



**“VALORIZACIÓN DE INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL
(INDITEX)”**

**Trabajo de Investigación presentado
para optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas**

Presentado por

Sr. Luis Jose Orbegoso Meza

Sr. Luis David Valle Moreno

Sra. Gabriela Patricia Vargas Coronado

Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Cordova

[0000-0002-4222-602X](tel:0000-0002-4222-602X)

Lima, 2020

Índice de contenidos

Índice de tablas	iv
Índice de gráficos	v
Índice de anexos	vi
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. Descripción del negocio.....	3
1. Líneas de negocio	3
2. Tipos de cliente y área geográfica.....	3
3. Composición accionaria	4
4. Análisis de la cadena de valor del producto	5
5. Ciclo de vida del producto.....	6
Capítulo III. Análisis del macroambiente	7
1. Análisis PEST (político, económico, social, tecnológico)	7
2. FODA.....	7
Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria	8
1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter y posicionamiento competitivo.....	8
2. Matriz Boston Consulting Group	8
3. Principales competidores y participación de mercado	9
Capítulo V. Posicionamiento competitivo y revelamiento de la estrategia aplicada	10
Capítulo VI. Análisis financiero y características para la inversión	11
1. Finanzas operativas	14
1.1. Análisis financiero de la compañía	11
1.2. Análisis histórico de las NOF versus fondo de maniobra.....	14

2. Finanzas estructurales	15
2.1. Políticas de la empresa	15
2.2. Características de la inversión de la compañía	15
2.3. Estado de flujo de efectivo	16
Capítulo VII. Valoración de la acción	18
1. Supuestos de proyecciones	18
2. Determinación de flujos de caja.....	19
3. Determinación de costo de capital y tasa de descuento.....	19
Capítulo VIII. Análisis de riesgos.....	22
1. Identificación de riesgos y creación de matriz de riesgos ponderados por probabilidad.....	22
2. Análisis de sensibilidad.....	23
3. Simulación de Montecarlo.....	24
Capítulo IX. Resumen de la inversión.....	25
Bibliografía.....	26
Anexos	32

Índice de tablas

Tabla 1.	Líneas de negocio a nivel mundial.....	3
Tabla 2.	Características de cliente	4
Tabla 3.	Estructura de acciones.....	4
Tabla 4.	Análisis FODA.....	7
Tabla 5.	Revelamiento de la estrategia aplicada.....	10
Tabla 6.	Proyección de ventas por región (millones de €)	18
Tabla 7.	Flujo de caja libre de la firma (millones de €).....	19
Tabla 8.	Valorización de precio de acción	21
Tabla 9.	Múltiplos comparables	21
Tabla 10.	Mapa de riesgos	22
Tabla 11.	Análisis de sensibilidad	23

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Precio de la acción en € versus volumen de transacciones.....	5
Gráfico 2.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter	8
Gráfico 3.	Participación de ventas 2018	9
Gráfico 4.	Ventas 2018 (miles de millones de €)	9
Gráfico 5.	Ratio corriente Inditex y <i>benchmark</i>	11
Gráfico 6.	Ciclo de conversión de efectivo	12
Gráfico 7.	Apalancamiento financiero.....	13
Gráfico 8.	Ratios de rentabilidad.....	13
Gráfico 9.	NOF versus fondos de maniobra.....	14
Gráfico 10.	Dividendos pagados sobre utilidades entre el 2010 y el 2018	15
Gráfico 11.	Evolución de Capex versus utilidad de la operación.....	12

Índice de anexos

Anexo 1.	Organigrama y cargos directivos	33
Anexo 2.	Análisis de cadena de valor	34
Anexo 3.	Análisis PEST	35
Anexo 4.	Análisis FODA.....	37
Anexo 5.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter y posicionamiento competitivo.....	39
Anexo 6.	Matriz Bolton Consulting Group	41
Anexo 7.	Misión, visión y propuesta de valor	42
Anexo 8.	Análisis horizontal y vertical	44
Anexo 9.	Coherencia de las políticas financieras (Dupont del ROE).....	46
Anexo 10.	Análisis de ratios y de comparables	49
Anexo 11.	Proyección de ingresos y crecimiento PBI	54
Anexo 12.	Proyecciones de estados financieros y verificación de consistencia de proyecciones	56
Anexo 13.	Modelo de valorización CAPM	64
Anexo 14.	Determinación de costo de capital	69
Anexo 15.	Análisis de riesgos.....	72
Anexo 16.	Análisis de sensibilidad del valor fundamental de Inditex	74

Capítulo I. Introducción

Industria de Diseño Textil S.A. (Inditex) es una de las mayores empresas de comercialización de prendas de vestir a nivel mundial. Fue fundada en 1963 por Amancio Ortega. Actualmente cotiza en la Bolsa de Valores de España (2001), y forma parte del IBEX 35, el Eurostoxx600 y el índice Morgan Stanley del Dow Jones. Inicialmente, la compañía se dedicaba exclusivamente a la confección de ropa femenina; en 1975 abrió el primer local de comercialización bajo el nombre de Zara y en 1985 se constituye el grupo empresarial Inditex, el cual agrupa sus ocho marcas: Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe. Su formato de negocio incluye el diseño, la confección, la distribución y la venta de prendas en sus tiendas.

Actualmente, Inditex es considerado uno de los grupos textiles más grandes a nivel mundial. Su estrategia de crecimiento se ha basado en diseños innovadores de alta rotación con niveles óptimos de costos, lo que le ha permitido posicionar su marca a nivel mundial con la apertura constante de nuevas tiendas en zonas *premium*. Debido a los cambios generados por la digitalización, Inditex está desarrollando su canal de venta *online*, optimizando sus procesos logísticos e integrando su negocio en todo nivel para mejorar sus márgenes y posicionamiento en el mercado.

Sin embargo, la compañía presenta riesgos operacionales a lo largo de su cadena de distribución: de ruta, de almacenaje, de concentración en sus pocos almacenes. Adicionalmente, tiene una alta concentración de ingresos en las tiendas de Zara, y varias marcas en desarrollo cuyo futuro es incierto. No obstante, Inditex presenta un panorama futuro sólido sobre la base de planes de mitigación de riesgos rigurosos y una estructura suficientemente flexible ante las variaciones de demanda.

En el presente informe se determina el valor fundamental de la acción de Inditex a través del método de flujos de caja descontados. Se ha utilizado información pública de la página institucional de la empresa, de la bolsa de valores donde cotiza y proporcionada por analistas especializados, usando estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2018. Luego del análisis, se estima un valor de mercado del patrimonio de € 120.4 mil millones. Ya que el patrimonio se conforma por 3.117 mil millones de acciones, se valoriza cada acción en € 38.64. Dado que el precio de mercado de la acción al 31 de diciembre de 2019 es de € 31.45, el valor

calculado de la acción es mayor al precio actual de mercado con un *upside* de 23 %, así que se recomienda comprar la acción.

Capítulo II. Descripción del negocio

1. Líneas de negocio

Inditex es una compañía dedicada a la distribución de moda a nivel mundial, con productos en más de 202 mercados atendidos por medio de plataformas virtuales, además de 7.490 tiendas en 96 mercados. Cuenta con 2 líneas de negocio: *retail* físico y *retail* virtual, bajo las cuales maneja diversas marcas enfocadas en segmentos de clientes distintos, con diferenciación por edades o por tipo de ropa. Las marcas que maneja la compañía son las siguientes:

Tabla 1. Líneas de negocio a nivel mundial

Línea	Descripción	Tiendas			Volumen vendido (millones de €)		
		América	Europa	Resto	2017	2016	Var %
Zara	Principal.	328	1.352	571	16.620	15.394	7,96 %
Pull&Bear	Juvenil. Urbano	95	691	193	1.747	1.566	11,56 %
Massimo Dutti	Sastrería. Lujo.	61	534	185	1.765	1.630	8,28 %
Bershka	Juvenil. Boho.	110	763	225	2.227	2.012	10,69 %
Stradivarius	Street style.	72	746	199	1.480	1.343	10,20 %
Oysho	Íntima	64	456	150	570	509	11,98 %
Zara Home	Hogar	61	406	123	830	774	7,24 %
Uterqüe	Pieles.	14	60	16	97	83	16,87 %

Fuente: Inditex Memoria Anual 2017. Elaboración propia.

De acuerdo con los estados financieros del 2017, el total de ventas de Inditex en 2017 ascendió a € 25.336 millones, de los cuales Zara representó el 65,6 %; Bershka, el 8,79 %; y el resto contribuyó con ventas menores al 7%.

2. Tipos de cliente y área geográfica

Dado que la compañía opera en más de 35 países alrededor del mundo, enfrenta una alta diversidad cultural en los 202 mercados donde participa. Para poder atender a los diversos tipos de consumidores, cada línea de negocio busca consolidarse a través de una innovación constante, con una alta rotación de colecciones y colaboraciones con artistas que reflejen los principios de sus marcas. Sin embargo, existen claras diferenciaciones de los segmentos y características transversales del cliente.

Tabla 2. Características de cliente

Zara, Massimo Dutti, Uterqüe, Oysho	Bershka, Stradivarius, Pull&Bear	Zara Home
<ul style="list-style-type: none"> - Adulto joven y adulto. - Busca mayor calidad en las prendas a un precio accesible. 	<ul style="list-style-type: none"> - Público joven (hasta 25 años). - Cada marca va dirigida a una tendencia muy clara: <i>street, urban, boho</i>. Esto implica una alta cercanía a tendencias, sobre todo en redes. 	<ul style="list-style-type: none"> - Adulto joven, adulto, parejas nuevas y modernas.
<ul style="list-style-type: none"> - Diferenciación personal. Le atrae la escasez aparente de las colecciones de Inditex. - Enfocados en digitalización: les interesan los sistemas de <i>delivery</i> 24-48h, y seguridad en línea. - Prefieren políticas flexibles de cambio y devolución. 		

Fuente: Inditex Memoria Anual 2017. Elaboración propia.

Desde 1975, cuando Zara abrió su primera tienda en España, se ha consolidado con tiendas en zonas *premium* en todo el mundo. Para el 2018, la actividad de Inditex se desarrolla en 202 mercados a través de su plataforma *online* o de sus más de 7 mil tiendas en 96 mercados (Inditex 2019). La mayor concentración de tiendas se encuentra en Europa, de donde proviene el 66 % de sus ingresos. Ello se debe a que el 57 % de sus fábricas se sitúan cerca de la sede central en Arteixo (Coruña, España), lo cual le permite realizar mejores procesos para la distribución de sus productos en Europa. Se considera, además, que existe un espacio importante de crecimiento en el mercado americano y chino, dada su relativa baja penetración. Trabajan con 1.824 proveedores y 7.210 fábricas en todo el mundo.

3. Composición accionaria

El capital social de Inditex, al cierre de diciembre del 2018, asciende a € 93,499,560 y está compuesto por 3,116,652,000 de acciones con un valor nominal de € 0.03 (Inditex 2018). Todas las acciones pertenecen a una sola clase y serie. La estructura de acciones de Inditex, al 31 de diciembre de 2018, es la siguiente:

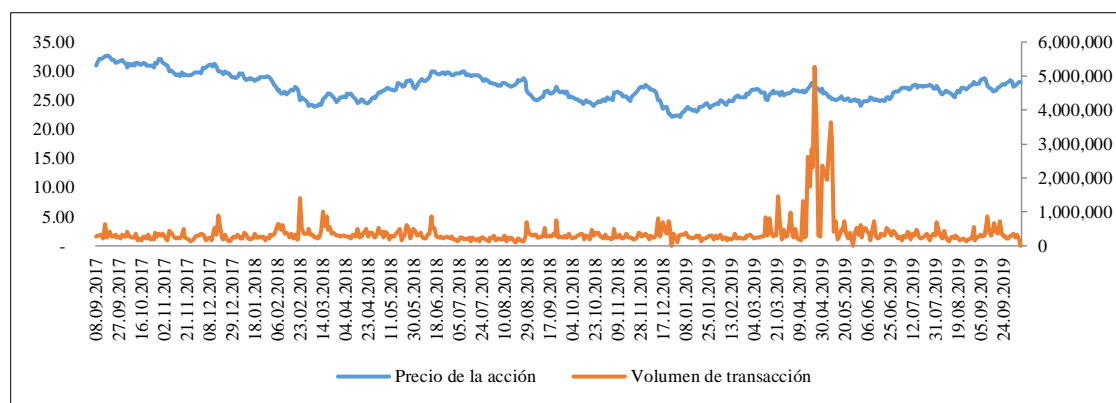
Tabla 3. Estructura de acciones

Accionariado	Acciones	%
Inversores institucionales	1.165.078.117	37,4 %
Particulares	103.573.568	3,3 %
Partler 2006 SL	289.362.325	9,3 %
Pontegadea Inversiones SL	1.558.637.990	50 %
Total	3.116.652.000	100 %

Fuente: Inditex Memoria Anual 2017. Elaboración propia.

Amancio Ortega, fundador de la compañía, mantiene el control de Inditex a través de las empresas Partler 2006 SL y Pontegadea Inversiones SL. Inditex tiene una capitalización bursátil de € 69,66 mil millones al 31 de diciembre de 2018, que equivale a € 22.35 por acción. Actualmente, forma parte de los índices del EuroSTOXX 50 (índice que representa a las 50 empresas más grandes de la eurozona) y del IBEX 35 (principal índice bursátil de la bolsa española).

Gráfico 1. Precio de la acción en € versus volumen de transacciones



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Inditex se estrenó en la Bolsa de España el 24 de mayo de 2001, a un precio de € 14.7. El precio de la acción se ha mantenido relativamente estable, fluctuando entre un precio de € 22 y € 28 con una media de precio de € 26 para el último año. Sin embargo, a pesar de la estabilidad del precio, se observa un elevado volumen de transacciones a fines de abril 2019, luego de la presentación de resultados a diciembre de 2018 con un crecimiento de 3 % sobre las ventas y del proceso de transformación digital.

Con respecto al organigrama y puestos clave (ver anexo 1 **Error! Reference source not found.**), la compañía posee distintas gerencias relacionadas directamente con la Gerencia General, así como varios cargos directivos, además del directorio. Adicionalmente, cada división o marca tiene su propio sub organigrama, y reporta directamente al holding principal.

4. Análisis de la cadena de valor del producto

Según Porter (2016), la generación de valor en un producto se explica a través de la interacción entre las cadenas internas de producción u organización empresarial, la cual se divide entre

actividades primarias y actividades de apoyo. A través de la sinergia entre estas actividades y la optimización de procesos dentro de la compañía se puede lograr la ventaja competitiva (ver Anexo). En el caso de Inditex, se observa que su estrategia se ha direccionado a optimizar su cadena logística en una primera instancia produciendo tandas cortas que le permitían modificar los modelos de producción a fin de contar con colecciones diferentes, por ello las tiendas reciben nuevos productos dos veces por semana y cambian de escaparates una vez al mes. A partir del 2018, Inditex ha realizado mayores inversiones en su cadena logística para reducir costos e implementar su canal de venta *online* con la finalidad de incursionar en nuevos mercados.

5. Ciclo de vida del producto

Según Kotler (2008), el ciclo de vida del producto atraviesa diferentes etapas: introducción al mercado, crecimiento, madurez y declive. Para identificar en qué parte del ciclo de vida se encuentran los productos, se evalúan las ventas, las cuotas de mercado, el consumo de recursos y las utilidades que generan los ocho formatos comerciales con los que cuenta la compañía. De los formatos comerciales, Zara es el mejor posicionado con 66 % de las ventas totales a diciembre de 2018; las ventas y márgenes se incrementaron, pero a un ritmo menor que en años anteriores. A pesar de ello, se estima que la compañía aún está en una etapa de crecimiento con los nuevos cambios tecnológicos orientados a nuevas plataformas de ventas. Asimismo, dentro de la gama de productos de la compañía, Bershka, Pull & Bear, Massimo Dutti y Stradivarius registran mayores tasas de crecimiento, márgenes y volumen de ventas.

Capítulo III. Análisis del macroambiente

1. Análisis PEST (político, económico, social, tecnológico)

Las primeras menciones de una herramienta para identificar el macroambiente durante el análisis de una empresa aparecen en 1967, con el libro *Scanning the Business Environment* del docente de Harvard Francisco J. Aguilar. En este libro, el ambiente en el que opera la empresa se divide en cuatro sectores: económico, tecnológico, político y social. El objetivo es entender cómo diversos factores exógenos (el entorno) podrían afectar a la industria en la cual se desarrolla la compañía (*retail* textil) (ver anexo 6).

2. FODA

El análisis FODA se originó en la década de 1960, cuando Albert Humphrey (Stanford) desarrolló una herramienta para evaluar el planeamiento estratégico de las empresas e identifica cuatro áreas críticas: lo bueno en el presente (fortaleza), bueno en el futuro (oportunidad), malo en el presente (debilidad) y malo en el futuro (amenaza). El análisis FODA se concentra en encontrar los aspectos positivos y negativos de la empresa con el exterior y a nivel de procesos internos (para más detalle sobre cada uno de los elementos mencionados, ver Anexo 3. Análisis PEST

Sector	Nivel	Análisis	Impacto	Tipo	Impacto
Político	Global	Política laboral y tributaria depende del país donde opera.	Neutro	-	-
		Política arancelaria como restricción en ciertas economías.	Negativo	-	Bajo
		Estabilidad política y económica en las economías donde opera.	Positivo	Oportunidad	-
	Europa	Políticas integradas en la Unión Europea (monetarias, fiscales, migratorias, etc).	Positivo	Oportunidad	-
		Mercado Común.	Positivo	Oportunidad	-
		BREXIT podría generar cierta inestabilidad en algunos países.	Negativo	Amenaza	Bajo
	España	España convoca a elecciones de diputados y senadores el 10 de noviembre del 2019. El partido favorito a la fecha es el "Partido Socialista Obrero Español", al cual pertenece el actual presidente Pedro Sánchez. Corporaciones españolas, entre ellas Inditex, no han expresado preocupación frente a los posibles resultados (La Información, 2019).	Neutro	-	-
		La última reforma laboral en España se dio en el 2012 con el objetivo de reducir las rigideces del mercado y favorecer la empleabilidad, y no ha afectado significativamente a la empresa.	Neutro	-	-
		No se prevén cambios en regulación ambiental, leyes de protección al consumidor, tributación, salud ni en comercio, lo cual da buenos indicios de estabilidad política y fiscal futura.	Positivo	Oportunidad	Bajo

Sector	Nivel	Análisis	Impacto	Tipo	Impacto
Económico	Global	La estrategia de crecimiento económico a nivel mundial se basa en generar una alta diversificación y búsqueda de nichos, lo cual representa nuevas oportunidades en nuevos nichos de mercados.	Neutro	-	-
		El posicionamiento de Inditex le permite maniobrar crisis regionales.	Positivo	Fortaleza	Bajo
	Europa	Se espera que el crecimiento sea de 1.3 %, a diferencia del 1.9 % observado en el 2018. Crecientes tensiones en el mercado global y la desaceleración de China son los principales causantes, lo cual podría afectar la demanda en <i>retail</i> .	Negativo	Amenaza	Bajo
	España	La economía española creció 2.5 % en el 2018 y el FMI proyecta un crecimiento de 2.2 % para el 2019 mientras que para los próximos años espera que converja a su tasa crecimiento potencial de 1.75 %. Esto la convierte en la economía con mayores perspectivas de crecimiento en Europa (El País 2019).	Positivo	Oportunidad	Bajo
		España trabaja con el euro, la cual es una de las monedas más sólidas del mundo con proyecciones de inflación menores al 2 %.	Positivo	Oportunidad	Bajo
		El desempleo en España continúa estando elevado, con tasas de 14 % sobre la PEA, pero mantiene tendencia decreciente desde el 2013 periodo durante el cual ha caído en más de 11pp.	Positivo	Oportunidad	Bajo
		Continúa habiendo preocupaciones en España y toda la zona euro por las posibles subidas de tasas de interés oficiales, las cuales hoy están en 0 % (El País, 2019).	Negativo	Amenaza	Bajo
Social	Global	Control con proveedores a nivel internacional. Inditex subcontrata parte de su proceso de confección en países asiáticos y de América Latina, lo cual podría generar contingencias laborales u operativas por los bajos niveles de control de estas regiones.	Neutro	-	-
	Europa	Europa concentra el mayor número de migrantes de todas las regiones (70.6 Millones de personas) (International Office of Migration 2005).	Neutro	-	-
		La cultura en Europa es generalmente abierta a nuevas culturas; sin embargo, la administración americana, y los nuevos controles en algunos países del bloque han aumentado tensiones.	Neutro	-	-
		Creciente conciencia ambiental.	Negativo	Amenaza	Medio
	España	España sufre, como todo Europa, de bajas tasas de fertilidad (1.32 en el 2017) y aumento en el envejecimiento poblacional (el porcentaje de adultos mayores a 45 años ha pasado de 40 % a 47 % en los últimos 18 años). La población total ha empezado a decrecer desde el 2012.	Negativo	Amenaza	Bajo
		Respecto a los salarios, no se prevé una recuperación a corto plazo de los salarios promedio, los cuales han estado a la baja desde la crisis financiera (La Vanguardia, 2019).	Negativo	Amenaza	Bajo
		Las preferencias del consumidor, particularmente en la industria de la moda, cambian constantemente. Los consumidores prefieren empresas comprometidas con el medio ambiente y con los valores humanos, y que tengan alta presencia online.	Negativo	Amenaza	Bajo
Tecnológico	Global	Muy alineado al cambio social relacionado al cuidado del ambiente, las empresas se ven en la necesidad de adecuar sus tecnologías de forma que generen el menor impacto posible en el ambiente. Hasta ahora, a pesar de no estar formalizado, se ha publicado la	Neutro	-	-

Sector	Nivel	Análisis	Impacto	Tipo	Impacto
		intención de prohibir todos los autos a combustión para el 2030, Paris para el 2025.			
		Los procesos logísticos y de distribución deben ajustarse a nuevos conceptos de reducción, uso de recursos renovables y economía circular o compartida.	Negativo	Amenaza	Bajo
		La principal amenaza tecnológica de Inditex son las tiendas online, las cuales están diseñando y produciendo ropa a mayor velocidad (El Mundo, 2019).	Negativo	Amenaza	Alto
		Las tecnologías que más está aplicando Inditex en su negocio son: - Big Data e inteligencia artificial, para predecir el comportamiento del consumidor - Comercio Online, para tener presencia en todos los países inclusive los que no tienen tiendas físicas - Robótica, orientada a los almacenes e inventarios - "Location Analytics", aplicado es sus tiendas físicas para rastrear el <i>journey</i> del cliente y también pasa asistirlos virtualmente y darles <i>convenience</i> .	Positivo	Oportunidad	Alto

Fuente: Elaboración propia.

Anexo).

Tabla 4. Análisis FODA

		FACTORES EXTERNOS	
		<u>Oportunidades</u>	<u>Amenazas</u>
		(a) Crecimiento del mercado online (b) Avances tecnológicos en automatización, Big Data y AI (c) Potencial de mercados emergentes	(a) Mayor competencia actual (b) Nueva tipo de competencia (tiendas 100% online) (c) Fatiga del "fast fashion"
FACTORES INTERNOS	<u>Fortalezas</u> (1) Flexibilidad de diseños (2) Rapidez en tiempos de entrega (3) Alta rotación de inventarios (4) Producto diferenciado (5) Alto feedback de los clientes (6) Alto posicionamiento de marca (Zara) (7) Capilaridad más alta de tiendas (8) Alta participación de mercado (9) Alta probabilidad de compra	<u>Estrategias Ofensivas</u> 7-a-b: plataforma integrada de tiendas físicas y online (experiencia omnicanal): - Sistema RFID para rastreo de inventario en tiempo real - Renovación del 90% de tiendas para ofrecer coincidencia con los productos ofrecidos online	<u>Estrategias Defensivas</u> 7-a-b: Uso de capilaridad de tiendas para agregar valor al cliente online: - "Same day / next day delivery" (Sistema RFID) - "Click & Collect"
	<u>Debilidades</u> (1) Alta dependencia de la marca Zara (2) Alta concentración en Europa (3) Alta canibalización entre marcas (4) Elevados costos de distribución (5) Bajo potencial de crecimiento	<u>Estrategias Adaptativas</u> 2-5-c: crecimiento de tiendas en mercados emergentes 2-5-a: incursión online en 106 nuevos mercados sin tiendas físicas 4-b: desarrollo de mejores tecnologías logísticas para distribución eficiente	<u>Estrategias de Supervivencia</u> 5-a-b: todas las marcas de Inditex disponibles online en todos los mercados al 2020 4-a-b: todas las tiendas ecoeficientes al 2020 5-c: plan para fomentar sostenibilidad: - programa "Closing the Loop" para reciclaje en ciclo textil - etiqueta "Join Life" en 85% de los productos

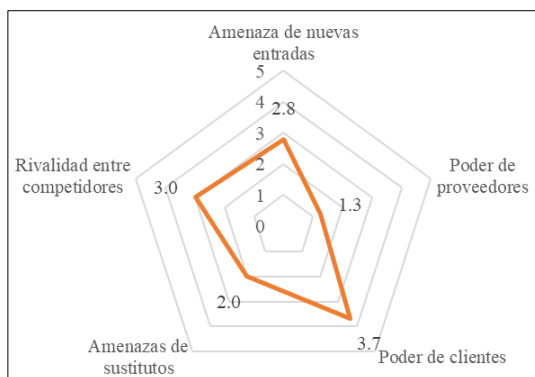
Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria

1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter y posicionamiento competitivo

El análisis de las cinco fuerzas es un modelo desarrollado por Michael Porter (1979), de la universidad de Harvard. Publicó este marco en el *Harvard Business Review* con el propósito de diagnosticar el atractivo de una industria analizando cinco factores del microambiente: la rivalidad entre competidores, la amenaza de nuevas entradas, los productos sustitutos, el poder de negociación de los proveedores y el poder de negociación de los clientes. En esta valorización, se utiliza tanto el análisis de las cinco fuerzas de Porter como el posicionamiento competitivo (ver Anexo) para el análisis de la industria.

