278	3.419	3.565	3.717	3.876	
- Variación Cap. De Trabajo	901	166	149	148	155	161	168	
Free cash flow	4.613	4.099	4.281	4.478	4.687	4.902	5.124	92.898
Tasa de descuento	0,9157	0,8385	0,7678	0,7030	0,6437	0,5895	0,5398	0,5398
PV FFC	4.224	3.437	3.287	3.148	3.017	2.890	2.766	50.143
Valor presente de la compañía sin Valor terminal	22.769	millones de euros						
Valor presente del Valor terminal	50.143	millones de euros						
Valor Compañía	72.912	millones de euros						

Fuente: elaboración propia.

En un escenario pesimista, se obtuvo un valor presente de la compañía sin el Valor Terminal de 22.769 millones de euros, un valor presente del Valor Terminal “Terminal Value” de 50.143 millones de euros y un valor de la empresa “Enterprise Value” de 72.912 millones de euros.

5.1.4.2.5 Valor del capital propio de la compañía y precio de la acción

Tabla 26. Cálculo del valor del capital propio y precio por acción.

Valor presente de la compañía	72.912	millones de euros
Valor de mercado de deuda	13	millones de euros
Caja	5.561	millones de euros
Valor del patrimonio	78.460	millones de euros
Total de acciones diluidas	3.116.652.000	
Precio por acción	25,17	euros

Fuente: elaboración propia.

Si se resta el valor de mercado de la deuda y se suma la caja obtenemos un valor del capital propio de la compañía de 78.460 millones de euros, lo que arroja un precio por acción proyectado de 25,17 euros.

Universidad de
San Andrés

6. Método de valuación por múltiplos

Como segunda metodología, se optó por la valuación por múltiplos de empresas comparables de la industria. Las mismas fueron seleccionadas teniendo en cuenta que están dentro de la industria de comercio minorista de indumentaria, que comercializan productos similares y con niveles de ventas significativos para la misma.

Para la comparación se consideraron compañías globales, ya que las del mercado doméstico estaban lejos de los niveles de ventas alcanzados por INDITEX y no eran representativos.

A continuación se detalla el número de tiendas, ventas, EBITDA y el margen EBITDA/Ventas del periodo 2022 de las compañías comparables seleccionadas para el análisis:

Tabla 27. Número de tiendas, ventas, EBITDA y margen EBITDA/Ventas 2022 INDITEX y empresas comparables.

Al 31 de enero 2023	INDITEX	Empresas comparables		
		UNIQLO	H&M	NIKE
EBITDA (en millones de euros)	8.649	4.507	2.832	5.855
Ventas (en millones de euros)	32.569	17.245	21.170	40.974
EBITDA/Ventas	27%	26%	13%	14%
Tiendas	5.815	1.500	4.470	1.046

Elaboración propia, fuente de datos estados contables de las compañías.

El grupo INDITEX abarca una cuota de mercado considerablemente mayor sobre la de los competidores. Esto se observa en la comparación de ventas y números de tiendas de las compañías analizadas.

Los múltiplos que se utilizan para la valuación son los siguientes:

- Valor de la compañía/EBITDA: Este ratio se obtiene de dividir el valor de la compañía por el resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

- Valor de la compañía/Ventas. Este ratio se obtiene de dividir el valor de la compañía por las ventas de la compañía.

6.1 Valuación por Valor de la compañía / EBITDA (EV/EBITDA)

Para realizar esta valuación, se inicia calculando el valor de la compañía para cada compañía, multiplicando la cantidad de acciones por el precio de la acción al 31 de enero 2023, sumándole la deuda y restándole la caja.

Tabla 28. Ventas, EBITDA, valor de la compañía y valor del capital de INDITEX y empresas comparables seleccionadas.

(todos los valores expresados en millones de euros)				
Compañía	Ventas	EBITDA	Valor de la compañía	Valor del capital
INDITEX	32.569	8.649	83.651	89.199
UNIQLO	17.245	4.507	48.753	56.661
H&M	21.170	2.832	17.478	18.550
NIKE	40.974	5.855	180.312	179.994

Elaboración propia, fuente de datos estados contables de las compañías.

Obtenido este valor se realiza el cálculo del ratio EV/EBITDA para cada una.

Tabla 29. Ratio EV/EBITDA INDITEX y empresas comparables.