Gráfico 2. Análisis de las cinco fuerzas de Porter



Fuente: Elaboración propia.

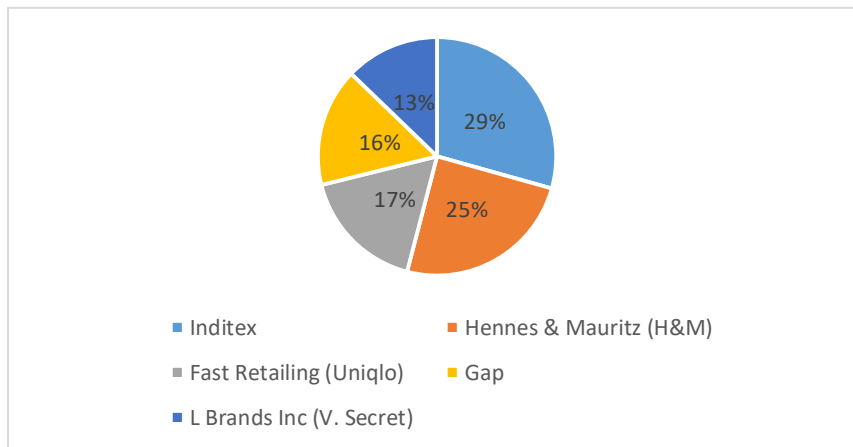
2. Matriz Boston Consulting Group

Como herramienta de análisis estratégico se emplea la matriz Bolton Consulting Group para analizar la cartera de negocios de Inditex (ver Anexo). Esta matriz es una metodología gráfica que se emplea en el análisis de la cartera de negocios de una empresa. Fue desarrollada por el Boston Consulting Group y publicada por Bruce D. Henderson (1973), CEO, en el año 1973. Consiste en realizar un análisis del portafolio sobre la base de dos factores: la tasa de crecimiento de mercado y la participación de mercado. Así, se analiza el portafolio de Inditex como las marcas que maneja.

3. Principales competidores y participación de mercado

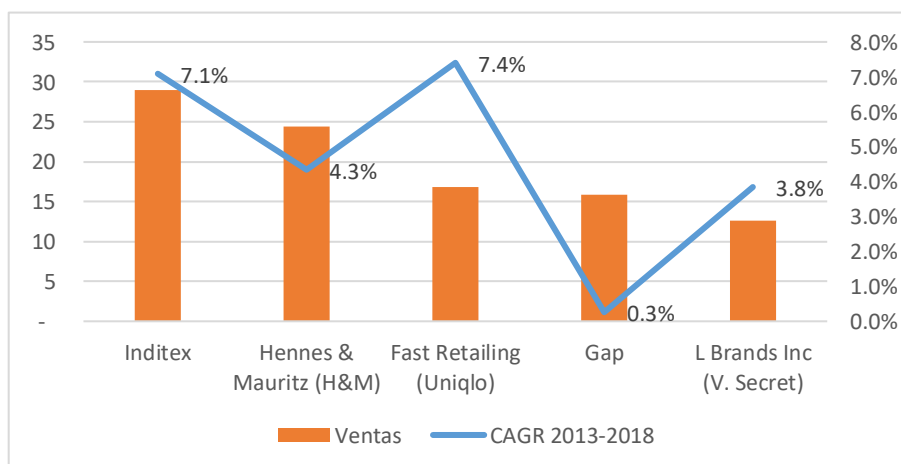
Inditex es una empresa global y, como ella, también existen otros cuatro grandes fabricantes y distribuidores globales en la industria de la vestimenta: Hennes & Mauritz (H&M), Uniqlo, Gap y Limited Brands (Victoria's Secret). De estos, el competidor más cercano a Inditex, en términos de ventas, es H&M, mientras que Uniqlo, Gap y Limited Brands están en tercer, cuarto y quinto lugar, respectivamente. Sin embargo, Uniqlo se lleva el primer lugar en ritmos de crecimiento de ventas anuales, dejando a Inditex y H&M en segundo y tercer lugar, respectivamente.

Gráfico 3. Participación de ventas 2018



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Gráfico 4. Ventas 2018 (miles de millones de €)



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Capítulo V. Posicionamiento competitivo y revelamiento de la estrategia aplicada

A partir del análisis de los capítulos previos, se entiende que el mayor crecimiento de la empresa se ha basado en un modelo diferenciado orientado hacia la fabricación de colecciones rápidas ajustada a la demanda de las tiendas, y la constante innovación en la experiencia de compra. Además, se conoce la misión, la visión y la propuesta de valor de Inditex (ver

Anexo 2). El mayor desafío del modelo de negocio es que este se repita con éxito en los nuevos nichos de mercado, para lo que Inditex establece pilares importantes: el desarrollo de mejores tecnologías de logística para una distribución más eficiente, la integración de la plataforma de tiendas físicas y *online*, y la sostenibilidad en sus productos.

Tabla 5. Revelamiento de la estrategia aplicada

Aplicación de la Estrategia	Implementada	En Implementación	Por Implementarse
<p><u>Ofensiva</u> > Plan de Integración de canales físicos y digitales para experiencia omnicanal: Sistema de Radio-frecuencia (RFID) para rastreo de inventario en tiempo real Renovación del 90% de tiendas para ofrecer coincidencia con los productos ofrecidos online</p>	x	x (2020)	
<p><u>Defensiva</u> > Aprovechamiento de la capilaridad de tiendas para agregar valor al cliente online: Sistema "Same day / next day delivery" (con el sistema RFID) Sistema "Click & Collect" para recojo y devoluciones de pedidos online en tiendas físicas</p>		x (2020)	x (2020)
<p><u>Adaptativa</u> > Incursión online en nuevos mercados sin tiendas físicas (106 a la fecha) > Desarrollo de mejores tecnologías logísticas para distribución eficiente > Crecimiento de tiendas en mercados emergentes</p>	x	x x	
<p><u>Supervivencia</u> > Disponibilidad online de todas las marcas de Inditex en todos los mercados > Implementación la herramienta de ecoeficiencia "EcoTool" en todas las tiendas del grupo > Plan de fomento de sostenibilidad: Programa "Closing the Loop": reciclaje textil en todas sus facetas (recupero del material, tecnología y reutilización) -> contenedores en 2,000 tiendas Presencia de etiqueta "Join Life" en los productos, para distinguir el uso de materias primas y procesos sostenibles</p>		x (2020) x (2020) x (2020) x	

Fuente: Inditex 2018. Elaboración propia.

Capítulo VI. Análisis financiero y características para la inversión

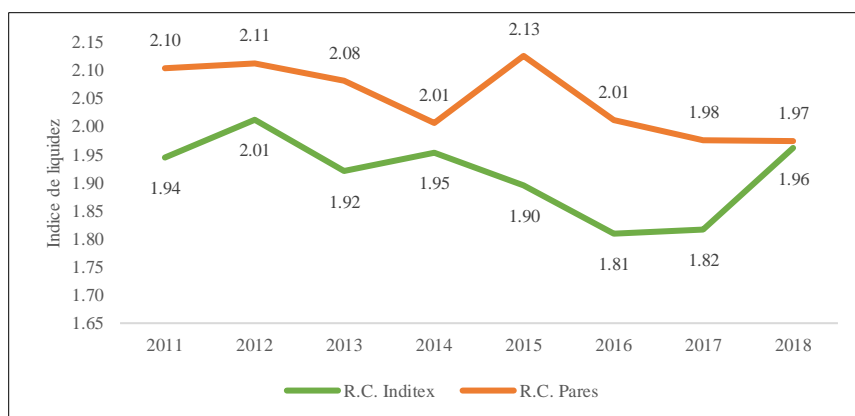
1. Finanzas operativas

1.1. Análisis financiero de la compañía

Para el análisis financiero de la compañía, se analiza los ratios de liquidez, solvencia, gestión y rentabilidad, así como el análisis horizontal y vertical (ver Anexo). Asimismo, se verificó la coherencia de los ratios con el análisis Dupont (ver Anexo), así como un análisis de comparables con las empresas más similares de su rubro (ver anexo 12).

Ratios de liquidez: La compañía registra altos niveles de liquidez y efectivo (€ 7,9 millones en caja, casi el 30 % de sus activos totales). La liquidez corriente se sitúa a cierre del 2018 en 1,96, recuperándose después de una caída iniciada el 2012, tendencia que se espera se mantenga este año. En el análisis con sus pares, se observa que los ratios corrientes de Inditex se han mantenido por debajo del promedio, pero sin una desviación relevante. Sin embargo, en el 2018 este ratio se mantiene igual a la industria.

Gráfico 5. Ratio corriente Inditex y *benchmark*



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

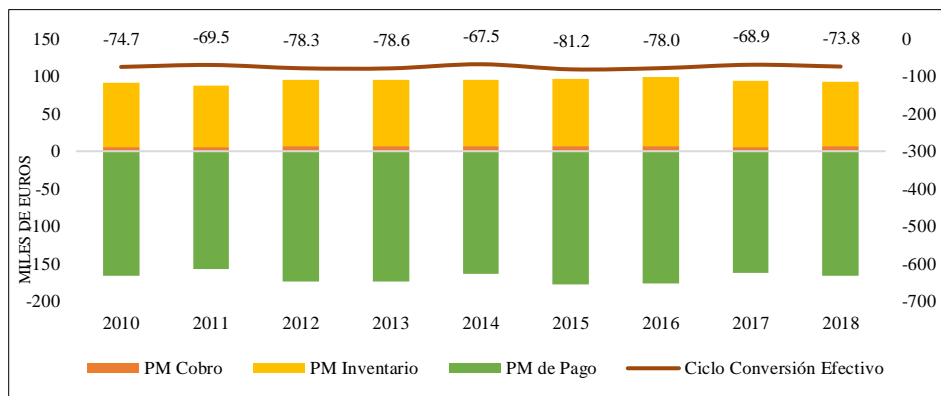
La empresa se dedicó, entre los años 2012 y 2017, a incrementar su diferenciación de propuesta retail a través de *roll out* de nueva imagen en tiendas a nivel global, además de la apertura de nuevas y más grandes tiendas. Esto disminuyó levemente la liquidez con la que contaba la empresa al final de esos periodos, lo cual fue recuperado en 2018. Además, el modelo de negocio

evita los costos fijos principales, usualmente asociados a una expansión internacional, no tiene centros de distribución locales, salvo su centro de distribución en Europa, que integra su centro de producción con sus almacenes y sistemas de tiendas físicas y *online*.

Ratios de gestión: En el análisis de ratios de gestión, la compañía registra un periodo medio de pago que se incrementó de 239 días en 2010 a 343 días en 2018, mientras que el periodo medio de cobro se mantiene en 6 días en los últimos 8 años, debido a que la venta *retail* se realiza principalmente al contado. Un factor importante a analizar es el periodo medio de inventario que se mantiene en 84 días entre 2010 y 2018, a pesar de que en este lapso se abrieron 2.883 nuevas tiendas. Se precisa que, en el modelo de negocio de Inditex, se busca optimizar su proceso de producción con tandas cortas y logística de distribución y almacenamiento, lo cual se traduce en un control eficiente de sus existencias.

Dado que el periodo medio de pago es superior al periodo medio de inventario y de cobro, la empresa mantiene una NOF negativa, por lo que no requiere financiamiento adicional para sus actividades operativas, puesto que estas ya se financian con proveedores.

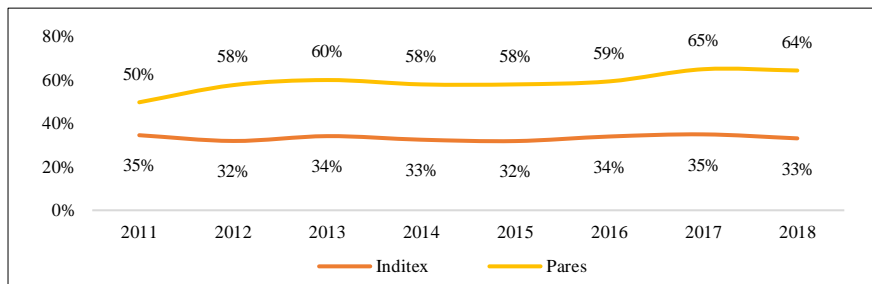
Gráfico 6. Ciclo de conversión de efectivo



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Ratios de solvencia o apalancamiento: La compañía mantiene niveles muy bajos de deuda, los cuales representan en promedio el 8 % del total activo entre 2010 y 2018, por ello los niveles de apalancamiento financiero de la compañía son bastante bajos. En los últimos años, no han superado el 0,5, y presentan un comportamiento cíclico, debido a su naturaleza operativa.

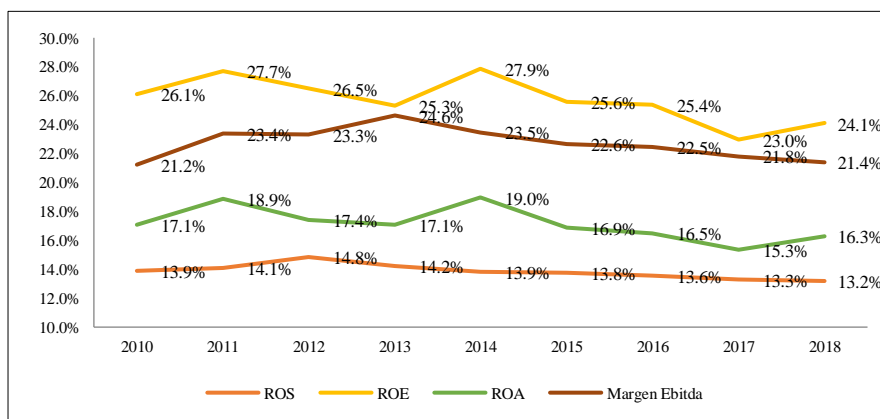
Gráfico 7. Apalancamiento financiero



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Ratios de rentabilidad: En el análisis de la rentabilidad de la compañía se aprecia que desde 2012 registra una reducción del margen EBITDA, a pesar de que el margen neto se mantiene estable. Esto se debe a su gestión integrada que, a pesar de incrementar costos de ventas iniciado durante su rediseño de la propuesta, compensa con su estrategia de costos locales muy ágiles y eficientes. En líneas generales, mantienen niveles saludables por encima del 13 % y 20 %, respectivamente, lo que la hace una compañía bastante sólida a niveles de rentabilidad. Con relación al ROE, se observa una ligera reducción en los últimos cuatro años, producto de la mayor acumulación patrimonial de la empresa, mientras que el ROA se ha reducido entre 2014 y 2017, producto de mayores inversiones en sus centros logísticos.

Gráfico 8. Ratios de rentabilidad



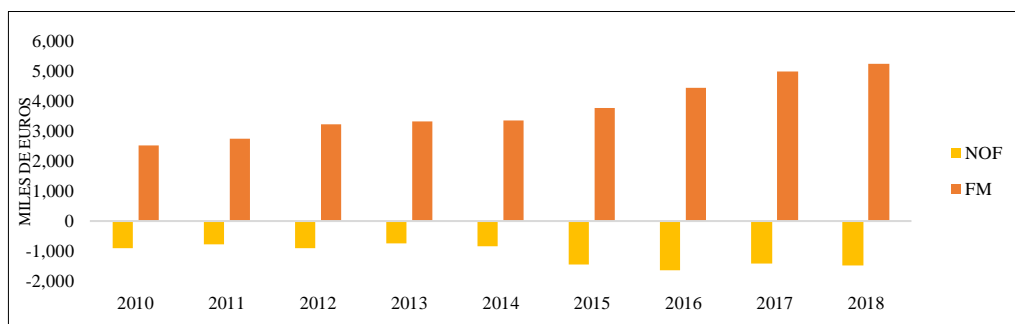
Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

1.2. Análisis histórico de las NOF versus fondo de maniobra

El fondo de maniobra de la compañía ha presentado un crecimiento sostenido desde el 2010, con una caída en el 2015 que rápidamente se revierte en los años siguientes y al cierre del 2018 se encuentra en un nivel de € 5,995 millones, debido al patrimonio acumulado por los altos niveles de rentabilidad logrados en los últimos ocho años, los cuales representan el 66 % del total activo, mientras que la deuda estructural solo representa el 7 %. El activo fijo está financiado íntegramente con recursos financieros de carácter permanente.

Por otro lado, las NOF de la empresa se mantienen negativas, principalmente por el poder de negociación de la compañía frente a sus proveedores. En todos los años de análisis se observa que el incremento en el periodo de pago le permite financiar su periodo medio de cobro y su periodo medio de inventario, dejando un margen de € 1,700 millones en el 2018 para financiar el inmovilizado de la empresa. El comportamiento de las NOF está en línea con el desempeño del negocio, con cuentas corrientes altamente controladas, específicamente su posición de inventario, la cual solo incrementó 1 % a pesar del crecimiento en ventas y espacios de venta (Inditex, 2019). En esta situación en que las NOF son menores al fondo de maniobra, la empresa no requiere apalancarse financieramente, dado que en el desarrollo normal del ciclo operativo se producen excedentes de tesorería que le permiten financiar sus actividades corrientes y no corrientes.

Gráfico 9. NOF versus fondos de maniobra



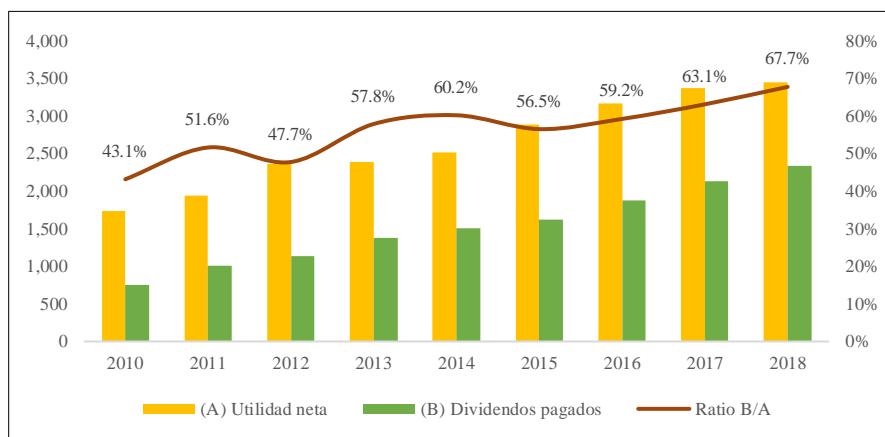
Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

2. Finanzas estructurales

2.1. Políticas de la empresa

El año 2018 se implementó una nueva política de dividendos y se propuso un incremento de dividendos de 50 % a 60 %, así como una distribución de un dividendo adicional de € 1 por acción (Inditex 2018). La política de reparto de dividendos de la compañía permite distribuir las utilidades del ejercicio si y solo si la caja de la empresa lo permite, y luego de haber cumplido con todos los compromisos de inversión. En los últimos años, los dividendos pagados medidos sobre la base de las utilidades pasaron de estar cerca del 40 % a rondar el 60 %. No existe una política revelada de dividendos en la empresa.

Gráfico 10. Dividendos pagados sobre utilidades entre el 2010 y el 2018

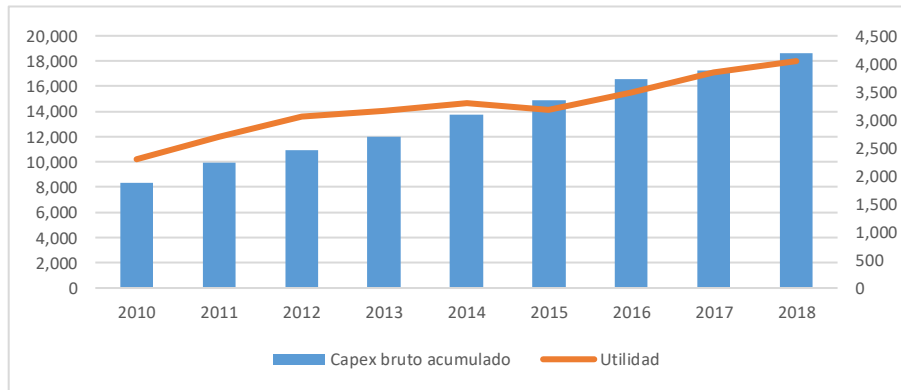


Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

2.2. Características de la inversión de la compañía

En el siguiente gráfico se aprecia la evolución del Capex de inversión de la compañía de los últimos periodos. El 2018, la empresa estuvo muy activa con su portafolio de espacios. Se reforzó la diferenciación de sus tiendas bandera a nivel global con la inauguración de nuevas locaciones en lugares muy visibles y *premium* (crecimiento neto de espacio a partir de su programa de optimización de 4,7 %). Asimismo, las ventas de Inditex han crecido de manera sostenida en los últimos diez años. No presenta una política de inversión revelada.

Gráfico 11. Evolución de Capex versus utilidad de la operación

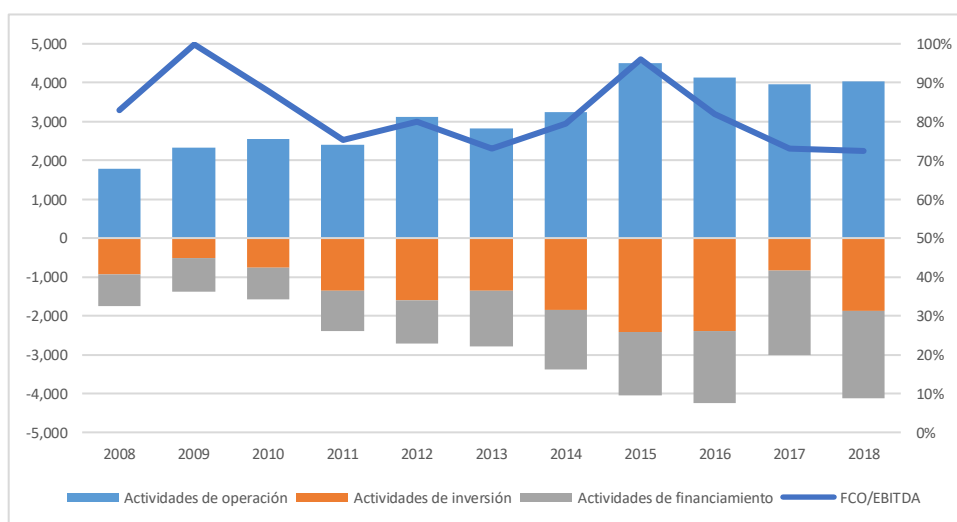


Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

2.3.Estado de flujo de efectivo

A través de las actividades de operación que generan excedentes se financian las actividades de financiamiento y de inversión, presentando un flujo neto positivo, salvo entre el 2014 y el 2016, debido a las mayores inversiones en actividades de inversión por el crecimiento del Capex, mientras que en el 2017 y el 2018 las actividades de financiamiento se incrementaron principalmente por mayor pago de dividendos. Asimismo, se observa que el ratio de conversión de EBITDA a flujo de caja operativo se redujo de 0,96 en el 2015 a 0,72 en el 2018.

Gráfico 12. Flujo de caja



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

En conclusión, es posible observar que Inditex ha presentado un buen desempeño operativo, con ventas netas a diciembre de 2018 de € 26.145 millones, EBITDA por € 5.563 millones y una utilidad neta de € 3,448 millones. El crecimiento de ventas ha sido de 3.19 % *yoy* mientras que el margen neto se posicionó en 13,19 %, superior al 6,74 % de la industria. Además, se observa que la empresa mantiene niveles altos de liquidez en los últimos 8 años, el ratio de endeudamiento en 2018 es de 30 %, resultó muy inferior al *benchmark* del sector de 60 %, lo cual le da una importante autonomía financiera. En relación con las NOF de Inditex, se observa que estas son negativas en los últimos 8 años, producto del poder de negociación frente a sus proveedores. La estrategia de la empresa enfocada a la digitalización con nuevas aperturas de tiendas en 56 mercados y más tiendas *online* con propuestas como *delivery* en un día, y se espera que continúe la expansión el 2019, con mayor crecimiento orgánico y diferenciación del modelo, a nivel físico (5 %-6 %) y virtual. Estiman un crecimiento de ventas del 4 %-6 % hacia adelante. Finalmente, ahora tienen una menor necesidad de Capex para la expansión, la cual se estima esté alrededor de € 1,4 miles de millones el 2019.

Capítulo VII. Valoración de la acción

1. Supuestos de proyecciones

Para las proyecciones (ver Anexo 10. Análisis de ratios y de comparables

Es importante comentar que el principal driver de crecimiento de la compañía ha sido el crecimiento en las inversiones en activo fijo, los cuales han crecido a tasas constantes similares al volumen de ventas. Sin embargo, este crecimiento en inversiones estructurales no ha generado emisión de nueva deuda financiera. Por el contrario, los excedentes de liquidez registrados en la cuenta caja y bancos crecen de manera similar al volumen de ventas y son los que financian las actividades de inversión y pago de dividendos.

Tasa de crecimiento en ventas y locales

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

En el gráfico anterior se observa que la tasa crecimiento en ventas de la empresa se ha reducido al igual que la tasa de crecimiento de apertura de nuevas tiendas. Sin embargo, como se verá en la proyección de ingresos, el ingreso por tienda ha aumentado, lo que está en línea con su estrategia enfocada en más y mejor m², y utilizar las tiendas como almacenes del canal *online*.

Parte importante del modelo de negocio es tener un alto control sobre los gastos operativos y velar por la disminución de la intensidad de capital necesaria para mantener las operaciones. Es por esto que la compañía mantiene niveles muy bajos de deuda, y está compuesta básicamente de deuda de corto plazo, y el nivel de cobertura de gastos financieros permanece muy alto, en 542,20 para el 2018. Asimismo, la empresa mantiene una serie de derivados que le ayudan a mitigar los efectos cambiarios. Para el 2018, este efecto sobre las ventas fue de 3,5 %, mientras que se espera sea ligeramente positivo para el 2019. En el siguiente gráfico se aprecia cómo ha evolucionado la deuda financiera de la compañía:

Evolución de la deuda (millones de €)

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Análisis de comparables

Según el Harvard Business Review, universalmente, las empresas se miden a sí mismas eligiendo un grupo de indicadores (KPIs) relevantes a sus propios objetivos estratégicos, y luego elegir un grupo de empresas pares con el que compararlos (Raul Valdez Perez, 2019). Como es evidente, hay muchos grupos de donde uno puede elegir a sus pares, y este proceso de selección es primordial para hallar insights significativos y una buena toma de decisiones (Inditex, 2019). Uno puede elegir a sus pares tanto variables cualitativas (e.g. la industria, la región) como cualitativas (tamaño, trabajadores). Unas características utilizadas con mayor frecuencia son la industria, el tamaño financiero y el tamaño físico de la empresa (Mishra, Subodh, 2019). Otro acercamiento popular para elegir a empresas pares es utilizando múltiplos de indicadores financieros, operativos y de mercado (Baker & Ruback, 1999).

Para propósitos de esta valorización, elegimos nuestros pares considerando como principales variables a la industria (*retail*/tiendas de ropa), la presencia global (múltiples países) y el tamaño (activos totales y número de trabajadores). Son cinco empresas las elegidas como pares de Inditex: H&M, Gap, Limited Brands (Victoria's Secret), Fast Retailing (Uniqlo) y TJX:

2018 - millones de €		Gap Inc	TJX Cos	Hennes & Mauritz AB	L Brands Inc (LB US)	Fast Retailing Co Ltd	Inditex
Liquidez	Ratio Corriente	1,8	1,9	1,4	1,6	3,2	2,0
Solvencia	Pasivo/Patrimonio	1,5	1,7	0,8	-11,9	5,0	0,5
	Pasivo/Activo	0,6	0,6	0,4	1,1	0,5	0,3
Gestión	Existencias	1.997	4.187	4.142	1.240	4.184	3.333
	C. por Cobrar	282	327	695	310	409	538
	C. por Pagar	1.181	2.488	747	717	1.454	4.880
	NOF	1.098	2.026	4.090	833	3.139	-1.759
Rentabilidad	Ingresos	15.855	35.865	24.385	12.632	16.866	28.966
	Ut. Neta	848	2.608	1.466	983	1.226	3.851
	Margen Operativo (% vtas.)	9,3	10,8	7,4	13,7	11,1	17,0
	Margen Neto (% vtas.)	5,3	7,3	6,0	7,8	7,3	13,3
	ROIC (%)	21,5	34,4	16,4	23,3	13,4	26,3
	ROE (%)	28,0	54,0	21,4	—	19,4	25,7
	ROA (%)	10,9	36,5	11,2	12,0	9,3	16,9
Mercado	Cap. De Mercado	12.483	49.280	30.466	13.303	29.137	111.602
	EV/EBITDA	5,9	10,5	11,4	7,7	17,2	15,4

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia

Liquidez: Inditex presenta una razón de activos corrientes dos veces sobre los pasivos corriente, uno de los más altos del mercado solo por debajo de *fast retailing* (Uniqlo), el cual presenta una proporción de 3. Tendencialmente, Inditex se ha mantenido estable en este

indicador durante los últimos años mientras que Uniqlo crece todos los años y H&M viene cayendo, pero siempre por encima de 1.

Ratio corriente y NOF entre comparables (millones de €)

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia

Inditex tiene sus cuentas por cobrar en los mismos niveles que el *benchmark*, a pesar de tener montos de ventas de los más elevados. Por otro lado, sus niveles de cuentas por pagar son considerablemente mayores que sus comparables, incluso tomando en cuenta sus volúmenes de venta. Como consecuencia, Inditex no solo es la única empresa que tiene NOF negativas dentro del grupo, sino que es la única que muestra una tendencia decreciente durante los últimos años.

Solvencia: Debido a que casi no posee deuda, Inditex tiene los niveles de apalancamiento más bajos en toda la industria y se ha mantenido así constantemente. Mientras tanto, tanto H&M como Uniqlo vienen incrementando sus niveles de apalancamiento los últimos dos años mientras que Limited Brands llega a niveles superiores a la unidad debido a su patrimonio negativo.

Rentabilidad: Si bien TJX es líder en ventas, Inditex tiene los márgenes sobre ventas más altos del mercado, lo cual la vuelve la empresa con mayores utilidades en el sector. Respecto a ROIC, ROA y ROE, TJX es líder en la industria, con los márgenes más elevados, aunque vienen con tendencia decreciente. Inditex se ubica en segundo lugar de rentabilidad según esos indicadores, pero con una tendencia más estable a lo largo de los años.

Mercado: Inditex es, por amplio margen, la empresa más grande según capitalización bursátil entre todos los comparables, y también posee la tendencia creciente más pronunciada. El indicador de EV/EBITDA de Inditex es solo segundo a Uniqlo (15 vs 17) y considerablemente más alto que el resto de competidores (entre 6 y 11). Esto refleja fuertes expectativas del mercado de futuro crecimiento en sus ingresos y flujos operativos para los siguientes años, lo cual es muy positivo considerando que es la empresa más grande del grupo.

Diagnóstico de la empresa

El total activo de la empresa se incrementó en 10,9 % del 2010 a 2018, por efecto de mayor inversión en locaciones prime para sus tiendas, así como en la consolidación de la caja y el mantenimiento de altos niveles de inventarios. Los activos fijos se incrementaron en 9,4 % por el primer efecto mencionado.

Evolución del Activo (miles de millones de €)

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

La compañía registra un incremento de 9,2 % en sus pasivos totales entre los años 2010 y 2018. Dado que la deuda de corto plazo (-13,76 %) y la de largo plazo (-4,10 %) han caído en ese periodo de tiempo, podemos asumir que son otros pasivos los que sostienen ese crecimiento tanto por volumen como por sostenibilidad. Las cuentas por pagar, que son el principal componente de los pasivos totales, han tenido un incremento de 9,6 %, asociado al incremento de los días de pago a proveedores. Esto es parte del modelo de la empresa y le permite una flexibilidad y liquidez particulares. Por otro lado, con respecto al patrimonio neto incrementa 10,2 % entre los años 2010 y 2018. Este crecimiento está directamente relacionado con los resultados obtenidos en el tiempo, y ha permitido una buena repartición de dividendos a lo largo del tiempo.

Evolución del pasivo y patrimonio (miles de millones de €)

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Anexo y Anexo), se utilizaron los siguientes supuestos:

- **Ingresos:** Se ha tenido especial cuidado en realizar las proyecciones de acuerdo con las estrategias reveladas (ver tabla 9). Se realiza en función a la proyección de crecimiento del número de tiendas de Inditex por el crecimiento proyectado de los ingresos promedio por tienda. Se espera que la empresa tenga un crecimiento de ingresos superior al PBI durante diez años y que luego este crecimiento sea constante, perpetuo y similar a las proyecciones de PBI (ver anexo 14).

Tabla 1. Proyección de ventas por región (millones de €)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Europa (ex. España)	11,791	12,526	13,294	14,012	14,735	15,419	16,128	16,848	17,578	18,316	19,060	19,836
España	4,235	4,455	4,680	4,881	5,079	5,257	5,438	5,616	5,791	5,963	6,130	6,300
Asia y resto del mundo	6,066	6,549	7,064	7,567	8,086	8,598	9,137	9,697	10,278	10,878	11,499	12,155
Americas	4,052	4,399	4,769	5,134	5,513	5,890	6,289	6,704	7,137	7,587	8,054	8,548

Fuente: Elaboración propia.

- **Costos:** Se consideran como porcentaje de ingresos según el análisis vertical, ya que históricamente se mantiene a una tasa relativamente estable.

- Capital de trabajo: Se proyecta sobre la base de los periodos medio de cobro, pago e inventarios obtenidos del promedio de tiempos de los últimos tres años.
- Gastos financieros: Se asume una línea de crédito revolvente, debido al bajo nivel de financiamiento de la firma.
- Activo fijo y depreciación: Se ha desagregado a nivel de activo actual, adiciones y depreciación de ambos. Para las adiciones, se ha proyectado con el promedio móvil de las adiciones de los últimos cinco años, dado que es el nivel de inversión que se espera se mantenga por el plan de optimización de tiendas y su expansión en plataforma y herramientas logísticas para la venta *online*. La depreciación de este nuevo activo se calcula sobre la base de una tasa de depreciación promedio de los últimos diez años.

2. Determinación de flujos de caja

Dadas las proyecciones de los estados financieros, según los supuestos anteriores, se proyecta el flujo de caja libre de la firma que será descontado posteriormente.

Tabla 2. Flujo de caja libre de la firma (millones de €)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas (MM de EUR)	27,928	29,807	31,594	33,413	35,164	36,992	38,866	40,785	42,745	44,743	46,776
EBIT	4,654	5,225	5,539	5,858	6,165	6,485	6,814	7,150	7,494	7,844	8,200
Tax rate	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
EBIT (1-t)	3,393	4,048	4,291	4,538	4,775	5,024	5,278	5,539	5,805	6,076	6,352
depreciacion	1,288	1,375	1,457	1,541	1,622	1,706	1,793	1,881	1,972	2,064	2,158
capex	-1,283	-1,370	-1,454	-1,541	-1,626	-1,716	-1,810	-1,906	-2,006	-2,109	-2,215
Incremento de KT	-466	-571	-621	-687	-734	-788	-839	-892	-943	-994	-1,029
FCFF	2,932	3,482	3,673	3,851	4,037	4,226	4,422	4,622	4,828	5,037	5,266

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

3. Determinación de costo de capital y tasa de descuento

Como se valorizará realizando el método del flujo de caja libre para la firma (ver la discusión de la tasa de descuento en el Anexo), se descontarán los flujos a la tasa WACC (ver el detalle del cálculo del costo de capital en el Anexo No. xx). Cabe resaltar que, sobre la base de la historia de la empresa y las expectativas, se proyecta que la estructura óptima de Inditex no incluirá deuda y, por lo tanto, la única variable relevante para el cálculo del WACC será el costo de capital. El costo de capital (K_e) se calcula con la fórmula del modelo CAPM (ver anexo 16) con los siguientes supuestos:

- R_f Retorno 10-year T-bond: 2,32 %
- $[E(R_m) - R_f]$ Promedio geométrico mercado estadounidense 1928-2018: 4,66 %
- β Beta ajustado 5 años mensual: 0,896
- Inflación esperada US\$: 2,1% y € 1,7 %
- R. País 1,4 %

Es importante recalcar que, dado que la tasa libre de riesgo y la prima por riesgo se han obtenido del mercado estadounidense, se ha realizado un ajuste por inflación para hallar las tasas equivalentes en euros. Con estos parámetros, se halla un WACC de 7,46 %.

4. Valorización de la empresa

Para valorizar el precio de la acción de Inditex, se utilizará el método de flujos de caja descontado, bajo el cual se descuenta la proyección de los flujos de caja de la firma a una tasa de descuento WACC, ambos calculados en los apartados anteriores. Se utiliza este método no solo por la facilidad para generar los modelos y cálculos de variables, sino porque permite incluir variables como el crecimiento del negocio y el riesgo, además de permitir el análisis de escenarios que sensibiliza la proyección de crecimiento del flujo de caja y, por ende, del valor del precio de la acción¹.

Con las variables calculadas, y un crecimiento a perpetuidad también estimado (ver la discusión de la tasa de descuento en el anexo 1), se estima un valor patrimonial para Inditex de € 120,4 mil millones. Como se puede observar en la tabla 8, el valor presente de los flujos correspondientes a los diez primeros años (2019 – 2028) representa el 25 % del valor estimado de la empresa y los flujos del valor terminal el 75 % restante. Esta proporción se debe principalmente a la tasa de crecimiento a perpetuidad estimada (g) de 4,54 % está alineada con las proyecciones oficiales de inflación del euro y del crecimiento de PBI en las economías donde Inditex tiene presencia y es elevada.

Uno de los principales supuestos para la proyección de los flujos es que Inditex mantendrá a perpetuidad su participación dentro de las economías en las que opera. Sabiendo que el patrimonio se conforma por 3.117 millones de acciones, se valoriza cada acción en € 38,64. Dado que el precio de mercado de la acción al 31 de diciembre de 2019 es de € 31,45, el valor calculado de la acción es mayor al precio actual de mercado con un *upside* de 23 %, así que se recomienda comprar la acción².

¹ Se considera el flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa.

² Según Deutsche Bank Securities se recomienda comprar cuando el desempeño de la acción supera al mercado en 10 % o más (Marketwatch 2019).

Tabla 3. Valorización de precio de acción

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas (MM de EUR)	26,145	27,928	29,807	31,594	33,413	35,164	36,992	38,866	40,785	42,745	44,743	46,776
EBIT	3,393	4,654	5,225	5,539	5,858	6,165	6,485	6,814	7,150	7,494	7,844	8,200
Tax rate	22.1%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
EBIT (1-t)	2,642	3,393	4,048	4,291	4,538	4,775	5,024	5,278	5,539	5,805	6,076	6,352
depreciacion	1,206	1,288	1,375	1,457	1,541	1,622	1,706	1,793	1,881	1,972	2,064	2,158
capex	-1,025	-1,283	-1,370	-1,454	-1,541	-1,626	-1,716	-1,810	-1,906	-2,006	-2,109	-2,215
Incremento de KT	-263	-466	-571	-621	-687	-734	-788	-839	-892	-943	-994	-1,029
FCFF	2,560	2,932	3,482	3,673	3,851	4,037	4,226	4,422	4,622	4,828	5,037	5,266
WACC	7.46%											
Valor terminal (año 10)												
WACC	7.46%											
g	4.54%											
Valor Terminal 2029	189,107											
VP 2019-28	27,412	24.2%										
VP V. Terminal	85,746	75.8%										
Valor de la Empresa	113,157	100%										
Deuda 2018	89											
Caja y Bancos 2018	7,360											
Valor Patrimonial	120,428											
Nro acciones (MM)	3,117											
Valor por acción	38.64											

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Se realizó una comparación con sus competidores más cercanos sobre la base del valor patrimonial calculado y se encontró que H&M, el más similar en cuanto a posicionamiento y magnitud, tiene ratios mucho menores a los de Inditex. El que se acerca más en cuanto a generación es Fast Retailing Co. Ltd, lo cual tiene sentido si se considera que es una empresa que se encuentra en una fase inicial de mayor crecimiento y, sin embargo, no llega a los niveles de Inditex aún.

Tabla 4. Múltiplos comparables

	Inditex	Hennes & Mauritz AB	Fast Retailing Co Ltd	Gap Inc	Benchmark múltiplos	EV
EV / Ventas	4.61	1.36	2.27	0.56	1.40	36,527.75
EV / EBITDA	21.65	11.35	17.15	4.81	11.10	61,764.09

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Capítulo VIII. Análisis de riesgos

1. Identificación de riesgos y creación de matriz de riesgos ponderados por probabilidad

Se identifican los siguientes riesgos como los riesgos principales, sobre los que se armó el siguiente mapa de riesgos:

Tabla 10. Mapa de riesgos

Descripción	Probabilidad	Impacto	Evaluación	Medición
La competencia en el mercado online afectará el negocio de la empresa	3	5	15	Alto
Riesgos logísticos que impiden hacer frente a los pedidos realizados por clientes.	3	5	15	Alto
Información negativa que genere riesgo reputacional	3	5	15	Alto
La subcontratación de empresas puede afectar la calidad del producto	2	5	10	Medio
La elevada participación de costos fijos en la estructura de costos totales impactará de manera negativa en los ingresos	2	5	10	Medio
El producto quedará obsoleto por nuevas modas	2	4	8	Medio
Incremento en precio de la materia prima	2	5	10	Medio
Defectos en la fabricación de productos	2	5	10	Medio
Riesgo desabastecimiento de materia prima lo cual impida realizar su producción normal	2	5	10	Medio
Riesgo de moda que afecta el <i>stock</i>	2	5	10	Medio
Impacto en el medio ambiente por contaminación	2	4	8	Medio
Incremento en la Inflación, generará menores beneficios reales	2	3	6	Medio
Incremento en tasa de interés afecta la actividad comercial	1	5	5	Bajo
Las ventas resultan inferiores a lo esperado	1	5	5	Bajo
Impacto en la sociedad, trabajos por destajo, subcontratación, discriminación	1	5	5	Bajo
Riesgo por tipo de cambio. Variaciones de tipo de cambio afectan los ingresos	2	2	4	Bajo
Reducción de la demanda por factores climatológicos	2	2	4	Bajo
Costos de personal cada vez más elevados	1	4	4	Bajo
Incremento en costos de fabricación reducen los márgenes de la empresa	1	5	5	Bajo
Dependencia con clientes pone en riesgo la actividad comercial de la empresa.	1	1	1	Marginal
La competencia creciente en el sector	1	1	1	Marginal

PROBABILIDAD	5	5	10	15	20	25
	4	4	8	12	16	20
	3	3	6	9	12	15
	2	2	4	6	8	10
	1	1	2	3	4	5
		1	2	3	4	5

IMPACTO

Alto	Riesgo grave, requiere medidas urgentes
Medio	Riesgo importante, requiere medidas correctivas
Bajo	Riesgo apreciable, requiere evaluar medidas preventivas
Marginal	Riesgo marginas, no requiere medidas de prevención

Fuente: Elaboración propia.

2. Análisis de sensibilidad

Como en la mayoría de valorizaciones, en este caso el peso del valor presente del valor terminal también representa la mayor parte del valor de la empresa (+75 % del total). En línea con esto, dos de las variables que más pueden afectar el valor de la acción son el WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), así que son estas las utilizadas para la matriz de sensibilidades. Como resultados, en 9 (de un total de 25) escenarios el valor se mantiene dentro del rango de +- 20 % del valor base, en 10 escenarios el resultante sale del rango hasta llegar a +50 % del valor base, y en 6 escenarios se aleja en más de 50 % del valor base. Finalmente, en 21 de 25 escenarios (84 %) la recomendación de comprar la acción se mantiene (el valor estimado supera el precio de la acción):

Tabla 11. Análisis de sensibilidad

		WACC (VT)				
		6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
g	2.5%	33.8	30.1	27.1	24.7	22.7
	3.5%	41.8	35.8	31.4	28.0	25.3
	4.5%	58.0	46.3	38.6	33.2	29.2
	5.5%	110.0	71.7	53.4	42.8	35.8
	6.0%	209.4	100.8	66.9	50.4	40.6

		WACC (VT)				
		6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
g	2.5%	88%	78%	70%	64%	59%
	3.5%	108%	93%	81%	72%	65%
	4.5%	150%	120%	100%	86%	76%
	5.5%	285%	185%	138%	111%	93%
	6.0%	542%	261%	173%	130%	105%

Fuente: Elaboración propia.

Número - %: dentro del rango +- 20 % del valor base

Número - %: dentro del rango +- 50 % del valor base

Número - %: fuera del rango +- 50 % del valor base

3. Simulación de Montecarlo

A fin de dar consistencia a las proyecciones realizadas se ha realizado el análisis de simulación de Montecarlo, sensibilizando variables fundamentales en el modelo como la tasa “g” y el WACC, además de variables como la tasa de inflación en dólares y euros, y el riesgo país. El resultado luego de realizar 5 mil iteraciones (ver

Anexo Anexo) da como resultado un valor promedio de la acción de € 34,24 con un nivel de significancia al 95 % y una desviación estándar de € 0,73, se resalta una diferencia mínima de 0,06 % sobre la base de las estimaciones realizadas.

Capítulo IX. Resumen de la inversión

Actualmente, Inditex es considerado uno de los grupos textiles más grandes a nivel mundial. Su estrategia de crecimiento se ha basado en diseños innovadores de alta rotación con niveles óptimos de costos, lo que le ha permitido posicionar su marca a nivel mundial con la apertura constante de nuevas tiendas en zonas *premium*. Dado los cambios generados por la digitalización, Inditex está desarrollando su canal de venta *online*, optimizando sus procesos logísticos e integrando su negocio en todo nivel para mejorar los márgenes.

Con las variables calculadas, y un crecimiento a perpetuidad (ver la discusión de la tasa de descuento en el anexo 1) estimado de 4,54 % (inflación esperada de 1,9 % y crecimiento de mercados de Inditex de 2,6 % para el LP), se estima un valor patrimonial para Inditex de € 120,4 mil millones. Dado que el patrimonio se conforma por 3.117 millones de acciones, se valoriza cada acción en € 38,64. Puesto que el precio de mercado de la acción al 31 de diciembre de 2019 es de € 31,45, el valor calculado de la acción es mayor al precio actual de mercado con un *upside* de 23 %, así que se recomienda comprar la acción.

Bibliografía

Baker y Ruback (1999). *Estimating Industry Multiples*. Harvard University.

BBC News (2018). “Fast fashion: Inside the fight to end the silence on waste”. *BBC*. 31 de julio de 2018. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.bbc.com/news/world-44968561>>.

Berk, Jonathan y DeMarzo, Peter (2012). *Finanzas corporativas*. Editorial Pearson Educación.

Bloomberg (2018). Plataforma de información financiera. Se trabajó con información financiera al cierre del 31 de diciembre de 2018.

Diario El Mundo (2018). “Así utiliza Zara la tecnología para mantenerse líder en la industria de la moda”. *El Mundo*. 16 de junio de 2018. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.elmundo.es/tecnologia/2018/06/16/5b23f09dca474194538b4576.html>>.

Diario El Mundo (2018). “Así utiliza Zara la tecnología para mantenerse líder en la industria de la moda”. *El Mundo*. 16 de junio de 2018. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.elmundo.es/tecnologia/2018/06/16/5b23f09dca474194538b4576.html>>.

Diario El País (2019). “El enfriamiento económico aleja la subida de tipos de interés en la eurozona”. *El País*. 21 de enero de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <https://elpais.com/economia/2019/01/20/actualidad/1547967681_031935.html>.

Diario El País (2019). “El FMI rebaja las perspectivas de crecimiento mundial por la guerra comercial”. *El País*. 22 de enero de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <https://elpais.com/economia/2019/01/21/actualidad/1548070597_251363.html>.

Diario La Información (2019). “Inditex tampoco teme las elecciones y descarta cambiar sus planes en España”. *La Información*. 13 de marzo de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.lainformacion.com/empresas/pablo-ista-resultados-inditex/6494737/>>.

Diario La Vanguardia (2019). “La recuperación de los salarios medios no llegará tampoco en el 2019”. *La Vanguardia*. 7 de enero de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19.

<<https://www.lavanguardia.com/economia/20190107/453971553984/salarios-espana-mercados-evolucion-2019.html>>.

Diario La Vanguardia (2019). “La recuperación de los salarios medios no llegará tampoco en el 2019”. *La Vanguardia*. 7 de enero de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.lavanguardia.com/economia/20190107/453971553984/salarios-espana-mercados-evolucion-2019.html>>.

EY (2017). “¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado?”. *Docplayer.es*. Fecha de consulta: 15/08/2019. <<https://docplayer.es/91339978-Su-empresa-esta-al-tanto-de-las-ultimas-practicas-de-valorizacion-en-el-mercado.html>>.

Fernandez, Pablo (2009). “La prima por riesgo de mercado según 100 libros”. *Iese.Edu*. Fecha de consulta: 15/08/19. <<https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0823.pdf>>.

Fernandez, Pablo (2011). “WACC Definición, interpretaciones equivocadas y errores”. *Iese.Edu*. Fecha de consulta: 15/08/2019. <<https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>>.

Fernandez, Pablo (2014). “CAPM (capital asset pricing model): un modelo absurdo”. *papers.ssrn.com*. Fecha de consulta: 15/08/19. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3468193_code12696>.

Fernandez, Pablo (2015). “El peligro de utilizar betas calculadas”. *Researchgate.net*. Fecha de consulta: 15/08/19. <https://www.researchgate.net/publication/4817705_El_peligro_de_utilizar_betas_calculadas>.

Fernandez, Pablo (2016). “La prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita”. *Researchgate.net*. Fecha de consulta: 15/08/2019. <https://www.researchgate.net/publication/28255664_Prima_de_Riesgo_del_Mercado_Historica_Esperada_Exigida_e_Implicita>.

Forbes (2019). “How Could Changing Consumer Trends Affect Fast-Fashion Leaders H&M and Zara?”. *Forbes*. 10 de febrero de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.forbes.com/sites/sanfordstein/2019/02/10/how-could-changing-consumer-trends-affect-fast-fashion-leaders-hm-and-zara/#38fa74366f48>>.

Gordon, Myron J. (1959). “Dividends Earnings and Stock Prices. Review of Economics and Statistics”. *Piketty.pse*. Fecha de consulta: 15/08/2019. <<http://www.piketty.pse.ens.fr/files/Gordon1959.pdf>>.

Henderson, Bruce D. (1973). “The Experience Curve-Reviewed. IV. The Growth Share Matrix of the Product Portfolio”. *www.bcg.com*. Fecha de consulta: 11/08/2019. <<https://www.bcg.com/documents/file13904.pdf>>.

Inditex (2019). “Canal Inditex Careers”. *Inditex Carrers*. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.youtube.com/channel/UCXorildwNLhZdcwvAMfIcAw>>.

Inditex (2019). “Como Trabajamos”. *Inditex*. 31 de junio de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://pdfs.semanticscholar.org/36fa/9060bd8fca7a85902707fd0d70d04fdb1924.pdf>>.

Inditex (2019). “Como Trabajamos”. *Inditex*. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://pdfs.semanticscholar.org/36fa/9060bd8fca7a85902707fd0d70d04fdb1924.pdf>>.

Inditex (2019). “Inditex 2018 Investors Relations Report”. *Inditex*. Fecha de consulta: 23/12/19. <https://www.inditex.com/documents/10279/588128/Transcripci%C3%B3n_Inditex_FY2018.pdf/e87068af-35a1-7855-f3cf-39530e073d42>.