Compañía	EV/EBITDA
UNIQLO	10,82
H&M	6,17
NIKE	30,79
Promedio	15,93
INDITEX	9,67

Fuente: elaboración propia.

Una vez realizado el cálculo del ratio, se obtiene un rango mínimo y máximo, y un valor promedio en el cual no se tuvo en cuenta el ratio de INDITEX. Se multiplica el EBITDA de INDITEX al 31/01/2022 por este indicador y se obtiene el valor de la compañía, al cual se resta la deuda y se suma la caja para obtener el valor del capital accionario de la compañía. Obteniendo una valuación del patrimonio por este múltiplo en un rango entre 99.105 millones de euros y 271.893 millones de euros.

A este valor se lo divide por la cantidad de acciones de INDITEX y arroja que el valor de esta debería situarse entre 31,80 y 87,24 euros por acción y con un promedio de 45,98 euros por acción.

Tabla 30. Cálculo del valor de la compañía, valor del capital propio y precio por acción por ratio EV/EBITDA. (En millones de euros, excepto el precio de la acción).

Detalle	Mínimo	Máximo	Promedio
EBITDA al 31/01/2023	8.649	8.649	8.649
Ratio EV/EBITDA	10,82	30,79	15,93
Valor de la compañía	93.557	266.345	137.757
Deuda	13	13	13
Caja	5.561	5.561	5.561
Valor del patrimonio	99.105	271.893	143.305
Cantidad de acciones	3.116.652.000	3.116.652.000	3.116.652.000
Precio por acción	31,80	87,24	45,98

Fuente: elaboración propia.

6.2 Valuación por Valor de la compañía/Ventas (EV/VENTAS)

Para realizar esta valuación, se considera el valor de la compañía calculado para cada empresa comparable y con este valor se realiza el cálculo del ratio EV/VENTAS de las mismas.

Tabla 31. Ratio EV/VENTAS compañías comparables.

Compañía	EV/VENTAS
UNIQLO	2,83
H&M	0,83
NIKE	4,40
Promedio	2,68
INDITEX	2,57

Fuente: elaboración propia.

De los ratios calculados anteriormente, se obtiene un rango mínimo, máximo y un valor promedio, en el cual no se consideró el ratio de INDITEX. Se toma el ratio y se multiplica por las ventas al 31/01/2023 de la compañía. Realizado este cálculo se obtiene el valor de la compañía, al cual se resta la deuda y se suma la caja para obtener el valor del capital accionario de la compañía.

Obteniendo una valuación del patrimonio por este múltiplo en un rango entre 32.437 millones de euros y 148.874 millones de euros.

A este valor se lo divide por la cantidad de acciones de INDITEX y arroja que el valor de esta debería situarse entre 10,41 y 47,77 euros por acción y con un promedio de 29,83 euros por acción.

Tabla 32. Cálculo del valor de la compañía, valor del capital propio y precio por acción por ratio EV/VENTAS. (En millones de euros, excepto el precio de la acción)

Detalle	Ratio mínimo	Ratio máximo	Promedio
Ventas al 31/01/2023	32.569	32.569	32.569
Ratio EV/VENTAS	0,83	4,40	2,68
Valor de la compañía	26.889	143.326	87.431
Deuda	13	13	13
Caja	5.561	5.561	5.561
Valor del patrimonio	32.437	148.874	92.979
Cantidad de acciones	3.116.652.000	3.116.652.000	3.116.652.000
Precio por acción	10,41	47,77	29,83

Fuente: elaboración propia.

Universidad de
San Andrés

7. Conclusión

Concluido el análisis de la compañía, la valuación de INDITEX S.A. al 31 de enero 2023, por el método del flujo de fondos descontados, arrojó una valuación del patrimonio en un rango de entre 78.460 millones de euros y 141.305 millones de euros.

A modo de comparación, obtuve dos valuaciones por el método de valuación por múltiplos de empresas comparables. Para la primera, se utilizó el indicador valor de la compañía sobre EBITDA, el cual arrojó una valuación del patrimonio en un rango de entre 99.105 millones de euros y 271.893 millones de euros. Para la segunda, se utilizó el indicador valor de la compañía sobre ventas, que arrojó una valuación del patrimonio en un rango de entre 32.437 millones de euros y 148.874 millones de euros.



Bibliografía

Libros y publicaciones

Brealey, R. Myers S. y Allen, F. (2015) "Principios de finanzas corporativas" 9na Edición. New York: McGraw-Hill.