Inditex (2019). “Inditex 2018 Investors Relations Report”. *Inditex*. 16 de junio de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <https://www.inditex.com/documents/10279/588128/Transcripci%C3%B3n_Inditex_FY2018.pdf/e87068af-35a1-7855-f3cf-39530e073d42>.

Inditex (2019). “Inditex en el mundo”. *Inditex*. 23 de diciembre de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.inditex.com/>>.

Inditex (2019). “Inditex en el mundo”. *Inditex*. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.inditex.com/>>.

Inditex (2019). “Nuestra Historia”. *Inditex*. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.inditex.com/web/guest/quienes-somos/nuestra-historia>>.

Inditex (s.f.). *Memoria Anual 2018*. Disponible en: <https://static.inditex.com/annual_report_2018/pdfs/Memoria%20Anual%20Inditex%202018.pdf>.

KPMG (2018). “Valuation Survey”. *Assets.KPMG*. Fecha de consulta: 15/08/2019. <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/au/pdf/2018/valuation-practices-survey-2018.pdf>>.

Marketwatch (2019). “Guide to Analyst Recommendations”. *Marketwatch*. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.marketwatch.com/tools/guide.asp>>.

Marketwatch (2019). “Guide to Analyst Recommendations”. *Marketwatch*. 16 de junio de 2019. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.marketwatch.com/tools/guide.asp>>.

Markowitz, Harry (1959). “Portfolio Selection: Efficient Diversification”. *Yale University Press*. Fecha de consulta: 15/08/19. <<https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/mon/m16-all.pdf>>.

Mishra, Subodh (2018). “Peer Selection and the Wisdom of the Crowd: Considerations for Companies and Investors”. *Harvard Law School*. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/26/peer-selection-and-the-wisdom-of-the-crowd-considerations-for-companies-and-investors/>>.

Mishra, Subodh (2018). “Peer Selection and the Wisdom of the Crowd: Considerations for Companies and Investors”. *Harvard Law School*. 26 de junio de 2018. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/26/peer-selection-and-the-wisdom-of-the-crowd-considerations-for-companies-and-investors/>>.

Modigliani y Miller (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. *Gvpesquisa.fgv.br*. Fecha de consulta: 15/08/19. <https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf>.

Mossin, Jan (1966). “Equilibrium in a Capital Asset Market”. *Efinance.org*. Fecha de consulta: 15/08/19. <<http://efinance.org.cn/cn/fm/Equilibrium%20in%20a%20Capital%20Asset%20Market.pdf>>.

Mullins, David Jr. (1982). "Does de Capital Asset Model Pricing Work". *hbsp.harvard.edu*. Fecha de consulta: 15/08/19. <<https://hbr.org/1982/01/does-the-capital-asset-pricing-model-work>>.

Myron J Gordon y Eli Shapiro (1956). "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit". *Econpapers*. Fecha de consulta: 15/07/19. <<https://EconPapers.repec.org/RePEc:inm:ormnsc:v:3:y:1956:i:1:p:102-110>>.

PWC (2017). "Closing the value GAP, Valuation methodology survey 2016/2017". *PWC.co.za*. Fecha de consulta: 15/08/2019. <<https://www.pwc.co.za/en/assets/pdf/closing-the-value-gap-2016-2017.pdf>>.

Reuters (2018). "Zara owner Inditex to sell all its brands online by 2020". *Reuters*. 4 de setiembre de 2018. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://www.reuters.com/article/us-inditex-technology-internet/zara-owner-inditex-to-sell-all-its-brands-online-by-2020-idUSKCN1LK2A0>>.

Sharpe, William (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk". *Efinance*. Fecha de consulta: 15/08/19. <<http://efinance.org.cn/cn/fm/Capital%20Asset%20Prices%20A%20Theory%20of%20Market%20Equilibrium%20under%20Conditions%20of%20Risk.pdf>>.

Stern, Damodaran (1995). "Invesment Valuation". *Easyonline books*. Fecha de consulta: 15/08/19. <easyonlinebooks.weebly.com/uploads/investment_valuation-damodaran>.

Valdez Perez, Raul (2015). "Smart Benchmarking Starts with Knowing Whom to Compare Yourself To". *Harvard Business Review*. 30 de octubre de 2015. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://hbr.org/2015/10/smart-benchmarking-starts-with-knowing-whom-to-compare-yourself-to>>.

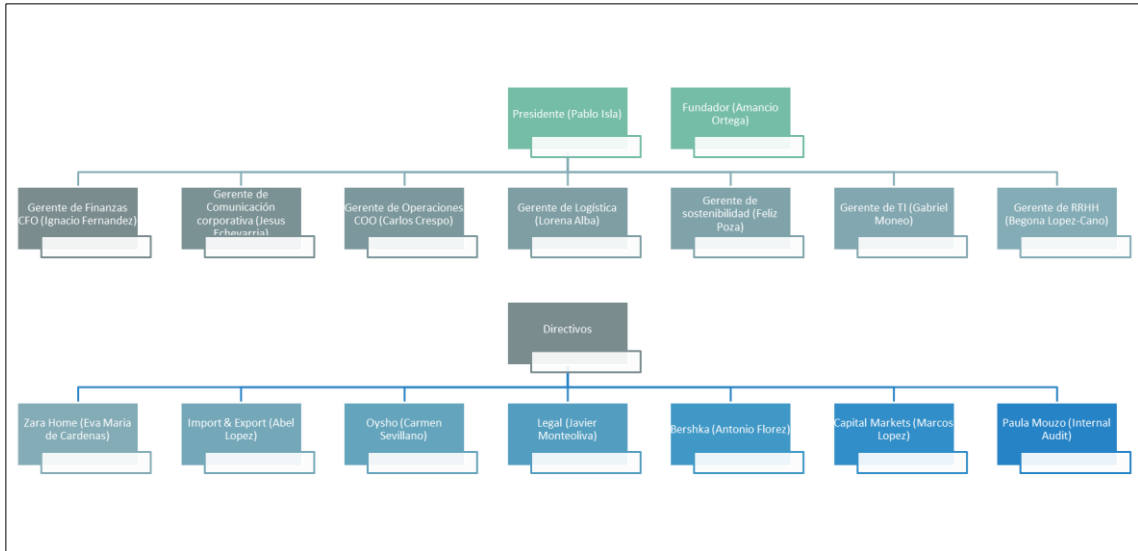
Valdez Perez, Raul (2015). "Smart Benchmarking Starts with Knowing Whom to Compare Yourself To". *Harvard Business Review*. 30 de octubre de 2015. Fecha de consulta: 23/12/19. <<https://hbr.org/2015/10/smart-benchmarking-starts-with-knowing-whom-to-compare-yourself-to>>.

Velez Pareja, Ignacio (2012). "Beyond Forecasting Period: Terminal Value". *Researchgate.net*.
Fecha de consulta: 15/07/19.
<https://www.researchgate.net/publication/228147310_Mas_Alla_de_Las_Proyecciones_El_valor_Terminal_Beyond_Forecasting_Period_The_Terminal_Value>.

Anexos

Anexo 1. Organigrama y cargos directivos

Organigrama



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Consejo de Administración (Directorio). Es el órgano máximo de control, decisión, y gestión de la compañía. Su actividad general es de supervisar y evaluar la gestión de los directivos, además de ser un enlace con los accionistas. Está compuesto por 9 miembros, y al 31 de enero del 2018 la compañía en Junta General de Accionistas (JGA) ha corroborado el siguiente Directorio:

Directorio vigente

<i>Nombre del consejero</i>	Categoría del consejero	Cargo en el consejo	Fecha de primer nombramiento
<i>D. Pablo Isla Álvarez de Tejera</i>	Ejecutivo	Presidente Ejecutivo	9/06/2005
<i>D. Amancio Ortega Gaona</i>	Dominical	Vocal	12/06/1985
<i>D. José Arnau Sierra</i>	Dominical	Vicepresidente	12/06/2012
<i>Pontegadea Inversiones SL (Dña. Flora Pérez Marcote)</i>	Dominical	Vocal	9/12/2015
<i>Dña. Denise Patricia Kingsmill</i>	Independiente	Vocal	19/07/2016
<i>D. José Luis Durán Schulz</i>	Independiente	Vocal	14/07/2015
<i>D. Rodrigo Echenique Gordillo</i>	Independiente	Vocal	15/07/2014
<i>D. Carlos Espinosa de Los Monteros Bernaldo de Quirós</i>	Otro externo	Vocal	30/05/1997
<i>D. Emilio Saracho Rodríguez de Torres</i>	Independiente	Vocal	13/07/2010

Fuente: Inditex Memoria Anual 2017. Elaboración propia.

Además del Directorio, Inditex tiene los siguientes cargos directivos:

Cargos directivos

Nombre	Cargo
D. Antonio Abril Abadín	Secretario General y del Consejo
Dña. Lorena Alba Castro	Directora General de Logística
Dña. Eva Cárdenas Botas	Directora de ZARA HOME
D. Carlos Crespo González	Director de Auditoría Interna
D. José Pablo del Bado Rivas	Director de PULL&BEAR
D. Jesús Echevarría Hernández	Director General de Comunicación y Relaciones Institucionales
D. Ignacio Fernández Fernández	Director General de Finanzas
D. Antonio Flórez de la Fuente	Director de BERSHKA
Dña. Begoña López-Cano Ibarreche	Directora de Recursos Humanos
D. Abel López Cernadas	Director de Importación, Exportación y Transporte
D. Marcos López García	Director de Mercado de Capitales
D. Juan José López Romero	Director de Servicios Generales e Infraestructuras
D. Gabriel Moneo Marina	Director General de Sistemas
D. Javier Monteoliva Díaz	Director de Jurídico
D. Jorge Pérez Marcote	Director de MASSIMO DUTTI
D. Óscar Pérez Marcote	Director de ZARA
D. Félix Poza Peña	Director de Sostenibilidad
D. Ramón Reñón Túniz	Director General Adjunto al Presidente y Consejero Delegado
D. José Luis Rodríguez Moreno	Director de UTERQUÉ
Dña. Carmen Sevillano Chaves	Directora de OYSHO
D. Jordi Triquell Valls	Director de STRADIVARIUS

Fuente: Inditex Memoria Anual 2017. Elaboración propia.

Anexo 2. Análisis de cadena de valor

El concepto de cadena de valor fue desarrollado por Michael E. Porter (1985) y postulaba que la cadena de valor permite analizar cómo, a través de los diferentes procesos en una organización, se genera valor en el desarrollo del producto final. Para ello define 2 procesos fundamentales: actividades primarias y actividades de apoyo. Las actividades primarias se encargan de crear el producto y se subdividen en Logística de entrada (gestión de materias primas), operaciones (transformación de las materias primas), logística de salida (Distribución y venta del producto), marketing (Gastos de publicidad) y servicios (Servicios post venta). Las actividades de apoyo a su vez se subdividen en Infraestructura (Apoyo en producción, contabilidad y administración), recursos humanos (Personal), tecnología (Reducción de costos e incremento en valor), y abastecimiento (Insumos materiales entre otros).

Cadena de valor

Actividades primarias	Actividades de apoyo
Logística de Entrada: Los proveedores envían toda la mercancía a los 10 centros logísticos en España, desde los cuales reparte la mercadería a casi 100 mercados a nivel mundial dos veces por semana mediante camiones de carga o aviones. Existen pocos saldos y una alta rotación de inventarios, ya que todo es a pedido (Inditex, 2019).	Adquisiciones: Inditex tiene más de 1,700 proveedores con 6,300 fábricas en 50 países, estando el 60 % de estos en España y países colindantes. Posee políticas de conducta, estándares de seguridad y salud, capacitaciones continuas a proveedores, sistemas de información y constantes auditorías (11,000 al año).
Operaciones: Inditex tiene proveedores internos (fábricas propias) y externos en España o países colindantes (60 %). Los diseños y prototipos se realizan en España, y luego se envían a las fábricas para producción. Existe una alta integración entre los equipos comerciales, diseño y fabricación.	Desarrollo Tecnológico: Inditex invierte en tecnología aplicada dentro de sus tiendas (escaparates interactivos, máquinas de auto servicio). Poseen una tecnología RFID que está integrada en cada una de sus prendas y permite rastrearlas en tiempo real. A nivel corporativo, enfoque en big data y comercio online.
Logística de Salida: Cada tienda realiza pedidos personalizados. Estos pedidos se procesan dos veces por semana con entrega de 48 horas, por lo que todas las tiendas de Inditex reciben sus productos simultáneamente. El almacenamiento se realiza en las tiendas; requieren poca capacidad por la alta rotación.	Recursos Humanos: Emplea a más de 150,000 trabajadores: 87% ubicados en tiendas, 76 % son mujeres y 73 % indefinidos. Las contrataciones se centralizan en inditexcareers.com, por más de 800 trabajadores de RRHH. Tiene programas de atracción de talento interno (Intalent), y Proyecto Go! para talento junior.
Marketing y Ventas: Foco en presencia online, “boca a boca”, y escaparatismo: las mejores, caras y visibles ubicaciones, con escaparates diseñados para atraer al cliente. La retroalimentación de las tiendas le permite fijar sus precios sobre la capacidad de compra y los precios de tiendas cercanas.	Infraestructura: Inditex posee 10 centros logísticos en España que centralizan las operaciones y más de 7,400 tiendas en 90 mercados. Actualmente el foco de Inditex se encuentra en aumentar su infraestructura tecnológica para poder incrementar su presencia online de todas sus marcas hasta en 200 países.
Servicios: Flexibles políticas de devolución y enfoque en el proceso de compra: personal especializado en gestionar las relaciones con sus clientes, camerinos interactivos y máquinas de autoservicio que permite al cliente registrar y pagar sus prendas sin ayuda.	

Fuente: Inditex 2019. Elaboración propia.

Anexo 3. Análisis PEST

Sector	Nivel	Análisis	Impacto	Tipo	Impacto
Político	Global	Política laboral y tributaria depende del país donde opera.	Neutro	-	-
		Política arancelaria como restricción en ciertas economías.	Negativo	-	Bajo
		Estabilidad política y económica en las economías donde opera.	Positivo	Oportunidad	-
	Europa	Políticas integradas en la Unión Europea (monetarias, fiscales, migratorias, etc).	Positivo	Oportunidad	-
		Mercado Común.	Positivo	Oportunidad	-
		BREXIT podría generar cierta inestabilidad en algunos países.	Negativo	Amenaza	Bajo
	España	España convoca a elecciones de diputados y senadores el 10 de noviembre del 2019. El partido favorito a la fecha es el “Partido Socialista Obrero Español”, al cual pertenece el actual presidente Pedro Sánchez. Corporaciones españolas, entre ellas Inditex, no han expresado preocupación frente a los posibles resultados (La Información, 2019).	Neutro	-	-

Sector	Nivel	Análisis	Impacto	Tipo	Impacto
		La última reforma laboral en España se dio en el 2012 con el objetivo de reducir las rigideces del mercado y favorecer la empleabilidad, y no ha afectado significativamente a la empresa.	Neutro	-	-
		No se prevén cambios en regulación ambiental, leyes de protección al consumidor, tributación, salud ni en comercio, lo cual da buenos indicios de estabilidad política y fiscal futura.	Positivo	Oportunidad	Bajo
Económico	Global	La estrategia de crecimiento económico a nivel mundial se basa en generar una alta diversificación y búsqueda de nichos, lo cual representa nuevas oportunidades en nuevos nichos de mercados.	Neutro	-	-
		El posicionamiento de Inditex le permite maniobrar crisis regionales.	Positivo	Fortaleza	Bajo
	Europa	Se espera que el crecimiento sea de 1.3 %, a diferencia del 1.9 % observado en el 2018. Crecientes tensiones en el mercado global y la desaceleración de China son los principales causantes, lo cual podría afectar la demanda en <i>retail</i> .	Negativo	Amenaza	Bajo
	España	La economía española creció 2.5 % en el 2018 y el FMI proyecta un crecimiento de 2.2 % para el 2019 mientras que para los próximos años espera que converja a su tasa crecimiento potencial de 1.75 %. Esto la convierte en la economía con mayores perspectivas de crecimiento en Europa (El País 2019).	Positivo	Oportunidad	Bajo
		España trabaja con el euro, la cual es una de las monedas más sólidas del mundo con proyecciones de inflación menores al 2 %.	Positivo	Oportunidad	Bajo
		El desempleo en España continúa estando elevado, con tasas de 14 % sobre la PEA, pero mantiene tendencia decreciente desde el 2013 periodo durante el cual ha caído en más de 11pp.	Positivo	Oportunidad	Bajo
		Continúa habiendo preocupaciones en España y toda la zona euro por las posibles subidas de tasas de interés oficiales, las cuales hoy están en 0 % (El País, 2019).	Negativo	Amenaza	Bajo
Social	Global	Control con proveedores a nivel internacional. Inditex subcontrata parte de su proceso de confección en países asiáticos y de América Latina, lo cual podría generar contingencias laborales u operativas por los bajos niveles de control de estas regiones.	Neutro	-	-
	Europa	Europa concentra el mayor número de migrantes de todas las regiones (70.6 Millones de personas) (International Office of Migration 2005).	Neutro	-	-
		La cultura en Europa es generalmente abierta a nuevas culturas; sin embargo, la administración americana, y los nuevos controles en algunos países del bloque han aumentado tensiones.	Neutro	-	-
		Creciente conciencia ambiental.	Negativo	Amenaza	Medio
	España	España sufre, como todo Europa, de bajas tasas de fertilidad (1.32 en el 2017) y aumento en el envejecimiento poblacional (el porcentaje de adultos mayores a 45 años ha pasado de 40 % a 47 % en los últimos 18 años). La población total ha empezado a decrecer desde el 2012.	Negativo	Amenaza	Bajo
		Respecto a los salarios, no se prevé una recuperación a corto plazo de los salarios promedio, los cuales han estado a la baja desde la crisis financiera (La Vanguardia, 2019).	Negativo	Amenaza	Bajo
Las preferencias del consumidor, particularmente en la industria de la moda, cambian constantemente. Los consumidores prefieren empresas comprometidas con		Negativo	Amenaza	Bajo	

Sector	Nivel	Análisis	Impacto	Tipo	Impacto
		el medio ambiente y con los valores humanos, y que tengan alta presencia online.			
Tecnológico	Global	Muy alineado al cambio social relacionado al cuidado del ambiente, las empresas se ven en la necesidad de adecuar sus tecnologías de forma que generen el menor impacto posible en el ambiente. Hasta ahora, a pesar de no estar formalizado, se ha publicado la intención de prohibir todos los autos a combustión para el 2030, París para el 2025.	Neutro	-	-
		Los procesos logísticos y de distribución deben ajustarse a nuevos conceptos de reducción, uso de recursos renovables y economía circular o compartida.	Negativo	Amenaza	Bajo
		La principal amenaza tecnológica de Inditex son las tiendas online, las cuales están diseñando y produciendo ropa a mayor velocidad (El Mundo, 2019).	Negativo	Amenaza	Alto
		Las tecnologías que más está aplicando Inditex en su negocio son: - Big Data e inteligencia artificial, para predecir el comportamiento del consumidor - Comercio Online, para tener presencia en todos los países inclusive los que no tienen tiendas físicas - Robótica, orientada a los almacenes e inventarios - “Location Analytics”, aplicado en sus tiendas físicas para rastrear el <i>journey</i> del cliente y también para asistirlos virtualmente y darles <i>convenience</i> .	Positivo	Oportunidad	Alto

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 4. Análisis FODA

El análisis FODA se concentra en encontrar los aspectos positivos y negativos tanto de la empresa con el exterior como de sus procesos internos. Se evalúan las fortalezas y debilidades internas, y sus oportunidades y amenazas de cara al entorno.

a. Fortalezas

- Flexibilidad frente a la necesidad de cambiar diseños, gracias a la integración vertical y cercanía a los proveedores. Menores stocks y costos de almacenamiento que la competencia debido a su modelo de alta rotación.
- Rapidez en tiempos de entrega, ya que se realizan dos veces por semana en max. 48 horas.
- Producto diferenciado al de la competencia, debido a que los diseños se encuentran más cercanos a la moda del momento.
- Mayor cercanía a la necesidad del consumidor, gracias a que los altos niveles de interconectividad entre los equipos comerciales, de diseño y fabricación les permite tener *feedback* de los clientes en casi tiempo real.

- Alto posicionamiento de marca (Zara), lo cual le permite tener bajos costos de marketing.
- Alta Capilaridad de tiendas en todo el mundo, la que tiene presencia física en más de 90 países y más de 7,400 tiendas en las mejores zonas comerciales del mundo mientras que H&M, su principal competidor, solo tiene 4,400 tiendas en 64 países.
- Penetración de mercado en todos los segmentos, gracias a diversidad de marcas y productos.
- Mayor probabilidad de compra del cliente en la tienda frente a la competencia, debido no solo al producto sino a la flexible política de devolución que poseen y a la alta rotación de los inventarios en las tiendas (es posible que la siguiente semana ya no encuentres la prenda de interés).

b. Debilidades

- Alta Dependencia de la marca Zara, ya que concentra más del 60 % de las ventas del grupo mientras que las otras marcas no se acercan a esos niveles (la segunda marca, Berksha, concentra el 10 % de las ventas) y ni son remotamente tan conocidas.
- Vulnerable a las fluctuaciones económicas de la zona Euro, ya que tiene alta concentración de ventas en el mercado europeo (aprox. 70 %).
- Inevitables niveles de canibalización entre marcas, a pesar de distintos segmentos
- Costos elevados de distribución, al estar centralizada en España, pero atendiendo demanda en mercados de todo el mundo.

c. Oportunidades

- Crecimiento del mercado online, tanto a través de páginas web como de aplicaciones para teléfonos y tablets, que requiere una inversión orientada a una experiencia omnicanal al cliente reduciendo la fricción (división) entre la aplicación digital y la tienda física.
- Potencial de crecimiento en mercados emergentes como Asia y Latinoamérica, los cuales están dejando de ser economías de subsistencia y cuya población cada vez tiene mayores excedentes de ingresos.
- Avances tecnológicos en robótica y automatización, para optimización de costos tanto en la cadena logística y de fabricación como en las mismas tiendas.
- Avances tecnológicos en Big Data e Inteligencia artificial, que te permite conocer mejor al consumidor con el fin de mejorar el producto e incrementar la probabilidad de venta.

d. Amenazas

- Mayor competencia en la industria debido a que otros retailers están igualando las prácticas que llevaron a Inditex al éxito, como el “fast fashion” y el “just in time delivery”.
- Aparición de tiendas 100 % online, que tienen menores costos logísticos e incluso mayor velocidad de diseño y menores tiempos de distribución.
- Fatiga de la “fast fashion”, la cual tuvo su boom en los 90s y 2000s. Se está dando un progresivo cambio en las preferencias de los consumidores hacia productos de mejor calidad y duración, como Uniqlo (Forbes, 2019). Así, la renovada preocupación de los consumidores en la sostenibilidad e impacto ecológico va en contra del concepto de “fast fashion”, la cual muchas veces es vista como ropa desechable (BBC, 2018).

Anexo 5. Análisis de las cinco fuerzas de Porter y posicionamiento competitivo

Se utiliza el análisis de las cinco fuerzas de Porter para analizar a la industria y, simultáneamente, tener más información para el desarrollo de la estrategia de negocio. Esta herramienta te permite identificar tres fuerzas horizontales: rivalidad entre competidores, amenaza de nuevas entradas y productos sustitutos; y dos fuerzas verticales: el poder de negociación de los proveedores y el poder de los clientes.

- La rivalidad entre competidores es moderada, dado que Inditex aún domina en más mercados que su principal competidor, H&M, tanto en ventas como capilaridad. Tiene precios competitivos y aún tiene productos diferenciados, aunque la brecha se viene reduciendo frente a los grandes *retailers*. Posee una cadena logística sólida pero costosa, que debe ser justificada con permanente diferenciación. Finalmente, es necesario mencionar que Uniqlo, el segundo competidor más importante de Inditex, mantiene ritmos de crecimiento que son los más elevados de la industria.
- Amenaza de sustitutos es baja debido a que aún no hay sustitutos claros para el *fast fashion* a ese nivel de precios. Pensando en el mediano plazo, desde hace unos años hay una nueva tendencia entre los jóvenes de seguir al *slow fashion*, ropa no necesariamente a la última moda, pero de buena calidad, larga duración, hecha con productos orgánicos y de manera sostenible, que podría amenazar al *fast fashion*.
- La amenaza de nuevas entradas es moderada, debido a la gran inversión requerida para tener una cadena de distribución de ese tamaño (venta online de esa magnitud también requeriría de canales de distribución en todos los mercados). Sin embargo, abrir una tienda de ropa tiene

relativamente bajo costo y hay una tendencia por diseñadores independientes, que comercial 100 % por canales online y son más costo-eficientes, que puede ser una amenaza en el mediano plazo.

- El poder de los clientes es alto, ya que, si bien se guían tanto por el precio como por las nuevas tendencias (e Inditex se diferencia en ambas), basta dejar de innovar para que el cliente vea sus productos como prendas que puede comprar en cualquier otra tienda.
- El poder de los proveedores es bajo, ya que la principal materia prima con las que se elaboran sus productos, el algodón, es un *commodity* cuyos precios son establecidos mundialmente y, generalmente, estables. Además, Inditex controla toda la logística y distribución de sus productos con lo cual solo te quedan las fábricas, las cuales son más de 6,000 así que tiene muchos proveedores y alternativas. Inditex adicionalmente es dueña de muchas de esas fábricas lo que le permite conocer el negocio y sus costos.

Cuantificación fuerzas de Porter

Fuerzas de Porter	Puntaje	Peso (%)	Total
Amenaza de nuevas entradas			2.8
Barreras de entrada (tiempo y dinero)	3	20%	0.6
Conocimiento especializado / I+D	2	20%	0.4
Economías de escala	2	20%	0.4
Acceso a canales de distribución	3	20%	0.6
Políticas gubernamentales	4	20%	0.8
Poder de proveedores			1.3
Cantidad de proveedores disponibles	1	25%	0.3
Integración vertical	1	25%	0.3
Negociación de precios	1	25%	0.3
Insumos de baja calidad	2	25%	0.5
Poder de clientes			3.7
Cantidad y tamaño de los clientes	1	33%	0.3
Tamaño de contratos	5	33%	1.7
Posibilidad y costos de cambio	5	33%	1.7
Amenazas de sustitutos			2.0
Desempeño del sustituto	2	33%	0.7
Costo del cambio	2	33%	0.7
Cambio de tendencia	2	33%	0.7
Rivalidad entre competidores			3.0
Estructura competitiva de la industria (# competidores)	3	25%	0.8
Diferencia en calidad	3	25%	0.8
Lealtad de clientes	3	25%	0.8
Costo de abandonar el mercado	3	25%	0.8

Fuente: Elaboración propia

Posicionamiento competitivo

Para analizar el posicionamiento de la compañía seguimos a Porter e identificamos el público objetivo, para luego analizar la situación del entorno que permita evaluar la competencia en la industria y desarrollar la estrategia de negocio. El público objetivo de Inditex se compone por todas las personas a nivel mundial, desde niños hasta adultos, los cuales pueden adquirir prendas de vestir de diversos tipos acorde a la alta oferta de moda que tiene la compañía a través de todas sus líneas de negocio.

Los principales atributos de sus productos se basan en la relación variedad/bajos precios. Los principales competidores en la industria a nivel mundial son GAP y H&M, el posicionamiento competitivo de estas empresas se determina por la oferta de valor a través de sus marcas. La diferencia con Inditex radica en que esta empresa tiene diferentes marcas orientadas a diferentes tipos de público, lo cual permite a los clientes adquirir moda exclusiva por marca, además otro punto importante son las variadas colecciones por temporada, lo cual le permite un mayor dinamismo en tiendas. Por otro lado, se encuentran los diseñadores, quienes están constantemente en las tiendas y trabajan con una gran sinergia con el personal de ventas para conocer de primera mano cuales son las necesidades de los clientes.

Se resalta que este esquema de negocio es posible dada la gran capacidad logística de la empresa de producir variados volúmenes pequeños de producto y cambiar su esquema de producción cuando el cliente demande nuevos productos y diseños. Este posicionamiento competitivo es posible también gracias a las tiendas *flagship* donde ponen bastante énfasis en los escaparates y la distribución del interior de las tiendas. Otro factor relevante es la ubicación, puesto que Inditex se encuentran en las principales ciudades del mundo, lo cual transmite al cliente una sensación de elegancia y exclusividad en sus prendas, pero con un precio menor al de marcas más exclusivas.

Anexo 6. Matriz Bolton Consulting Group

Como herramienta de análisis estratégico se usa la matriz Bolton Consulting Group para analizar la cartera de negocios de Inditex:

- Crecimiento (Estrella): Estos son productos que están en crecimiento dentro de la composición de ventas de la compañía. Consideramos que las líneas compuestas por Bershka,

Pull & Bear, Massimo Dutti y Stradivarius son las estrellas de la multinacional, puesto que la empresa se ha enfocado en abrir nuevos mercados con dichas líneas.

- **Introducción (Pregunta):** Aquí se encuentran los productos que tienen potencial para crecer, pero aún es incierto su futuro. Consideramos que Oysho y Uterque son las que generan interrogantes sobre su dirección. Si bien están enfocadas a complementar las líneas estrellas, (Oysho cuenta con línea de lencería y pijamas, mientras que Uterque se orienta a la marroquinería), la participación aún no resulta relevante para el volumen de ventas de la compañía.
- **Madurez (Vaca):** Estos son los productos más importantes al generar flujos positivos de caja a la compañía. Zara con su alta participación y bajo crecimiento la consideramos como la vaca de la compañía, esta empresa es la que genera flujos para potenciar las líneas estrellas de la compañía.
- **Declive (Perro):** Estos son los productos que constantemente tienen desempeños menores a los esperados. Zara home con 3,28 % de las ventas totales, presenta mayores ingresos que Uterque. Sin embargo, el volumen de ventas se ha mantenido bajo en los últimos años, a pesar de la constante apuesta en tiendas nuevas y nuevos mercados.

Anexo 2. Misión, visión y propuesta de valor

1. Misión, visión y valores

La misión de la empresa es la de mantenerse líder en el sector textil, adelantarse a la moda y crear diseños nuevos, mediante una estrategia de integración vertical. Así como ofrecer productos a un precio acorde con la calidad. La visión está orientada a ser una empresa líder en la confección, comercialización y distribución de prendas de vestir que puedan llegar a cualquier zona donde exista un nicho de clientes, para que puedan obtener los diferentes diseños y modas. Los valores son: orientación al resultado, implicación, superación, honestidad y trabajo en equipo.

2. Identificación de la propuesta de valor de la compañía

La propuesta de valor de la compañía se centra en ofrecer productos a sus clientes a precios asequibles y en el momento adecuado. El modelo es determinado por un alto grado de integración donde se desarrollan todas las fases del proceso de la moda: diseño, aprovisionamiento, control de calidad de producto y fabricación, logística y venta a través de tiendas y *online*.

3. Matriz Canvas – modelo de negocio

Osterwalder *et al.* (2005) plantean que el modelo de negocio debe contener un conjunto de elementos y relaciones que permitan entender las características del negocio, para lo que plantean dividir el modelo en nueve etapas que expliquen cómo la empresa genera ingresos y valor. Para esto, se elaboró la matriz Canvas para Inditex.

Matriz Canvas

Asociaciones clave <ul style="list-style-type: none"> • Conocimiento de proveedores (1824 empresas) • Control de la cadena de suministros (7210 fabricas) • Gobierno: política de aranceles, estabilidad política. 	Actividades clave <ul style="list-style-type: none"> • Diseño • Producción • Distribución de moda físicas y virtuales • Integración de tiendas físicas y virtuales • Consumo eficiente de recursos 	Valor añadido <ul style="list-style-type: none"> • El valor agregado de la compañía es ofrecerle un producto elaborado a través de un diseño adecuado a los gustos de los clientes con disposición en tienda en el momento adecuado. 	Relación con clientes <ul style="list-style-type: none"> • Innovación Atención a consultas y sugerencias • Sistema de Identificación por Radio Frecuencia • Implantación de sistemas <u>same delivery /next day Delivery</u> 	Clientes <ul style="list-style-type: none"> • Brindar productos atractivos acorde con las últimas tendencias en moda y de calidad que permitan un ciclo de vida circular. • Satisfacer las demandas de los clientes en el momento adecuado.
Costes <ul style="list-style-type: none"> • Costes laborales • Costes logísticos • Costes de producción 		Ingresos <ul style="list-style-type: none"> • Ingresos por tienda • Ingresos por mercado online • Ingresos por línea de negocio • Ingresos por región 		

Fuente: Inditex Memoria Anual 2017. Elaboración propia.

4. Factores organizativos sociales

Dentro de los objetivos de desarrollo sostenible en la organización, se plantea:

Gobierno corporativo	Cultura corporativa	Entorno y RSE
Enfoque en generación de riqueza a largo plazo bajo un liderazgo responsable, ético y transparente. Pilares: Igualdad de género y empoderamiento, crecimiento sostenido y sostenible, y trabajo decente.	Base en el trabajo en equipo con estrategia multiformato altamente flexible y con rápida respuesta ante cambios en la demanda. Innovación constante. Comunicación abierta. Organización horizontal.	Alta contribución fiscal y apoyo al entorno a través de proveedores (€ 5.2 millones) y más de 55 mil empleos indirectos. Políticas sobre impactos medioambientales y sociales de sus procesos de compra. Políticas eficientes de residuos y gol de circularidad del proceso (<i>closing the loop</i>).

Anexo 8. Análisis horizontal y vertical

Estado de la situación financiera

Análisis vertical

Industria de Diseño Textil SA (ITXSM) - Stand		Análisis Vertical																			
In Millions of EUR except Per Share		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Total Assets																					
Cash, Cash Equivalents & STI		35%	32%	32%	30%	27%	31%	31%	32%	31%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Accounts & Notes Receiv		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
Inventories		12%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	22%	23%	23%	25%	27%
Other ST Assets		4%	4%	5%	5%	5%	3%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Total Current Assets		53%	50%	52%	49%	46%	49%	50%	50%	49%	26%	27%	27%	27%	28%	28%	29%	30%	31%	33%	35%
Property, Plant & Equip, Net		35%	37%	36%	37%	39%	38%	37%	38%	38%	55%	54%	53%	53%	52%	50%	49%	48%	47%	43%	39%
LT Investments & Receivables		0%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Other LT Assets		12%	13%	11%	13%	14%	13%	12%	11%	11%	17%	17%	17%	18%	18%	19%	19%	20%	20%	22%	23%
Total Noncurrent Assets		47%	50%	48%	51%	54%	51%	50%	50%	51%	74%	73%	73%	73%	72%	72%	71%	70%	69%	67%	65%
Total Assets		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Liabilities & Shareholders' Equity																					
Payables & Accruals		25%	23%	25%	24%	23%	26%	26%	25%	24%	37%	38%	39%	40%	40%	42%	43%	44%	45%	49%	52%
ST Debt		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other ST Liabilities		2%	2%	2%	1%	2%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Current Liabilities		27%	25%	27%	25%	24%	27%	28%	26%	25%	38%	39%	39%	40%	41%	42%	43%	45%	46%	49%	53%
LT Debt		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other LT Liabilities		7%	7%	7%	7%	8%	7%	7%	8%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Noncurrent Liabilities		7%	7%	7%	7%	8%	7%	7%	8%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Liabilities		35%	32%	34%	33%	32%	34%	35%	33%	32%	38%	39%	40%	40%	41%	42%	43%	45%	46%	49%	53%
Preferred Equity and Hybrid Capital		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Share Capital & APIC		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Treasury Stock		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Retained Earnings		64%	66%	65%	68%	67%	66%	65%	68%	68%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Equity		0%	0%	-1%	-2%	1%	-1%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Equity Before Minority Interest		65%	68%	66%	67%	68%	66%	65%	67%	68%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Minority/Non Controlling Interest		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Equity		65%	68%	66%	67%	68%	66%	65%	67%	68%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Liabilities & Equity		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	38%	39%	39%	40%	41%	42%	43%	44%	46%	49%	53%

Source: Bloomberg

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Análisis horizontal

Industria de Diseño Textil SA (ITXSM) - Stand		Análisis Horizontal																			
In Millions of EUR except Per Share		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Total Assets																					
Cash, Cash Equivalents & STI		41.9%	2.4%	16.9%	-0.9%	2.9%	26.8%	15.8%	4.1%	6.1%	#####	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Accounts & Notes Receiv		-11.4%	6.9%	37.6%	3.6%	16.6%	9.6%	18.0%	-6.8%	5.8%	11.9%	6.7%	6.0%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
Inventories		22.4%	5.1%	23.8%	6.0%	10.9%	18.0%	16.1%	5.3%	1.2%	9.8%	6.7%	6.0%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
Other ST Assets		16.3%	21.1%	64.5%	0.8%	-1.3%	-21.3%	33.2%	-14.5%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Current Assets		31.9%	4.5%	23.1%	1.1%	5.0%	18.9%	17.2%	2.5%	4.7%	-61.0%	5.7%	5.1%	4.9%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
Property, Plant & Equip, Net		3.1%	19.6%	14.8%	10.2%	17.6%	9.2%	10.4%	5.0%	9.1%	3.6%	2.9%	2.2%	1.6%	1.0%	0.4%	-0.2%	-0.7%	-1.3%	#####	#####
LT Investments & Receivables		-8.3%	11.5%	195.3%	19.5%	-12.0%	-67.0%	80.4%	375.4%	11.2%	9.7%	8.9%	8.2%	7.5%	7.0%	6.6%	6.1%	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%
Other LT Assets		12.2%	19.1%	1.4%	20.8%	22.2%	6.6%	4.6%	-8.5%	11.8%	6.9%	6.5%	6.1%	5.7%	5.4%	5.1%	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	4.1%
Total Noncurrent Assets		5.3%	19.4%	12.2%	12.8%	18.3%	7.7%	9.2%	3.7%	9.7%	4.5%	3.9%	3.3%	2.7%	2.3%	1.8%	1.4%	0.9%	0.5%	-5.4%	-5.8%
Total Assets		17.9%	11.5%	17.6%	6.7%	11.8%	12.9%	13.0%	3.1%	7.2%	-27.6%	4.3%	3.8%	3.3%	2.9%	2.6%	2.2%	1.9%	1.7%	-2.5%	-2.5%
Liabilities & Shareholders' Equity																					
Payables & Accruals		16.9%	0.7%	31.0%	2.7%	5.3%	28.7%	12.9%	-0.8%	3.9%	11.7%	6.1%	5.8%	5.7%	5.1%	5.2%	5.0%	4.9%	4.8%	4.6%	4.7%
ST Debt		-92.3%	-74.4%	255.2%	#####	-80.9%	907.2%	-21.7%	-80.5%	600.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Other ST Liabilities		27.9%	6.4%	5.5%	-62.8%	162.0%	-66.9%	281.0%	-64.3%	-54.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Current Liabilities		16.1%	1.0%	28.9%	-0.7%	8.3%	24.6%	16.7%	-5.1%	4.1%	11.4%	5.9%	5.7%	5.6%	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
LT Debt		-16.5%	-63.0%	178.9%	-50.5%	6.2%	-66.9%	-33.5%	703.2%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Other LT Liabilities		10.5%	10.4%	15.0%	10.3%	14.2%	6.8%	14.8%	8.0%	5.3%	#####	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Noncurrent Liabilities		10.3%	10.0%	15.3%	10.0%	14.2%	6.6%	14.8%	8.2%	5.3%	-99.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Liabilities		14.8%	3.0%	25.8%	1.6%	9.6%	20.3%	16.3%	-2.3%	4.4%	-14.3%	5.9%	5.7%	5.6%	5.0%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
Preferred Equity and Hybrid Capital		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Share Capital & APIC		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Treasury Stock		0.0%	#####	0.0%	0.0%	57.8%	0.0%	18.8%	-11.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Retained Earnings		19.2%	15.1%	16.3%	11.6%	9.4%	11.9%	10.0%	8.5%	7.1%	#####	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Other Equity		-55.6%	#####	#####	119.5%	#####	#####	#####	#####	-64.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Equity Before Minority Interest		19.8%	16.1%	13.9%	9.5%	12.8%	9.4%	11.4%	6.2%	8.6%	#####	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Minority/Non Controlling Interest		-10.6%	10.2%	-11.9%	-10.6%	18.5%	6.7%	-6.0%	-34.5%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Equity		19.6%	16.1%	13.8%	9.4%	12.8%	9.4%	11.4%	6.0%	8.6%	#####	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Liabilities & Equity		17.9%	11.5%	17.6%	6.7%	11.8%	12.9%	13.0%	3.1%	7.2%	-72.5%	6.0%	5.7%	5.6%	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%

Source: Bloomberg

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Estado de ganancias y pérdidas

Análisis vertical

Industria de Diseno Textil SA (ITXSM) - GAAP	Análisis Vertical																			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
In Millions of EUR except Per Share	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Revenue	41%	41%	40%	41%	42%	42%	43%	44%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
Cost of Revenue	59%	59%	60%	59%	58%	58%	57%	56%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%
Gross Profit	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Operating Income	41%	41%	40%	41%	41%	40%	40%	39%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Operating Expenses	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Selling, General & Admin	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Research & Development	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Depreciation & Amortization	36%	36%	35%	36%	36%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Other Operating Expense	18%	18%	20%	18%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Operating Income (Loss)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Non-Operating (Income) Loss	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Interest Expense, Net	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Investment (Inc) Loss	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Foreign Exch (Gain) Loss	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(Income) Loss from Affiliates	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Non-Op (Income) Loss	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Pretax Income	19%	19%	20%	18%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Income Tax Expense (Benefit)	5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Current Income Tax	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Deferred Income Tax	0%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Income (Loss) from Cont Ops	14%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Net Extraordinary Losses (Gains)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Discontinued Operations	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
XO & Accounting Changes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Income (Loss) Incl. MI	14%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Minority Interest	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net Income, GAAP	14%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Preferred Dividends	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Adjustments	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net Income Avail to Common, GAAP	14%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Source: Bloomberg

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Análisis horizontal

Industria de Diseno Textil SA (ITXSM) - GAAP	Análisis Horizontal																			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
In Millions of EUR except Per Share	13%	10%	16%	5%	8%	15%	12%	9%	3%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Revenue	7%	10%	14%	6%	11%	17%	14%	10%	2%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Cost of Revenue	17%	10%	16%	4%	7%	14%	10%	7%	4%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Gross Profit	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Operating Income	12%	10%	13%	7%	8%	14%	10%	7%	5%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Operating Expenses	4%	10%	14%	3%	11%	13%	1%	8%	9%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Selling, General & Admin	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Research & Development	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Depreciation & Amortization	4%	10%	14%	3%	11%	13%	1%	8%	9%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Other Operating Expense	13%	10%	13%	7%	7%	14%	11%	7%	5%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Operating Income (Loss)	723%	10%	24%	-1%	4%	15%	9%	7%	1%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Non-Operating (Income) Loss	19%	19%	-62%	-229%	-356%	41%	-12%	-36%	92%	-7%	-12%	-36%	92%	-18%	7%	-3%	2%	-1%	0%	0%
Interest Expense, Net	####	52%	-21%	-46%	41%	-30%	24%	15%	-13%	-20%	24%	15%	-13%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Investment (Inc) Loss	-26%	-36%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(Income) Loss from Affiliates	196%	53%	-96%	-3432%	-95%	-29%	246%	418%	-115%	-137%	246%	418%	-115%	-283%	-77%	170%	-31%	23%	-9%	5%
Foreign Exch (Gain) Loss	0%	0%	0%	0%	0%	73%	-14%	-12%	29%	3%	-14%	-12%	29%	-8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Non-Op (Income) Loss	0%	0%	-25%	-100%	-100%	0%	0%	0%	-100%	0%	0%	0%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Pretax Income	34%	10%	22%	-2%	6%	15%	9%	7%	2%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Income Tax Expense (Benefit)	42%	6%	25%	-12%	9%	17%	7%	7%	0%	28%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	7%
Current Income Tax	24%	22%	10%	-1%	3%	4%	19%	-1%	6%	20%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	7%
Deferred Income Tax	-88%	1225%	-74%	292%	-37%	-132%	-453%	-94%	1200%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Income (Loss) from Cont Ops	32%	12%	22%	1%	5%	15%	10%	7%	2%	1%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
Net Extraordinary Losses (Gains)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Discontinued Operations	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
XO & Accounting Changes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Income (Loss) Incl. MI	32%	12%	22%	1%	5%	15%	10%	7%	2%	1%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
Minority Interest	21%	40%	-53%	-28%	114%	-21%	-46%	-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net Income, GAAP	32%	12%	22%	1%	5%	15%	10%	7%	2%	1%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
Preferred Dividends	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Adjustments	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Net Income Avail to Common, GAAP	32%	12%	22%	1%	5%	15%	10%	7%	2%	1%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source: Bloomberg

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

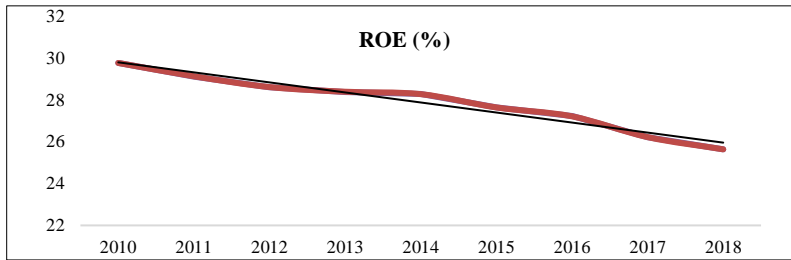
Anexo 9. Coherencia de las políticas financieras (Dupont del ROE)

El análisis Dupont se origina en 1912 y empieza a ser usado en la década de 1920 por la empresa estadounidense DuPont Corporation. Consiste en descomponer el ROE en varias partes (3 o 5 ratios). Bajo la fórmula Dupont se busca descomponer la rentabilidad de la empresa con base en los márgenes de utilidad, uso eficiente de activos fijos y el componente de multiplicador de capital.

El indicador de ROS (*return on sales*) permite identificar qué tan rentable es la actividad, esta a su vez se puede subdividir por línea de negocio a fin de identificar cuáles son las líneas más rentables de la actividad. Además, el uso eficiente de activos fijos definido por el ROA (*return on assets*) permite identificar si los activos fijos se utilizan de manera eficiente en la empresa y en las líneas de negocio más rentables. Por último, el multiplicador de capital permite analizar la proporción de capital propio y de terceros destinado a la inversión en la empresa.

En el análisis historio de ROE se observa que la empresa ha registrado una tendencia decreciente del indicador para los últimos 8 años pasando de 27 % en 2010 a 24 % en 2018. Es importante precisar que esta reducción del ratio obedece a mayores inversiones en activo estructural que la compañía viene realizando en los últimos 5 años a fin de implementar su canal de ventas online, lo cual le demandó inversiones en tecnologías para mejorar su plataforma logística de distribución, por ello este ratio se reduce de 17,7 % en 2010 a 15,9 % en 2018. En referencia al ROS se aprecia que no ha registrado una variación relevante, pasando de 13.9 % en 2010 a 13.3 % en 2018, mientras que el apalancamiento financiero se redujo de 0.35 en 2010 a 0.32 % en 2018.

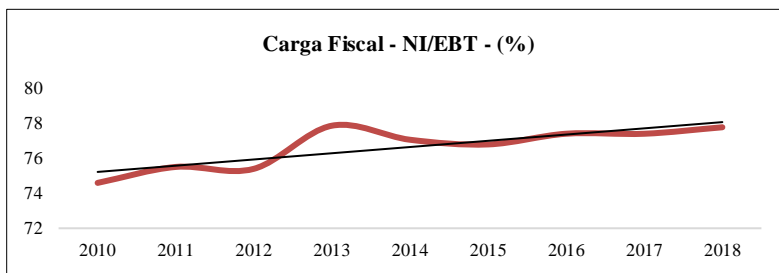
Con el objetivo de entender las fuentes de la variación en sus niveles y frente a la industria. Inditex mantiene consistentemente un retorno sobre patrimonio superior a 24 % en todos sus años, llegando en ocasiones a niveles superiores al 30 %. A pesar de que la industria mantiene niveles también elevados (ROE superiores al 20 %), Inditex supera la rentabilidad de sus competidores globales directos como H&M o Uniqlo. Tendencialmente, el ROE llegó a su punto máximo en el 2008, con una tendencia decreciente desde entonces pero aun en niveles bastante elevados:



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Para entender los principales drivers que explican los cambios en el ROE, se utiliza el análisis DuPont para descomponer el ROE en 5 ratios: carga fiscal, carga impositiva, margen operativo, rotación de activos y apalancamiento financiero:

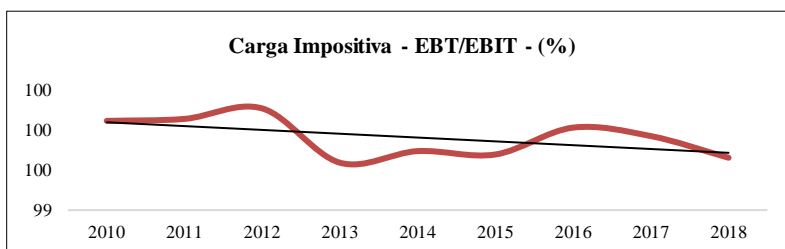
1. Carga fiscal



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

El porcentaje de impuestos que paga Inditex tuvo su nivel mínimo en el 2008, para luego subir abruptamente. Aun así, luego de esto, sus niveles impositivos han venido reduciéndose consistentemente a partir del 2010, principalmente por su estrategia de crecer en nuevos mercados con distintas políticas fiscales que Europa.

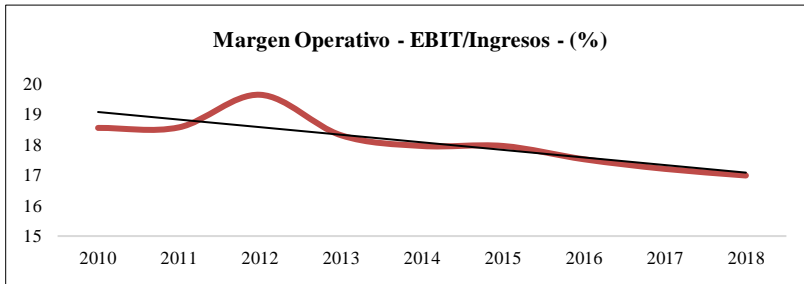
2. Carga financiera



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

El pago de intereses de Inditex como porcentaje de sus flujos operativos es de casi cero, y siempre se ha encontrado en esos niveles. Como ya se sabe, la empresa básicamente no posee deuda financiera y siempre que la incurre la amortiza rápidamente, debido a que financia sus operaciones con sus proveedores.

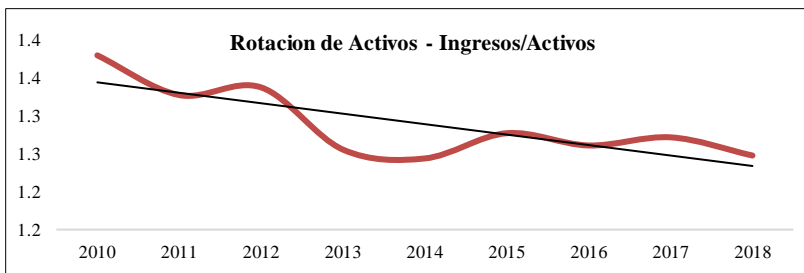
3. Margen operativo



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Los márgenes operativos de Inditex se han ubicado en niveles de entre 15 % y 20 % durante la última década, y no muestra ninguna clara tendencia de cambio. Estos niveles son los más altos de la industria.