Damodaran, Aswath. (2006) "Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance", 2da. Edición. New York. John Wiley & Son Inc.

Damodaran, Aswath. (2011) "The Little book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit" 1ra. Edición. New York. John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, Aswath. (2014) "Applied Corporate Finance" 4ta. Edición. New York. John Wiley & Sons Inc.

Modigliani, F. y Miller, M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review.

Reportes e informes

Reporte e informe anual grupo Fast Retailing Co., Ltd. año 2022.

Reporte e informe anual grupo H&M año 2022.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2012.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2013.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2014.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2015.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2016.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2017.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2018.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2019.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2020.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2021.

Reporte e informe anual grupo INDITEX S.A. año 2022.

Reporte e informe anual grupo Nike Inc. año 2022.

Sitios web

<https://es.investing.com/equities/inditex>

<https://www.inditex.com/es/quienes-somos/nuestra-historia>

<https://www.inditex.com/es/un-modelo-sostenible/como-trabajamos>

<https://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>

<https://datosmacro.expansion.com/paises/espana>

<https://es.statista.com/sectores/1175/tema/1939/espana/>

<https://datosmacro.expansion.com/pib/zona-euro>

<https://es-statista-com.eza.udesa.edu.ar/estadisticas/495607/tasa-de-inflacion-en-ue-y-eurozona/#statisticContainer>

<https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/765014/marks-fashion-with-the-greater-values-from-brand-in-spain/>

<https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/771902/stores-from-inditex-in-he-world-by-area-geographic/>

<https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/762334/worldwide-number-of-followers-of-the-inditex-on-social-network>

Anexo

Anexo I– Estado de Resultado de la compañía de los últimos 10 años, periodo 2013 a 2022 .Fuente de información estados consolidados de INDITEX.

(Cifras en millones de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	16.724	18.117	20.900	23.311	25.336	26.145	28.286	20.402	27.716	32.569
Costo de mercadería	- 6.802	- 7.548	- 8.811	-10.032	-11.076	-11.329	-12.479	- 9.013	-11.902	-14.011
Margen bruto	9.923	10.569	12.089	13.279	14.260	14.816	15.806	11.389	15.814	18.559
Gastos de explotación	- 5.998	- 6.458	- 7.392	- 8.176	- 8.944	- 9.329	- 8.176	- 6.807	- 8.596	- 9.867
Otras pérdidas y ganancias netas	13	- 82	17	- 20	- 38	- 30	- 33	- 31	- 35	- 42
Resultado operativo	3.926	4.103	4.699	5.083	5.277	5.457	7.598	4.552	7.183	8.649
Otros resultados										- 231
Amortizaciones y depreciaciones	- 855	- 905	- 1.022	- 1.063	- 963	- 1.100	- 2.826	- 3.045	- 2.901	- 2.899
Resultado de explotación	3.071	3.198	3.677	4.021	4.314	4.357	4.772	1.507	4.282	5.520
Resultados financieros	- 18	14	10	10	- 5	17	- 152	- 139	- 142	- 214
Resultados por puesta en equivalencia	-	32	56	48	42	54	61	33	58	53
Resultado antes de impuestos	3.053	3.245	3.743	4.078	4.351	4.428	4.681	1.401	4.199	5.358
Impuesto sobre beneficios	- 671	- 735	- 861	- 917	- 979	- 980	- 1.034	- 297	- 949	- 1.211
Resultado neto del ejercicio	2.382	2.510	2.882	3.161	3.372	3.448	3.647	1.104	3.250	4.147

Anexo II– Estado de Situación Patrimonial de los últimos 10 años de la compañía, periodo 2013 a 2022. Fuente de información estados consolidados de INDITEX.