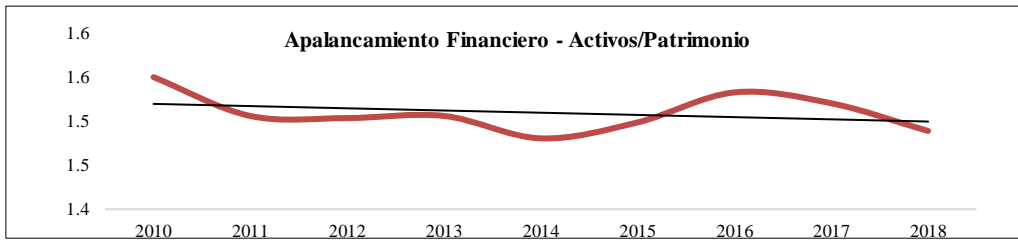
4. Rotación de activos



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

La rotación de activos es uno de los dos componentes que explican la tendencia decreciente del ROE de los últimos años, ya que los ingresos han pasado de 1,4 hasta 1,2 veces los activos totales en 10 años. Esto refleja un decrecimiento recurrente en la productividad de los activos de la empresa, menores ingresos relativos.

5. Apalancamiento financiero



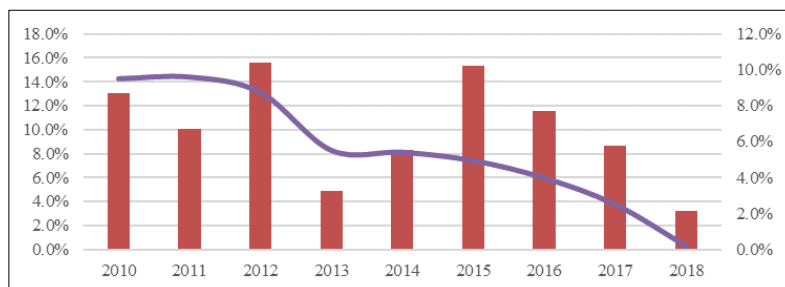
Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

El apalancamiento financiero es el otro indicador que viene cayendo, desde niveles de activos de 1,7 veces el patrimonio hasta 1,5 veces el patrimonio en los últimos 10 años. Juntando los resultados de esta ratio con la ratio de rotación de activos, se observa que la ratio de ingresos/patrimonio viene cayendo fuertemente, lo cual implica que los accionistas están inyectando capital en una proporción mayor de lo que están creciendo sus ventas. Esto indica que los activos del negocio vienen siendo cada vez menos eficientes y productivos, y esto se traduce en un costo para el accionista.

Anexo 10. Análisis de ratios y de comparables

Es importante comentar que el principal driver de crecimiento de la compañía ha sido el crecimiento en las inversiones en activo fijo, los cuales han crecido a tasas constantes similares al volumen de ventas. Sin embargo, este crecimiento en inversiones estructurales no ha generado emisión de nueva deuda financiera. Por el contrario, los excedentes de liquidez registrados en la cuenta caja y bancos crecen de manera similar al volumen de ventas y son los que financian las actividades de inversión y pago de dividendos.

Tasa de crecimiento en ventas y locales

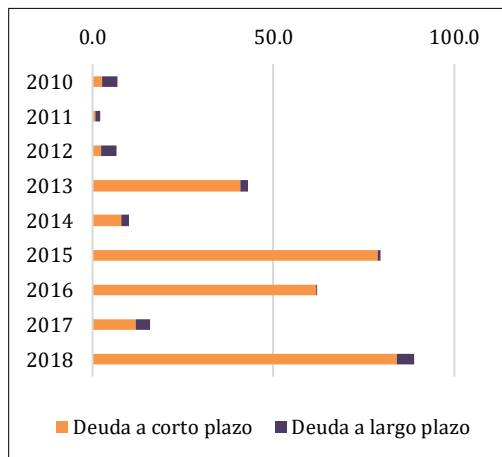


Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

En el gráfico anterior se observa que la tasa crecimiento en ventas de la empresa se ha reducido al igual que la tasa de crecimiento de apertura de nuevas tiendas. Sin embargo, como se verá en la proyección de ingresos, el ingreso por tienda ha aumentado, lo que está en línea con su estrategia enfocada en más y mejor m², y utilizar las tiendas como almacenes del canal *online*.

Parte importante del modelo de negocio es tener un alto control sobre los gastos operativos y velar por la disminución de la intensidad de capital necesaria para mantener las operaciones. Es por esto que la compañía mantiene niveles muy bajos de deuda, y está compuesta básicamente de deuda de corto plazo, y el nivel de cobertura de gastos financieros permanece muy alto, en 542,20 para el 2018. Asimismo, la empresa mantiene una serie de derivados que le ayudan a mitigar los efectos cambiarios. Para el 2018, este efecto sobre las ventas fue de 3,5 %, mientras que se espera sea ligeramente positivo para el 2019. En el siguiente gráfico se aprecia cómo ha evolucionado la deuda financiera de la compañía:

Evolución de la deuda (millones de €)



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Análisis de comparables

Según el Harvard Business Review, universalmente, las empresas se miden a sí mismas eligiendo un grupo de indicadores (KPIs) relevantes a sus propios objetivos estratégicos, y luego elegir un grupo de empresas pares con el que compararlos (Raul Valdez Perez, 2019). Como es evidente, hay muchos grupos de donde uno puede elegir a sus pares, y este proceso de selección es primordial para hallar insights significativos y una buena toma de decisiones (Inditex, 2019). Uno puede elegir a sus pares tanto variables cualitativas (e.g. la industria, la región) como cualitativas

(tamaño, trabajadores). Unas características utilizadas con mayor frecuencia son la industria, el tamaño financiero y el tamaño físico de la empresa (Mishra, Subodh, 2019). Otro acercamiento popular para elegir a empresas pares es utilizando múltiplos de indicadores financieros, operativos y de mercado (Baker & Ruback, 1999).

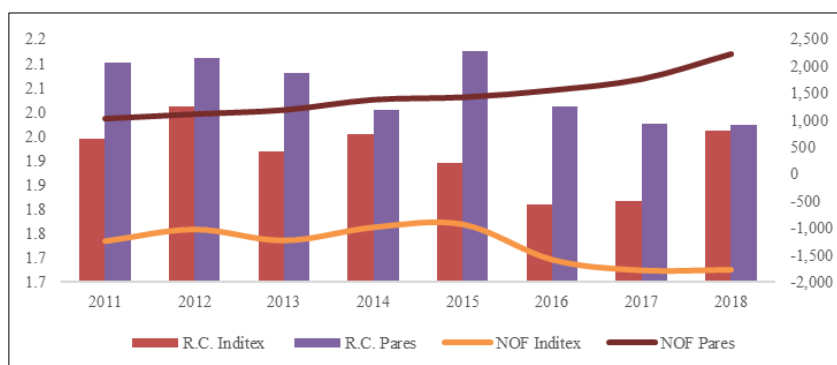
Para propósitos de esta valorización, elegimos nuestros pares considerando como principales variables a la industria (*retail*/tiendas de ropa), la presencia global (múltiples países) y el tamaño (activos totales y número de trabajadores). Son cinco empresas las elegidas como pares de Inditex: H&M, Gap, Limited Brands (Victoria's Secret), Fast Retailing (Uniqlo) y TJX:

2018 - millones de €		Gap Inc	TJX Cos	Hennes & Mauritz AB	L Brands Inc (LB US)	Fast Retailing Co Ltd	Inditex
Liquidez	Ratio Corriente	1,8	1,9	1,4	1,6	3,2	2,0
Solvencia	Pasivo/Patrimonio	1,5	1,7	0,8	-11,9	5,0	0,5
	Pasivo/Activo	0,6	0,6	0,4	1,1	0,5	0,3
Gestión	Existencias	1.997	4.187	4.142	1.240	4.184	3.333
	C. por Cobrar	282	327	695	310	409	538
	C. por Pagar	1.181	2.488	747	717	1.454	4.880
	NOF	1.098	2.026	4.090	833	3.139	-1.759
Rentabilidad	Ingresos	15.855	35.865	24.385	12.632	16.866	28.966
	Ut. Neta	848	2.608	1.466	983	1.226	3.851
	Margen Operativo (% vtas.)	9,3	10,8	7,4	13,7	11,1	17,0
	Margen Neto (% vtas.)	5,3	7,3	6,0	7,8	7,3	13,3
	ROIC (%)	21,5	34,4	16,4	23,3	13,4	26,3
	ROE (%)	28,0	54,0	21,4	—	19,4	25,7
Mercado	ROA (%)	10,9	36,5	11,2	12,0	9,3	16,9
	Cap. De Mercado	12.483	49.280	30.466	13.303	29.137	111.602
	EV/EBITDA	5,9	10,5	11,4	7,7	17,2	15,4

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia

Liquidez: Inditex presenta una razón de activos corrientes dos veces sobre los pasivos corriente, uno de los más altos del mercado solo por debajo de *fast retailing* (Uniqlo), el cual presenta una proporción de 3. Tendencialmente, Inditex se ha mantenido estable en este indicador durante los últimos años mientras que Uniqlo crece todos los años y H&M viene cayendo, pero siempre por encima de 1.

Ratio corriente y NOF entre comparables (millones de €)



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia

Inditex tiene sus cuentas por cobrar en los mismos niveles que el *benchmark*, a pesar de tener montos de ventas de los más elevados. Por otro lado, sus niveles de cuentas por pagar son considerablemente mayores que sus comparables, incluso tomando en cuenta sus volúmenes de venta. Como consecuencia, Inditex no solo es la única empresa que tiene NOF negativas dentro del grupo, sino que es la única que muestra una tendencia decreciente durante los últimos años.

Solvencia: Debido a que casi no posee deuda, Inditex tiene los niveles de apalancamiento más bajos en toda la industria y se ha mantenido así constantemente. Mientras tanto, tanto H&M como Uniqlo vienen incrementando sus niveles de apalancamiento los últimos dos años mientras que Limited Brands llega a niveles superiores a la unidad debido a su patrimonio negativo.

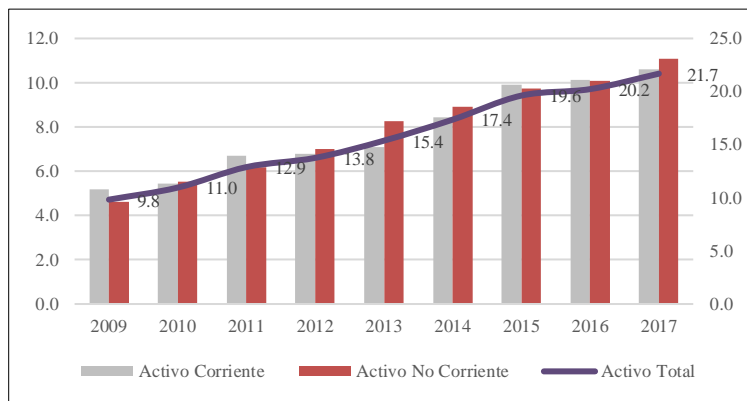
Rentabilidad: Si bien TJX es líder en ventas, Inditex tiene los márgenes sobre ventas más altos del mercado, lo cual la vuelve la empresa con mayores utilidades en el sector. Respecto a ROIC, ROA y ROE, TJX es líder en la industria, con los márgenes más elevados, aunque vienen con tendencia decreciente. Inditex se ubica en segundo lugar de rentabilidad según esos indicadores, pero con una tendencia más estable a lo largo de los años.

Mercado: Inditex es, por amplio margen, la empresa más grande según capitalización bursátil entre todos los comparables, y también posee la tendencia creciente más pronunciada. El indicador de EV/EBITDA de Inditex es solo segundo a Uniqlo (15 vs 17) y considerablemente más alto que el resto de competidores (entre 6 y 11). Esto refleja fuertes expectativas del mercado de futuro crecimiento en sus ingresos y flujos operativos para los siguientes años, lo cual es muy positivo considerando que es la empresa más grande del grupo.

Diagnóstico de la empresa

El total activo de la empresa se incrementó en 10,9 % del 2010 a 2018, por efecto de mayor inversión en locaciones prime para sus tiendas, así como en la consolidación de la caja y el mantenimiento de altos niveles de inventarios. Los activos fijos se incrementaron en 9,4 % por el primer efecto mencionado.

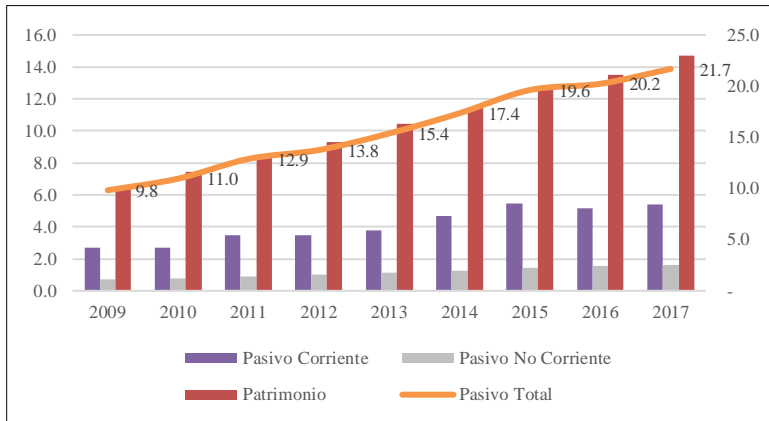
Evolución del Activo (miles de millones de €)



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

La compañía registra un incremento de 9,2 % en sus pasivos totales entre los años 2010 y 2018. Dado que la deuda de corto plazo (-13,76 %) y la de largo plazo (-4,10 %) han caído en ese periodo de tiempo, podemos asumir que son otros pasivos los que sostienen ese crecimiento tanto por volumen como por sostenibilidad. Las cuentas por pagar, que son el principal componente de los pasivos totales, han tenido un incremento de 9,6 %, asociado al incremento de los días de pago a proveedores. Esto es parte del modelo de la empresa y le permite una flexibilidad y liquidez particulares. Por otro lado, con respecto al patrimonio neto incrementa 10,2 % entre los años 2010 y 2018. Este crecimiento está directamente relacionado con los resultados obtenidos en el tiempo, y ha permitido una buena repartición de dividendos a lo largo del tiempo.

Evolución del pasivo y patrimonio (miles de millones de €)



Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

Anexo 11. Proyección de ingresos y crecimiento PBI

Ingresos

- Periodo de crecimiento de ingresos superior al PBI: 10 años, alineado a las expectativas.
- Número de tiendas: La estrategia de la empresa está orientada a dejar de crecer en tiendas para enfocarse en el mercado *online* (incluso están consolidando tiendas pequeñas dentro de más grandes). Se proyecta crecimiento de tiendas para el 2019 y 2020 similar al 2018 y luego un crecimiento nulo para el resto de años.
- Ingresos por tienda: Se espera un crecimiento de ingresos mayor al PBI en los ingresos de las tiendas debido a que su nueva estrategia implica que estas sean utilizadas como *hubs* para abastecer su creciente mercado *online*. Comparando el crecimiento de los ingresos reales (por tienda) de Inditex contra el crecimiento del PBI real de los mercados de Inditex se identifica un *lift* de crecimiento por encima del PBI. Se asume que este *lift* decrecerá escalonadamente durante los próximos 10 años hasta llegar a cero. El crecimiento de ingresos será la suma del crecimiento proyectado del PBI del año más el *lift* de crecimiento esperado ese año (se le agrega la inflación proyectada del Euro, ya que es necesario pasarlo a términos nominales y el Euro es la moneda funcional con la que se valoriza).
- Crecimiento de ingresos a perpetuidad: 4,54 %, alineado al crecimiento proyectado de largo plazo del PBI real de los mercados de Inditex (2,6 % anual). Se le agrega la inflación proyectada del euro (1,9 % anual) para pasarlo a nominales.

Ingresos por tienda

	2018*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Var. Ingresos R	1.5%	5.6%	5.0%	4.2%	3.8%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%	2.7%
Ing./Tienda R**	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6
Var. Ing./Tienda R	5.7%	5.3%	4.8%	4.2%	3.8%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%	2.7%
Var. PBI R	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
Lift vs PBI	2.7%	2.7%	2.2%	1.6%	1.2%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%
Var. Ing./Tienda N	3.0%	6.6%	6.5%	6.0%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
Ing./Tienda N	3.5	3.7	4.0	4.2	4.4	4.7	4.9	5.2	5.4	5.7	5.9	6.2

Fuente: Elaboración propia.

Número de tiendas

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Tiendas	7,475	7,490	7,505	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520	7,520
Crec. Tiendas		15	15	15									

Fuente: Elaboración propia.

PBI real Inditex

En línea con los esfuerzos de la empresa de incrementar su presencia en mercados emergentes, se proyecta un crecimiento anual del *share* de Asia y América de 0,5 % por 10 años, y un decrecimiento en la misma magnitud para España y Europa. Se pondera las proyecciones de crecimiento de PBI del FMI regionales por el mix de ventas proyectado:

PBI real regiones e Inditex

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Mix de ventas	Europa	45,1 %	44,9 %	44,6 %	44,4 %	44,1 %	43,9 %	43,6 %	43,4 %	43,1 %	42,9 %	42,6 %	42,4 %
	España	16,2 %	16,0 %	15,7 %	15,5 %	15,2 %	15,0 %	14,7 %	14,5 %	14,2 %	14,0 %	13,7 %	13,5 %
	Asia	23,2 %	23,5 %	23,7 %	24,0 %	24,2 %	24,5 %	24,7 %	25,0 %	25,2 %	25,5 %	25,7 %	26,0 %
	América	15,5 %	15,8 %	16,0 %	16,3 %	16,5 %	16,8 %	17,0 %	17,3 %	17,5 %	17,8 %	18,0 %	18,3 %
Var. PBI Real	Europa	2,2 %	1,6 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
	España	2,5 %	2,1 %	1,9 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
	Asia	5,3 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
	América	2,7 %	2,2 %	1,9 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
	Inditex	3,0 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,6 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %

Fuente: FMI e Inditex. Elaboración propia

Anexo 12. Proyecciones de estados financieros y verificación de consistencia de proyecciones

Estado de situación financiera histórico (2010 – 2018)

Industria de Diseño Textil SA (ITX SM) - Standardized									
In Millions of EUR except Per Share	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total Assets									
Cash, Cash Equivalents & STI	3,433	3,517	4,111	4,073	4,189	5,311	6,153	6,403	6,795
Accounts & Notes Receiv	202	216	297	308	359	394	465	433	458
Inventories	1,215	1,277	1,581	1,677	1,860	2,195	2,549	2,685	2,716
Other ST Assets	352	427	702	707	698	549	732	626	651
Total Current Assets	5,203	5,437	6,692	6,765	7,106	8,449	9,898	10,147	10,620
Property, Plant & Equip, Net	3,397	4,063	4,662	5,138	6,041	6,597	7,283	7,644	8,338
LT Investments & Receivables	26	29	87	103	91	30	54	258	287
Other LT Assets	1,200	1,430	1,449	1,750	2,139	2,280	2,385	2,182	2,439
Total Noncurrent Assets	4,624	5,522	6,198	6,991	8,271	8,908	9,723	10,084	11,064
Total Assets	9,826	10,959	12,890	13,756	15,377	17,357	19,621	20,231	21,684
Liabilities & Shareholders' Equity									
Payables & Accruals	2,459	2,475	3,243	3,332	3,508	4,514	5,095	5,056	5,251
ST Debt	3	1	2	41	8	79	62	12	84
Other ST Liabilities	213	227	239	89	233	77	294	105	48
Total Current Liabilities	2,675	2,703	3,485	3,462	3,749	4,670	5,451	5,173	5,383
LT Debt	4	2	4	2	2	1	0	4	5
Other LT Liabilities	724	799	919	1,013	1,157	1,235	1,419	1,532	1,613
Total Noncurrent Liabilities	728	801	923	1,016	1,159	1,236	1,419	1,536	1,618
Total Liabilities	3,403	3,504	4,408	4,478	4,908	5,906	6,870	6,709	7,001
Preferred Equity and Hybrid Capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Share Capital & APIC	114	114	114	114	114	114	114	114	114
Treasury Stock	1	-	-	46	73	73	87	77	77
Retained Earnings	6,305	7,258	8,440	9,415	10,296	11,526	12,675	13,747	14,719
Other Equity	-	32	43	108	236	94	156	12	287
Equity Before Minority Interest	6,386	7,415	8,446	9,246	10,431	11,410	12,713	13,497	14,653
Minority/Non Controlling Interest	37	41	36	32	38	41	38	25	30
Total Equity	6,423	7,456	8,482	9,278	10,469	11,451	12,752	13,522	14,683
Total Liabilities & Equity	9,826	10,959	12,890	13,756	15,377	17,357	19,621	20,231	21,684

Fuente: Bloomberg 2018 Elaboración propia

Estado de situación financiera proyectado (2019 – 2029)

Industria de Diseño Textil SA (ITXSM) - Standardized												CAGR al	CAGR al
In Millions of EUR except Per Share	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2018	2029
Total Assets													
Cash, Cash Equivalents & STI	7,530	8,133	8,918	9,749	10,617	11,552	12,540	13,585	14,684	15,836	17,027	8.9%	8.8%
Accounts & Notes Receiv	512	547	580	613	645	679	713	748	784	821	858	10.8%	7.9%
Inventories	2,981	3,118	3,305	3,495	3,678	3,870	4,066	4,266	4,471	4,681	4,893	10.6%	7.6%
Other ST Assets	651	651	651	651	651	651	651	651	651	651	651	8.0%	3.3%
Total Current Assets	11,675	12,448	13,453	14,508	15,591	16,751	17,970	19,250	20,590	21,989	23,429	9.3%	8.2%
Property, Plant & Equip, Net	8,333	8,327	8,324	8,324	8,328	8,338	8,355	8,380	8,414	8,459	8,517	11.9%	5.0%
LT Investments & Receivables	319	353	390	428	468	511	555	602	651	702	756	34.8%	19.3%
Other LT Assets	2,745	3,484	4,250	5,044	5,870	6,729	7,625	8,562	9,542	10,570	11,651	9.3%	12.7%
Total Noncurrent Assets	11,397	12,165	12,963	13,796	14,666	15,578	16,535	17,543	18,607	19,732	20,924	11.5%	8.3%
Total Assets	23,072	24,613	26,417	28,304	30,258	32,329	34,506	36,794	39,197	41,720	44,353	10.4%	8.3%
Liabilities & Shareholders' Equity													
Payables & Accruals	5,866	6,069	6,453	6,820	7,170	7,542	7,921	8,310	8,707	9,111	9,523	9.9%	7.4%
ST Debt	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	53.8%	19.9%
Other ST Liabilities	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	-17.0%	-11.4%
Total Current Liabilities	5,971	6,174	6,558	6,926	7,275	7,647	8,027	8,416	8,812	9,217	9,628	9.1%	7.0%
LT Debt	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	2.3%	1.0%
Other LT Liabilities	1,373	1,530	1,705	1,900	2,117	2,359	2,629	2,930	3,265	3,638	4,054	10.5%	9.5%
Total Noncurrent Liabilities	1,378	1,535	1,710	1,905	2,122	2,364	2,634	2,935	3,270	3,643	4,059	10.5%	9.5%
Total Liabilities	7,349	7,709	8,268	8,831	9,397	10,011	10,661	11,350	12,082	12,860	13,688	9.4%	7.6%
Preferred Equity and Hybrid Capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Share Capital & APIC	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114	0.0%	0.0%
Treasury Stock	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	82.8%	28.9%
Retained Earnings	15,758	16,940	18,185	19,509	20,896	22,353	23,880	25,479	27,151	28,896	30,702	11.2%	8.7%
Other Equity	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103	15.6%	6.3%
Equity Before Minority Interest	15,692	16,874	18,119	19,443	20,830	22,287	23,814	25,413	27,085	28,830	30,636	10.9%	8.6%
Minority/Non Controlling Interest	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	-2.6%	-1.1%
Total Equity	15,722	16,904	18,149	19,473	20,860	22,317	23,844	25,443	27,115	28,860	30,666	10.9%	8.6%
Total Liabilities & Equity	23,072	24,613	26,417	28,304	30,258	32,329	34,506	36,794	39,197	41,720	44,353	10.4%	8.3%

Fuente: Elaboración propia

Estado de resultados histórico (2010 – 2018)

Industria de Diseño Textil SA (ITX SM) - GAAP									
In Millions of EUR except Per Share									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Revenue	12,527	13,793	15,946	16,724	18,117	20,900	23,311	25,336	26,145
Sales & Services Revenue	12,527	13,793	15,946	16,724	18,117	20,900	23,311	25,336	26,145
Cost of Revenue	5,105	5,612	6,417	6,802	7,548	8,811	10,032	11,076	11,329
Cost of Goods & Services	5,105	5,612	6,417	6,802	7,548	8,811	10,032	11,076	11,329
Gross Profit	7,422	8,180	9,529	9,923	10,569	12,089	13,279	14,260	14,816
Other Operating Income	-	-	-	-	-	2	-	-	-
Operating Expenses	5,132	5,658	6,412	6,852	7,371	8,414	9,258	9,946	10,459
Selling, General & Admin	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Research & Development	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciation & Amortization	623	683	779	806	892	1,010	1,022	1,108	1,206
Other Operating Expense	4,509	4,975	5,633	6,046	6,478	7,404	8,236	8,838	9,253
Operating Income (Loss)	2,290	2,522	3,117	3,071	3,198	3,674	4,021	4,314	4,357
Non-Operating (Income) Loss	- 31	- 37	- 14	18	- 47	- 66	- 58	- 37	- 71
Interest Expense, Net	- 17	- 27	- 21	- 11	- 16	- 11	- 14	- 16	- 14
Other Investment (Inc) Loss	- 0	- 0	-	-	-	-	-	-	-
Foreign Exch (Gain) Loss	- 13	- 20	- 1	30	2	1	4	20	3
(Income) Loss from Affiliates	-	-	-	-	- 32	- 56	- 48	- 42	- 54
Other Non-Op (Income) Loss	-	10	8	- 0	-	-	-	1	-
Pretax Income	2,322	2,559	3,131	3,053	3,245	3,740	4,078	4,351	4,428
Income Tax Expense (Benefit)	580	613	764	671	735	861	917	979	980
Current Income Tax	588	720	792	780	804	839	995	984	1,045
Deferred Income Tax	- 8	- 106	- 28	- 109	- 69	22	- 78	- 5	- 65
Income (Loss) from Cont Ops	1,741	1,946	2,367	2,382	2,510	2,879	3,161	3,372	3,448
Net Extraordinary Losses (Gains)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Discontinued Operations	-	-	-	-	-	-	-	-	-
XO & Accounting Changes	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Income (Loss) Incl. MI	1,741	1,946	2,367	2,382	2,510	2,879	3,161	3,372	3,448
Minority Interest	9	13	6	4	10	8	4	4	4
Net Income, GAAP	1,732	1,932	2,361	2,377	2,501	2,871	3,157	3,368	3,444
Preferred Dividends	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Adjustments	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income Avail to Common, GAAP	1,732	1,932	2,361	2,377	2,501	2,871	3,157	3,368	3,444

Fuente: Bloomberg 2018 Elaboración propia

Estado de resultados proyectados (2019 – 2029)

Industria de Diseño Textil SA (ITX SM) - GAAP												CAGR al	CAGR al
In Millions of EUR except Per Share	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2018	2029
Revenue	27,928	29,807	31,594	33,413	35,164	36,992	38,866	40,785	42,745	44,743	46,776	9.6%	7.2%
Sales & Services Revenue												9.6%	-100.0%
Cost of Revenue	12,102	12,657	13,417	14,189	14,932	15,708	16,504	17,319	18,151	19,000	19,863	10.5%	7.4%
Cost of Goods & Services												10.5%	-100.0%
Gross Profit	15,826	17,149	18,178	19,224	20,232	21,283	22,362	23,465	24,593	25,743	26,913	9.0%	7.0%
Other Operating Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Operating Expenses	11,172	11,924	12,639	13,366	14,067	14,798	15,548	16,315	17,099	17,899	18,712	9.3%	7.0%
Selling, General & Admin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Research & Development	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Depreciation & Amortization	1,288	1,375	1,457	1,541	1,622	1,706	1,793	1,881	1,972	2,064	2,158	8.6%	6.8%
Other Operating Expense	9,884	10,549	11,182	11,825	12,445	13,092	13,755	14,434	15,128	15,835	16,555	9.4%	7.1%
Operating Income (Loss)	4,654	5,225	5,539	5,858	6,165	6,485	6,814	7,150	7,494	7,844	8,200	8.4%	6.9%
Non-Operating (Income) Loss	- 66	- 58	- 37	- 71	- 58	- 63	- 60	- 61	- 61	- 61	- 61	10.9%	3.6%
Interest Expense, Net	- 11	- 14	- 16	- 14	- 14	- 14	- 14	- 14	- 14	- 14	- 14	-2.7%	-1.2%
Other Investment (Inc) Loss	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-100.0%	-100.0%
Foreign Exch (Gain) Loss	1	4	20	3	5	1	3	2	3	3	3	-17.1%	-191.9%
(Income) Loss from Affiliates	- 56	- 48	- 42	- 54	- 50	- 50	- 50	- 50	- 50	- 50	- 50		
Other Non-Op (Income) Loss	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-		
Pretax Income	4,720	5,283	5,576	5,929	6,223	6,548	6,874	7,212	7,555	7,905	8,262	8.4%	6.9%
Income Tax Expense (Benefit)	1,251	1,340	1,423	1,510	1,596	1,686	1,780	1,878	1,979	2,084	2,239	6.8%	7.4%
Current Income Tax	1,251	1,340	1,423	1,510	1,596	1,686	1,780	1,878	1,979	2,084	2,239	7.4%	7.3%
Deferred Income Tax	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29.9%	-100.0%
Income (Loss) from Cont Ops	3,469	3,943	4,152	4,419	4,627	4,862	5,094	5,334	5,576	5,821	6,022	8.9%	6.7%
Net Extraordinary Losses (Gains)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Discontinued Operations	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
XO & Accounting Changes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Income (Loss) Incl. MI	3,469	3,943	4,152	4,419	4,627	4,862	5,094	5,334	5,576	5,821	6,022	8.9%	6.7%
Minority Interest	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	-10.2%	-4.4%
Net Income, GAAP	3,465	3,939	4,148	4,415	4,623	4,858	5,090	5,330	5,572	5,817	6,018	9.0%	6.8%
Preferred Dividends	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Other Adjustments	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Net Income Avail to Common, GAAP	3,465	3,939	4,148	4,415	4,623	4,858	5,090	5,330	5,572	5,817	6,018	9.0%	6.8%

Fuente: Elaboración propia

Estado de flujo de efectivo histórico (2010 – 2018)

Industria de Diseño Textil SA (ITX SM) - Standardized										
In Millions of EUR except Per Share	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cash from Operating Activities										
Net Income	1,314.4	1,731.8	1,932.3	2,360.8	2,377.1	2,500.5	2,874.6	3,157.0	3,368.0	3,444.0
Depreciation & Amortization	624.7	636.3	692.6	810.8	855.1	904.9	1,021.7	1,062.7	1,108.0	1,100.0
Non-Cash Items	120.6	171.9	-12.1	84.1	-283.7	-56.2	1.1	186.4	-66.0	-166.0
Chg in Non-Cash Work Cap	261.2	16.3	-204.2	-136.7	-121.2	-101.7	602.2	-274.7	-449.0	-349.0
Net Cash From Disc Ops	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash from Operating Activities	2,320.8	2,556.2	2,408.7	3,119.0	2,827.3	3,247.5	4,499.5	4,131.4	3,961.0	4,029.0
Cash from Investing Activities										
Change in Fixed & Intang	-487.9	-690.7	-1,203.7	-1,315.0	-1,250.4	-1,796.3	-1,517.9	-1,431.6	-1,391.0	-1,462.0
Net Change in LT Investment	0.4	-25.8	-105.7	-260.6	30.7	30.7	22.3	15.0	20.0	24.0
Net Cash From Acq & Div	0.0	0.0	0.0	0.0	10.9	0.0	0.0	0.0	-30.0	0.0
Other Investing Activities	-22.2	-37.3	-39.3	-23.9	-142.1	-81.6	-920.1	-979.7	569.0	-437.0
Net Cash From Disc Ops	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash from Investing Activities	-509.8	-753.9	-1,348.7	-1,599.5	-1,350.9	-1,847.1	-2,415.7	-2,396.3	-832.0	-1,875.0
Cash from Financing Activities										
Dividends Paid	-662.1	-751.4	-1,003.9	-1,129.8	-1,377.7	-1,510.4	-1,625.9	-1,871.5	-2,127.0	-2,335.0
Cash From (Repayment) Debt	-196.8	-66.7	-37.5	4.7	-1.2	8.1	2.0	53.0	-47.0	75.0
Cash (Repurchase) of Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	-46.5	-26.9	0.0	-34.6	-12.0	0.0
Other Financing Activities	0.3	-0.7	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash From Disc Ops	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash from Financing Activities	-858.6	-818.8	-1,040.8	-1,125.1	-1,425.4	-1,529.2	-1,624.0	-1,853.1	-2,186.0	-2,260.0

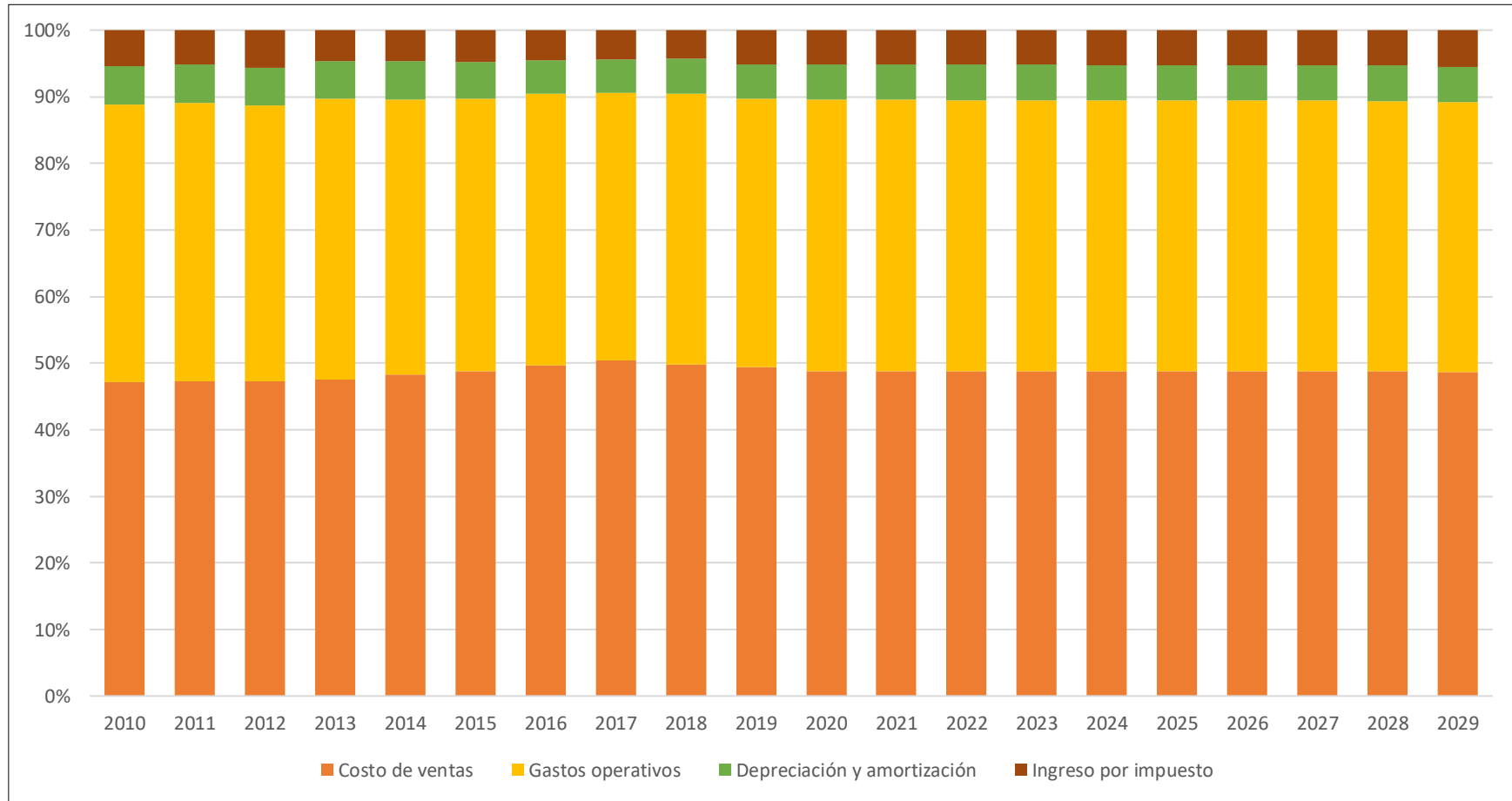
Fuente: Bloomberg 2018 Elaboración propia

Estado de flujo de efectivo proyectado (2019 – 2029)

Industria de Diseño Textil SA (ITX SM) - Standardized											
In Millions of EUR except Per Share	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Cash from Operating Activities											
Net Income	3,464.7	3,939.1	4,148.5	4,415.1	4,623.3	4,857.5	5,090.1	5,329.9	5,571.7	5,817.5	6,018.5
Depreciation & Amortization	1,288.2	1,374.9	1,457.4	1,541.2	1,622.0	1,706.3	1,792.8	1,881.3	1,971.7	2,063.9	2,157.7
Non-Cash Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Chg in Non-Cash Work Cap	295.4	31.4	164.1	144.2	134.1	147.2	149.4	152.7	155.8	158.7	161.3
Net Cash From Disc Ops	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash from Operating Activities	5,048.3	5,345.4	5,769.9	6,100.5	6,379.4	6,711.1	7,032.2	7,363.9	7,699.3	8,040.0	8,337.4
Cash from Investing Activities											
Change in Fixed & Intang	-1,482.8	-1,582.9	-1,680.2	-1,780.1	-1,878.3	-1,981.4	-2,088.1	-2,198.4	-2,312.2	-2,429.6	-2,550.5
Net Change in LT Investment	32.0	34.2	36.3	38.3	40.3	42.4	44.6	46.8	49.0	51.3	53.7
Net Cash From Acq & Div	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Investing Activities	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0	-437.0
Net Cash From Disc Ops	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash from Investing Activities	-1,887.7	-1,985.7	-2,080.9	-2,178.7	-2,275.0	-2,376.0	-2,480.5	-2,588.6	-2,700.2	-2,815.3	-2,933.8
Cash from Financing Activities											
Dividends Paid	-2,425.3	-2,757.4	-2,903.9	-3,090.6	-3,236.3	-3,400.3	-3,563.0	-3,730.9	-3,900.2	-4,072.2	-4,212.9
Cash From (Repayment) Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash (Repurchase) of Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Financing Activities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash From Disc Ops	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash from Financing Activities	-2,425.3	-2,757.4	-2,903.9	-3,090.6	-3,236.3	-3,400.3	-3,563.0	-3,730.9	-3,900.2	-4,072.2	-4,212.9

Fuente: Elaboración propia

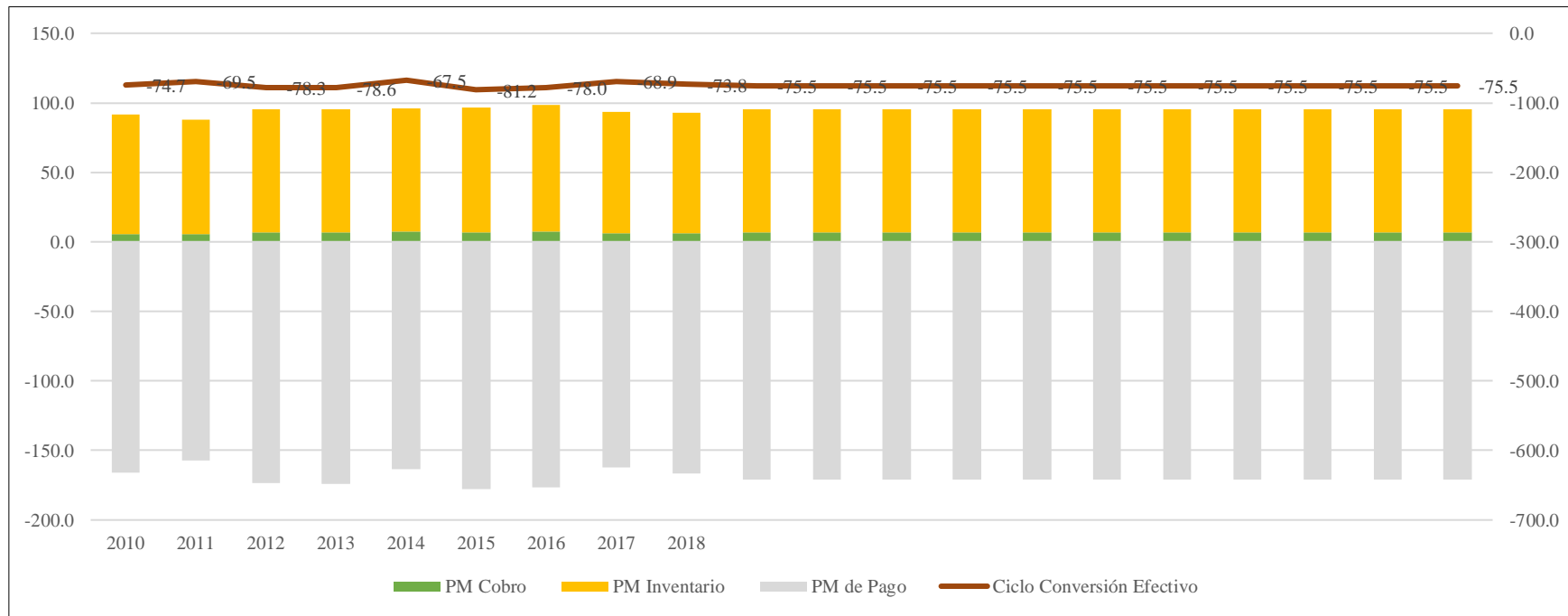
Análisis vertical – estado de resultados (2010 – 2029)



Fuente: Elaboración propia

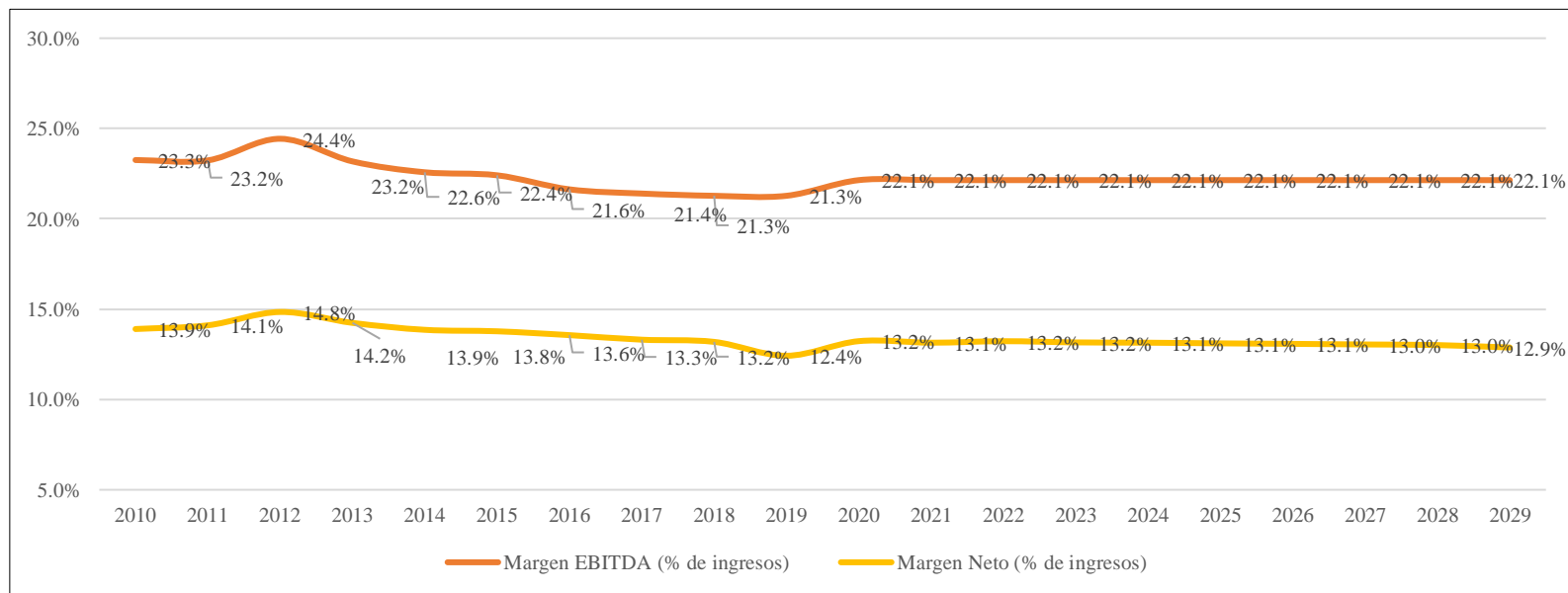
Análisis de consistencia – ratios de gestión y rentabilidad (2010 – 2029)

Consistencia de ratios de gestión



Fuente:Elaboración propia

Consistencia de ratios de rentabilidad



Fuente: Elaboración propia.

Anexo 13. Modelo de valorización CAPM

Para determinar el valor fundamental de Inditex se usa el método de flujos de caja descontados. La tasa de descuento la obtenemos a través del modelo CAPM basado en la teoría de selección de portafolio de Harry Markowitz (1959) y luego desarrollada por Sharpe (1964) a través del modelo de fijación del precio de los activos de capital (CAPM por sus siglas en inglés). El marco teórico que sustenta el modelo CAPM se basa en la teoría de portafolio de Markowitz, quien propone en su teoría que un portafolio con una cartera diversificada generaba un mayor retorno esperado que una inversión en un solo activo, además a través de su modelo estableció una frontera eficiente mediante la cual no se podría obtener una cartera con un riesgo más bajo.

Es importante precisar que el modelo de Markowitz se basa en las siguientes hipótesis:

- Los individuos son racionales y buscan maximizar su utilidad esperada
- La utilidad del inversor depende de los rendimientos futuros
- Los inversores tienen las mismas preferencias en riesgo, es decir se prefiere la cartera con menor volatilidad
- La información sobre los mercados financieros está disponible para todos los inversionistas
- No existe costo en las transacciones, además no existe inflación.

Bajo estas hipótesis, Markowitz establece un conjunto posible de inversión analizando las correlaciones de los activos, para luego determinar una cartera eficiente, la cual tiene el menor riesgo y la máxima rentabilidad esperada. A fin de determinar la cartera óptima se analiza la aversión al riesgo del inversor donde maximiza su utilidad minimizando el riesgo.

Sharpe amplía la teoría de Markowitz estableciendo un portafolio óptimo de inversión, mediante la maximización del beneficio de cada uno de los activos que componen el portafolio de manera independiente. Además, establece la relación entre el rendimiento y el riesgo del mercado, estableciendo el concepto de tasa libre de riesgo y prima por riesgo de mercado, la cual se sustenta el riesgo sistémico del título financiero. Dentro del modelo se establece que el riesgo de una inversión se descompone en riesgo diversificable y no diversificable, de modo que las inversiones analizan el riesgo de una cartera en función del riesgo no diversificable. De esta forma se define un coeficiente beta, que es el que medirá la sensibilidad al riesgo de un activo a través de su volatilidad, la volatilidad del mercado y la covarianza que existe entre ambos. El modelo CAPM se define de la siguiente manera:

$$r_e = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta$$

Donde:

r_e , define el costo de capital

$[E(R_m) - R_f]$, indica la prima por riesgo de mercado

R_f , es la tasa libre de riesgo

β , indica la sensibilidad de la variación de la rentabilidad de un activo ante la variación del mercado.

Posteriormente, Miller (1958) estableció una teoría en la cual, a través del mercado de capitales, se relacionó la política de dividendos, el coste de capital y el valor de mercado de una compañía. Eugene Fama y Kenneth French hacen una crítica al modelo de valoración de activos de Sharpe (1964), Lintner (1965) y Black (1972), analizando los retornos esperados de las compañías, los cuales indican en el patrimonio medido por el número de acciones y el tamaño de la empresa. Otra de las críticas al modelo es la relación positiva entre el apalancamiento y el rendimiento. A priori, el apalancamiento está asociado al riesgo y al rendimiento esperado, pero en el modelo de SLB (Sharpe, Lintner, Black) el riesgo del apalancamiento es definido por el mercado. Dentro de las críticas más recientes, Pablo Fernández (2009) indica que tanto el factor beta como la prima por riesgo de mercado son imposibles de determinar, dado que los inversores no tienen expectativas homogéneas; indicando además que en la “realidad” los inversores establecen diversas valoraciones y ajustan sus expectativas de rentabilidad a diferentes tipos de volatilidades para un mismo portafolio.

Según David Mullins (1982), el modelo CAPM representa una idealización de los mercados financieros a través de rendimientos esperados de las diferentes asignaciones de capital. Además, comenta que aunque los supuestos del modelo son poco reales, son necesarios para el desarrollo del mismo. La verdadera utilidad del modelo CAPM, según Mullins, radica en que en el análisis histórico las betas están relacionadas con los rendimientos; a través de una prueba histórica del modelo se estima que la relación entre riesgo-rentabilidad demuestra que para betas pequeños los rendimientos son superiores al CAPM, mientras que para betas elevados resultan rendimientos inferiores al de CAPM.

Si bien se cuenta con modelos más sofisticados que buscan una mejor estimación del precio de los activos, hasta la fecha no se ha conseguido que algún modelo sea superior al de CAPM. El principal cuestionamiento en relación al Beta, según Miller, radica en que el beta depende de la

estructura de capital de la compañía, la cual cambia todo el tiempo y ello genera inestabilidad en el beta.

En la aplicación, EY³ (2017) realizó un estudio en 2017 sobre la aplicación de prácticas para valorización encuestando a un total de 44 personas en Perú de las cuales 63 % ocupaban cargos gerenciales y 52 % pertenecía a empresas con ventas mayores a los US\$ 100 M, en dicha encuesta se indicó que el modelo CAPM es usado por un 74 % de ejecutivos encuestados para determinar el rendimiento exigido por el accionista. En relación al factor beta se observó que un 61 % de los encuestados indicó que la información la obtienen a través de mercados desarrollados en Estados Unidos y Europa. Sin embargo, una conclusión resaltante obtenida en el estudio indica que no existe consenso para derivar la tasa libre de riesgo, además tampoco existe consenso en el uso de un plazo determinado para la tasa libre de riesgo.

KPMG⁴ (2018) realizó una encuesta sobre prácticas de valuación en Australia donde encuestó a 56 ejecutivos corporativos y *practitioners* sobre los indicadores que utilizaban para valuación de empresas, obteniendo como resultado que para la tasa libre de riesgo utilizaban diferentes enfoques, usando como base los bonos del estado a los cuales son ajustados a diferentes factores obteniendo una media entre 2,5 % y 3 %, además en la encuesta se obtuvo que la PRM se estimaba entre 4,5 % y 5 %.

De manera similar, PWC⁵ (2017) realizó un análisis de los métodos de valuación en África, donde estimó a través de una encuesta a 66 *practitioners* que ellos tomaban una tasa libre de riesgo con base en los bonos de tesoro de sus países, además reconocían una PRM entre 5,6 % y 7,9 %.