(Cifras en millones de euros)	31/01/2014	31/01/2015	31/01/2016	31/01/2017	31/01/2018	31/01/2019	31/01/2020	31/01/2021	31/01/2022	31/01/2023
ACTIVO										
ACTIVOS NO CORRIENTES	6.991	8.271	8.908	9.723	10.084	11.064	16.977	15.460	15.343	15.344
Derechos sobre locales arrendados	508	531	504	505	457	464	-	-	-	-
Derecho de uso	-	-	-	-	-	-	6.043	5.477	15.343	4.910
Otros activos intangibles	133	153	190	211	255	346	410	444	589	810
Fondo de comercio	203	198	193	196	207	206	207	201	202	193
Inmovilizado material	5.138	6.041	6.597	7.283	7.644	8.339	8.355	7.401	7.481	7.591
Propiedades de inversión	83	81	21	21	21	20	21	21	21	24
Inversiones financieras	21	151	184	231	237	267	249	261	307	334
Otros activos no corrientes	375	472	524	554	520	564	456	380	340	278
Activos por impuestos diferidos	530	644	693	722	744	858	1.236	1.276	1.179	1.203
ACTIVOS CORRIENTES	6.765	7.106	8.449	9.898	10.147	10.621	11.414	10.957	13.602	14.639
Activos no corrientes mantenidos para la venta									-	183
Existencias	1.677	1.860	2.195	2.549	2.685	2.716	2.269	2.321	3.042	3.191
Deudores	815	862	669	861	778	820	780	715	842	851
Activos por Impuestos sobre Beneficios corriente	96	68	89	107	110	108	174	257	219	238
Otros activos corrientes	105	127	139	141	160	162	78	88	82	85
Otros activos financieros	13	169	46	87	12	20	14	2	22	8
Inversiones Financieras Temporales	213	222	1.086	2.037	1.472	1.929	3.319	176	2.374	4.522
Efectivo y equivalentes	3.847	3.798	4.226	4.116	4.931	4.866	4.780	7.398	7.021	5.561
TOTAL ACTIVO	13.756	15.377	17.357	19.621	20.231	21.684	28.391	26.418	28.945	29.983

PASIVO Y PATRIMONIO NETO										
PATRIMONIO NETO	9.278	10.469	11.451	12.752	13.522	14.682	14.949	14.550	15.759	17.033
Patrimonio neto atribuido a la dominante	9.246	10.431	1.141	12.713	13.497	14.653	14.913	14.520	15.733	17.008
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios	32	38	41	38	25	30	36	30	26	25
PASIVOS NO CORRIENTES	1.016	1.159	1.236	1.419	1.536	1.618	6.136	5.529	5.157	4.813
Provisiones	148	201	145	242	259	229	217	252	287	283
Otros pasivos a largo plazo	648	716	805	920	1.005	1.072	380	280	248	222
Deuda financiera	2	2	1	-	4	5	6	3	1	-
Pasivo por arrendamiento a largo plazo	-	-	-	-	-	-	5.163	4.599	4.262	3.924
Pasivos por impuestos diferidos	217	241	285	257	268	312	370	396	359	385
PASIVOS CORRIENTES	3.462	3.749	4.670	5.451	5.173	5.383	7.306	6.338	8.030	8.137
Deuda financiera	3	8	10	62	12	84	32	11	35	13
Otros pasivos financieros	38	83	69	64	105	47	40	27	22	46
Pasivo por arrendamiento a corto plazo	-	-	-	-	-	-	1.649	1.552	1.562	1.517
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios corriente	89	150	77	230	151	153	142	88	211	264
Acreedores	3.332	3.508	4.514	5.095	4.906	5.099	5.443	4.659	6.199	6.297
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	13.756	15.377	17.357	19.621	20.231	21.684	28.391	26.418	28.945	29.983

San Andrés

Anexo III– Evolución ratios de solvencia, liquidez corriente, liquidez seca, índice de liquidez de caja, índice de endeudamiento y deuda financiera sobre patrimonio neto, deuda financiera sobre EBITDA de los últimos 10 años de la compañía. Fuente de información estados consolidados de INDITEX.

Ratios	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	PROM.
Solvencia	3,07	3,13	2,94	2,86	3,02	3,10	2,11	2,23	2,19	2,32	2,70
Liquidez corriente	1,95	1,90	1,81	1,82	1,96	1,97	1,56	1,73	1,69	1,80	1,82
Liquidez seca	1,47	1,40	1,34	1,35	1,44	1,47	1,25	1,36	1,32	1,41	1,38
Índice de liquidez de caja	1,11	1,01	0,90	0,76	0,95	0,90	0,65	1,17	0,87	0,68	0,90
Índice de endeudamiento	0,48	0,47	0,52	0,54	0,50	0,48	0,90	0,82	0,84	0,76	0,63
Deuda financiera/Pat. Neto	0,001	0,001	0,001	0,005	0,001	0,006	0,003	0,001	0,002	0,001	0,002
Deuda financiera/EBITDA	0,001	0,002	0,002	0,012	0,003	0,016	0,005	0,003	0,005	0,002	0,005



 Universidad de

San Andrés