Según Fernández (2016), la PRM⁶ es un parámetro que genera mucha confusión, dado que en algunos casos se usa una PRM que recoge la diferencia entre la rentabilidad histórica de una bolsa en relación a la renta fija, mientras que otros usan la diferencia entre la rentabilidad futura de la bolsa en relación a la renta fija, o incluso la rentabilidad adicional que un inversor exige al mercado por encima de la renta fija. Fernández concluye que es imposible determinar una PRM dado que las expectativas de los inversionistas son heterogéneas.

³ Ernst & Young es una de las principales firmas a nivel mundial que brinda servicios de auditoría, asesoría financiera y fiscal.

⁴ KPMG es una empresa global que ofrece servicios profesionales de auditoría, asesoría legal, financiera y fiscal.

⁵ Price Waterhouse Coopers es reconocida como una de las principales firmas de consultoría que brinda servicios de auditoría asesoría legal, financiera y fiscal.

⁶ Prima por riesgo de mercado.

Se debe considerar de manera adicional que para determinar la tasa de descuento existen otros modelos como el modelo APM (*arbitrage pricing model*) o modelos multifactoriales, que usan data macroeconómica o modelos estadísticos para analizar el retorno requerido, dichos modelos corresponden a variaciones de CAPM, pero estos no han podido ser evidentemente superiores al modelo CAPM según David Mullins (1982). Otra alternativa al modelo de CAPM es el modelo de dividendos descontados (DDM), el cual supone que el valor fundamental del precio de la acción se fundamenta en el precio de los dividendos que pagará la empresa, los cuales se descuentan a su valor actual. Bajo este esquema los dividendos son tratados como flujos de caja, por lo que el valor presente se determina descontándolo a una tasa “r”. El modelo de Gordon (1959) es que utiliza el método de dividendos descontados, asume %que estos crecen a una tasa constante “g” y son descontados a una tasa “r”. El planteamiento se define de la siguiente manera:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g}$$

Donde:

V_0 : valor de la acción

D: dividendo

r : tasa de descuento

g: tasa de crecimiento de los dividendos

Sin embargo, existe muchas limitaciones en el modelo, por ejemplo para el caso de la tasa de crecimiento de los dividendos sea menor que la tasa de descuento; de lo contrario, el valor resultaría infinito. Además, si la tasa de crecimiento de dividendos es muy cercana a la tasa de descuento de mercado el precio resultaría muy alto; si una acción no paga dividendo el modelo no funciona, además el supuesto de que la tasa de crecimiento de los dividendos es estable y conocida lo hace muy teórico y no aplicable en la realidad, puesto que no considera las condiciones del mercado, la industria. Bajo este modelo, los principales *drivers* del valor de la acción son la r y g, por lo que pequeñas variaciones en estos indicadores determinan una alta sensibilidad al valor de la acción. Además, un factor fundamental es que el modelo no considera que las condiciones del mercado puedan cambiar, debido a nuevas tecnologías o cambio en las condiciones de mercado.

Anexo 14. Determinación de costo de capital

1. Costo de capital

Como se valorizará realizando el método del flujo de caja libre para la firma, se descontarán los flujos a la tasa WACC, expresada de la siguiente forma:

$$WACC = Kd \left(\frac{D}{D+E} \right) * (1 - t) + Ke \left(\frac{E}{D+E} \right)$$

Donde: Kd es el costo de la deuda; Ke, el costo del capital; t es igual la tasa impositiva; D es el valor de mercado de la deuda financiera; y E, el valor de mercado del capital.

Estructura financiera y costo de la deuda: Como se evaluó en el capítulo VI, la empresa posee un nivel de deuda financiera casi nulo (menos del 0,2 % del valor patrimonial de mercado) y ha sido así durante los últimos años. Debido a lo mencionado, como supuesto de proyección se asume que la estructura financiera actual es la estructura objetivo para la empresa y, por ende, que se mantendrá así para todos los años de análisis. Como consecuencia, se asume que la empresa no tiene deuda y el costo de capital “Ke” se vuelve la única variable relevante.

Costo de capital: Para hallar el K_e , se utiliza la fórmula del modelo CAPM: $K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta + RP$; donde:

- Rf: Tasa libre de riesgo,
- $[E(R_m) - R_f]$: Prima por riesgo (Market Risk Premium),
- β : Factor Beta y
- RP: Riesgo País.

Dado que la valorización se realiza en la moneda funcional de Inditex (€) y tanto la tasa libre de riesgo como la prima por riesgo se toman del mercado estadounidense (US\$), es necesario realizar un ajuste con la inflación esperada de ambas monedas para pasar de tasa nominal US\$ a tasa nominal €.

1.1. Tasa libre de riesgo. La tasa libre de riesgo es un concepto financiero que implica que no existe riesgo en ese activo. Dado que no existe un activo 100 % libre de riesgo, se buscan dos características para este producto: (1) riesgo cero de default, y (2) no tener riesgo de reinversión, e idealmente, la tasa libre de riesgo debería ser consistente con los flujos esperados. Si es un flujo

anual en US\$, se podrían usar los *treasury bills* en vez de los *treasury bonds*. Para la valorización de Inditex, como se valora a largo plazo y por practicidad, se usan los *treasury bonds*, dado que calcular primas específicas no añade mucho valor. Además, los bonos a 10 años son más líquidos que los de 30 años, por lo que conseguir información y construir curvas de rendimiento es más fácil. Con todo lo mencionado, se define la última tasa de interés de los *treasury bonds* a 10 años (USGG10YR Index) como la tasa libre de riesgo en la valorización de Inditex. El valor tomado, según lo mencionado, es de 2,32 % como tasa libre de riesgo.

1.2. Prima por riesgo. La prima por riesgo es el retorno adicional requerido por invertir en un activo con riesgo y, por ende, depende de expectativas futuras. Se mide como: $[E(R_m) - R_f]$; donde $E(R_m)$ es el retorno del mercado (con riesgo) y R_f la tasa libre de riesgo. La selección de la prima depende de:

- Índice de mercado: S&P500. Por su mayor alcance (número de compañías relevantes), lo que lo hace profundo e insesgado, pues es grande respecto a la economía y contiene suficientes sectores como para que no se vea particularmente afectado por ninguno.
- Periodo de tiempo a incluir: Se asume que los periodos más largos son más precisos y reflejan mejor los ciclos económicos, por lo que se toma el mayo promedio histórico posible, 1928-2018.
- Tipo de promedio: Se utiliza el promedio geométrico. Dado que la volatilidad disminuye los retornos, es correcto utilizar el geométrico dado que será el que adecuadamente refleje los retornos compuestos de la inversión. El aritmético sería el correcto si existiera baja volatilidad.
- Proxy del R_f : T-Bonds 10Y, histórica (por ser valorización de largo plazo, mencionado previamente).

Primas de riesgo

Arithmetic Average	S&P 500	Retorno 10-year T-bond	Risk premium (Stocks - T.Bonds)
1928-2018	11.36%	5.10%	6.26%
1969-2018	11.10%	7.10%	4.00%
2009-2018	13.49%	2.28%	11.22%
Geometric Average	S&P 500	Retorno 10-year T-bond	Risk premium (Stocks - T.Bonds)
1928-2018	9.49%	4.83%	4.66%
1969-2018	9.73%	6.69%	3.04%
2009-2018	12.98%	1.97%	11.00%

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia.

En línea con lo descrito anteriormente, para el cálculo del costo de capital se usará una prima por riesgo de 4,66 %.

1.3. Factor beta. El factor β indica la volatilidad del rendimiento de una acción respecto de la rentabilidad promedio del mercado. Tomando la última fecha de corte disponible, se pueden obtener 4 betas: 5Y y 2Y mensual, y 5Y y 2Y semanal. Se considera mejor usar el beta ajustado porque las betas no ajustadas (*raw betas*) se basan únicamente en data histórica y esto puede generar problemas de inestabilidad en el beta. El beta ajustado se obtiene al realizar una regresión entre el retorno de la acción y el del mercado (beta *raw*), y luego ajustarlo según la fórmula: $(2/3)*B+1/3$ (los generadores de información financiera como Bloomberg ya presentan esto como parte de la información de las empresas). Una vez definido el beta, se define el tiempo. El más común es de 5 años de promedios mensuales, pero se decide tomar 5 años, frecuencia semanal, debido a que tiene un R^2 más elevado. Como resultado, se tomará una beta ajustado con valor de 0.896 como valor para el cálculo del costo de capital.

1.4. Riesgo país. El riesgo país puede calcularse de distintas formas, ya sea utilizando ratings de calificadoras, la tasa de los CD de la deuda soberana o el mismo EMBI+ de JP Morgan. Damodaran calcula el riesgo de cada país de dos maneras distintas: 1) en función al spread de Moody's entre la tasa de países de mismo rating y la tasa de estados unidos, y 2) en función al spread de los CD de la deuda soberana de 10 cada país frente a estados unidos. Ambos indicadores pueden, opcionalmente, para el caso de mercados emergentes, tener un castigo adicional por la volatilidad adicional del mercado de acciones frente a la deuda soberana de la misma economía. Inditex es una corporación de presencia global, y eso debe tomarse en cuenta para el cálculo del riesgo país al que está expuesto. Damodaran ya calcula el riesgo país regional, ponderando el riesgo de cada economía por el PBI. Para calcular el riesgo país de Inditex, ponderamos nuevamente el riesgo país regional de Damodaran por la distribución de ventas actual y esperada de la empresa. Esto nos da como resultado un riesgo país de 1,4 % para el corto plazo y 1,3 % en el largo plazo (para propósitos del cálculo de la tasa de descuento, se toma como riesgo país el valor de 1,4 %).

Riesgo país por región

	Country Risk Premium	Mix CP	Mix LP
Europe	1.15%	45.1%	42.6%
Spain	2.22%	16.2%	13.7%
Asia	1.47%	23.2%	25.7%
America	0.9%	15.5%	18.0%

Fuente: Damodaran. Elaboración propia.

1.5. Inflación esperada. La inflación esperada para el dólar y para el euro se toma de las proyecciones del banco central europeo y la FED: 1,7 % para el euro 2,1 % para el dólar, respectivamente.

1.6. Cálculo. Con todos los supuestos, se calcula un costo de capital de 7,46 %. Con este parámetro, sumado a que la empresa no tiene deuda, tenemos un WACC también de 7,46 %.

Anexo 15. Análisis de riesgos

En el siguiente apartado se muestra los riesgos más importantes en la empresa a fin de explicar su origen, magnitud y las acciones de mitigación de riesgos.

Riesgo de tipo de cambio	Riesgo operacional	Riesgo reputacional
<p>Moneda funcional: Euros, expuesta principalmente a dólares. Para estimar impacto potencial: Uso de metodología CVaR. Estimados: Simulaciones de Montecarlo sobre la base de escenarios aleatorios en función a las variaciones en tipo de cambio de los últimos tres años. Posible impacto negativo de fluctuaciones cambiarias en la utilidad de € 256 millones al 31 de diciembre de 2018 (aproximadamente 6,6 % de la utilidad neta). Estrategias alineadas con las políticas corporativas de gestión de riesgos: Monitoreo continuo de variaciones cambiarias, uso de forwards cambiarios €-US\$ para fijar tipo de cambio para compras futuras, depósitos en monedas distintas al euro, combinaciones de opciones con prima cero y <i>forwards</i> para operaciones intra-grupo.</p>	<p>Alta dependencia de <i>headquarters</i> (España) y velocidad de la cadena de distribución. Retraso en la cadena de distribución podría generar pérdidas diarias de € 85 millones Mitigación: Comité de logística. Optimización alta de cada centro (almacén y envío). Plan de contingencia: red de centros. Programa de protección y prevención de accidentes e incidentes. Pólizas de seguro: propiedad, inventarios, lucro cesante. Plan de expansión logística: Construcción o ampliación de <i>hubs</i> actuales, Automatización de procesos (RFID). Operadores externos. Riesgo en ruta: red de agentes, planeamiento de rutas.</p>	<p>Conocer y comprender las expectativas de los grupos de intereses, así como una respuesta ante cualquier eventualidad. Inditex promueve mucho los derechos humanos, así como los logros de objetivos de desarrollo sostenible. Políticas regionales y específicas que gobiernan la relación del grupo de interés y la empresa. Responsabilidad social corporativa, código de conducta (para fabricantes y proveedores) y prácticas responsables. Se revisa la relación de manera continua, se determina primero cuáles son los grupos prioritarios según su participación directa o indirecta en la cadena de valor. Se formaliza el diálogo con interlocutores claves para cada grupo de interés.</p>

1. Riesgos no financieros

1.1. Riesgo por el entorno del negocio. El principal riesgo no financiero es el riesgo de su actividad comercial que implica la actividad de comercialización, logística y producción. Los ingresos de la empresa están sujetos a las tendencias de la moda, abastecimiento de materias primas, centros de producción que sean capaces de variar sus tandas de producción de manera dinámica y una logística adecuada que permita abastecer a todas sus tiendas sin contratiempos. Inditex analiza estos riesgos y los mitiga teniendo un único centro logístico en España que se

conecta con los centros de producción en Portugal y Marruecos a través del cual le permite atender el mercado europeo.

A su vez, la empresa busca asegurar su posicionamiento cambiando sus productos de manera recurrente y ubicando sus tiendas junto a las tiendas de las mejores marcas europeas. Un factor crítico en el modelo de negocio es su cadena logística, el cual está en contante proceso de modernización a fin de contar con el stock adecuado en cada tienda. Por último, cuenta con colecciones y tendencias para cada tipo de público, el cual divide en ocho formatos comerciales.

1.2. Riesgo normativo y regulatorio. Se refieren a los riesgos que asume la empresa, debido a las distintas legislaciones que afronta por los países donde desarrolla su actividad comercial. Estos riesgos están asociados a los riesgos normativos de carácter aduanero, laboral, tributario, de propiedad intelectual y de comercio. A fin de mitigar dicho riesgo, la organización busca cumplir todos los marcos normativos regulatorios de todos los países donde desarrolla su actividad comercial.

1.3. Riesgo reputacional. El riesgo reputación se deriva de una inadecuada gestión de la imagen corporativa de Inditex en su aspecto de sostenibilidad, responsabilidad social, gestión de comunicaciones e incumplimiento normativo que afecte la reputación de la organización.

2. Riesgos financieros

2.1. Riesgo de tasa de interés. Inditex mantiene financiamiento a tasas fijas en operaciones corrientes y estructurales; sin embargo, estas obligaciones bancarias no son muy relevantes en su balance, además las tasas de los financiamientos son fijas por lo que no está expuesto a las variaciones de las tasas del mercado que impacten en los flujos futuros de la empresa.

2.2. Riesgo de tipo de cambio. Inditex tiene al euro como moneda funcional, debido a que sus principales flujos operativos de compra y venta se realizan en esta moneda, por lo que la empresa no recurre a derivados financieros. Sin embargo, ya que sus operaciones se realizan a nivel internacional, está expuesta al riesgo de tipo de cambio por traslación de moneda, dado que la empresa consolida toda su información financiera en euros.

2.3. Riesgo del precio de las materias primas. La compañía diversifica su producción entre plantas propias y servicios realizados por terceros; sin embargo, tiene identificados los riesgos de

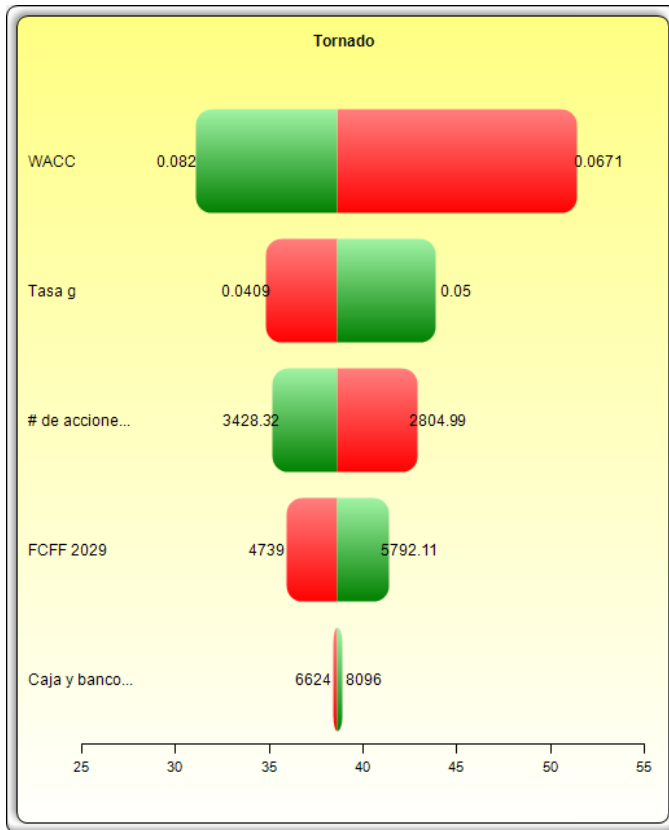
las variaciones de precios del algodón, su principal materia prima, por ello tienen como plan de acción el uso de Lyocell, el cual es un derivado de la madera y le permite a la empresa contar con disponibilidad de fibras para la producción de prendas, adicional a ello la empresa utiliza algodón orgánico, algodón reciclado y poliéster, lo cual mitiga la dependencia del algodón tradicional.

2.4. Riesgo de crédito. Inditex no está expuesta significativamente a riesgo de crédito debido, la principal inversión estructural en la empresa se realiza con recursos propios, mientras que las actividades corrientes se financian a través de proveedores. Sus ingresos provienen principalmente por la venta minorista al contado lo cual le permite afrontar sus obligaciones con terceros sin contratiempos.

2.5. Riesgo de liquidez. Inditex registra elevados indicadores de liquidez provenientes de sus actividades operativas, lo cual le permite planificar de manera adecuada la distribución de flujos para sus actividades de inversión y financiamiento. No se encuentra expuesta a riesgo de liquidez.

Anexo 16. Análisis de sensibilidad del valor fundamental de Inditex

Para analizar las variables que sensibilizan en mayor proporción el precio de la acción de Inditex utilizamos el análisis tornado, observando que pequeñas perturbaciones del WACC, inciden en grandes variaciones para el precio de la acción, asimismo variaciones en la tasa de crecimiento “g”, el número de acciones y el FCFE a 2029 afectan el precio de la acción.



Fuente: Elaboración propia

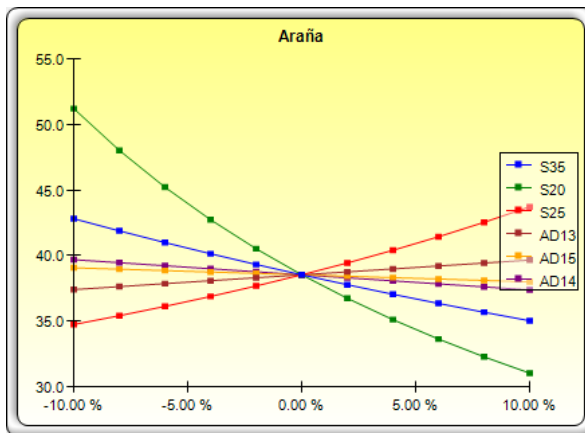
Para analizar los resultados de las variaciones en el precio de la acción se presenta el siguiente cuadro, donde notamos que el precio de la acción fluctúa entre € 31 y € 51 ante ligeras variaciones del precio base del WACC. Asimismo, se observa que usando los datos base obtenidos en la valoración y haciendo un análisis de sensibilidad para cada variable que identificamos en el análisis tornado podemos notar los rangos de efectividad para cada variable.

Celda Precedente	Valor Base: 38.5379344453497			Cambio de Ingreso		
	Resultado Inferior	Resultado Superior	Rango de Efectividad	Ingreso Inferior	Ingreso Superior	Valor Caso Base
S20: WACC	51.211987	31.042281	20.17	6.71 %	8.21 %	7.46%
S25: g	34.746397	43.725544	8.98	4.09 %	4.99 %	4.54%
S35: Nro acciones (MILLONES)	42.819927	35.034486	7.79	2,805	3,428	3,117
AD14: capex 2029	39.691129	37.38474	2.31	-1993.65	-2436.683	-2215.1666
AD13: depreciacion 2029	37.414683	39.661186	2.25	1941.885	2373.415	2157.6501
AD15: Incremento de KT 2029	39.073806	38.002063	1.07	-926.4185	-1132.289	-1029.3539

Fuente: Elaboración propia

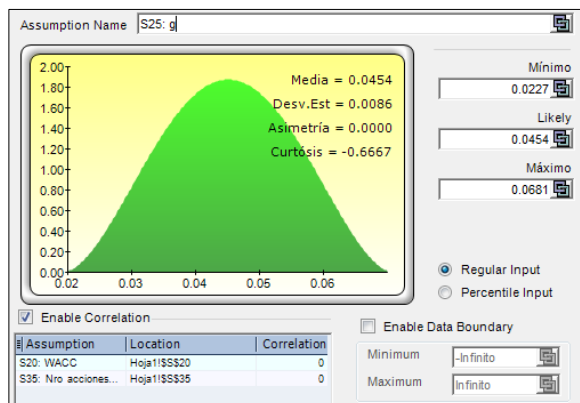
El amplio rango de las variaciones de los valores y su impacto en el precio lo podemos observar en el grafico araña, donde se establece una relación entre el precio de la acción en el centro del

gráfico y el efecto de las variaciones de +/- 10 % en cada una de las variables y su impacto en el precio final.



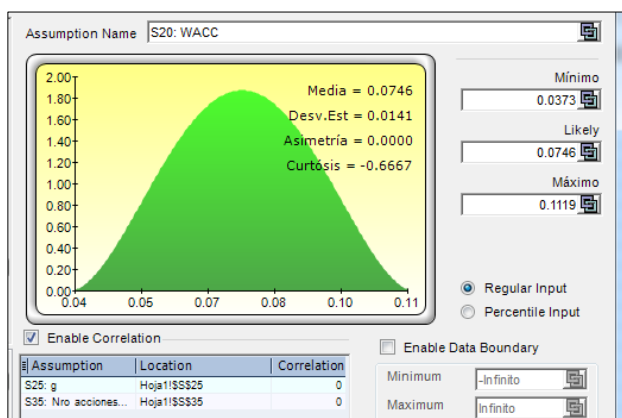
Fuente: Elaboración propia

Tasa de crecimiento “g”: Se asume que sigue una distribución PERT que nos permite introducir escenarios pesimistas y óptimos en la proyección.



Fuente: Elaboración propia

WACC: La estimación del WACC se obtiene igualmente usando una distribución PERT



Fuente: Elaboración propia

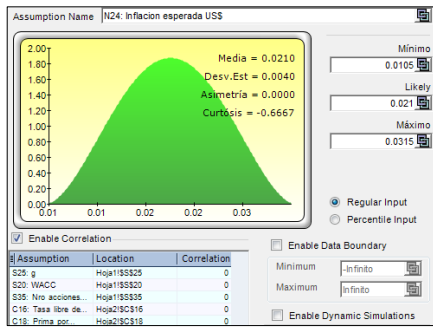
Sin embargo, dada la complejidad en su estimación, se considera analizar cada uno de los factores que determinan su variación. Por tanto, se tiene lo siguiente:

Celda Precedente	Valor Base: 0.0745505904494476			Cambio de Ingreso		
	Resultado Inferior	Resultado Superior	Rango de Efectividad	Ingreso Inferior	Ingreso Superior	Valor Caso Base
C18: Prima por riesgo	0.0703956	0.0787055	0.01	4.19 %	5.13 %	4.66%
D17: Beta	0.0703956	0.0787055	0.01	0.8064	0.9856	0.896
C16: Tasa libre de riesgo	0.0722423	0.0768589	0.00	2.088 %	2.552 %	2.320%
N24: Inflacion esperada US\$	0.0767344	0.0723757	0.00	1.9 %	2.3 %	2.1%
N25: Inflacion esperada €	0.0727794	0.0763218	0.00	1.5 %	1.9 %	1.7%

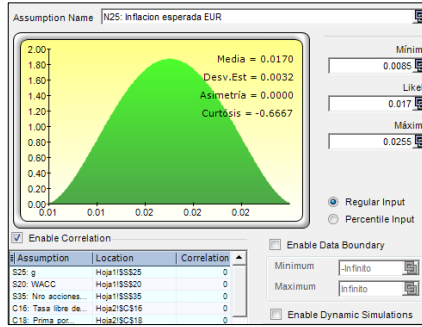
Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo de las variables que influyen en el WACC utilizamos una distribución PERT, la cual permite analizar escenarios optimistas y pesimistas que a su vez nos permiten estimar las variaciones sobre el WACC. Solo para el caso del riesgo país usamos una distribución triangular dado que el valor esta entre cero y uno por tanto son variables conocidas.

Inflación esperada dólares

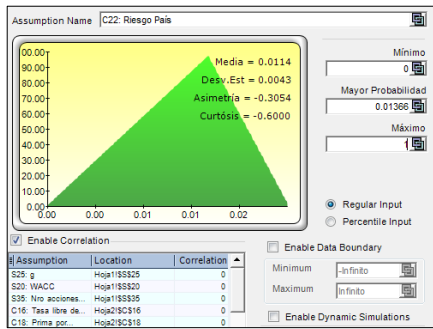


Inflación esperada euros

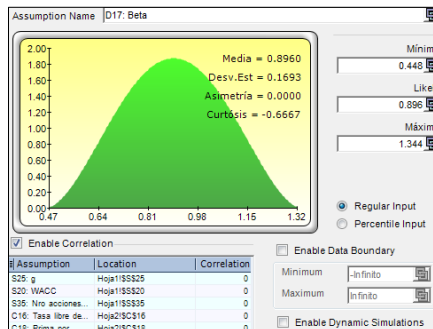


Fuente: Elaboración propia

Riesgo país

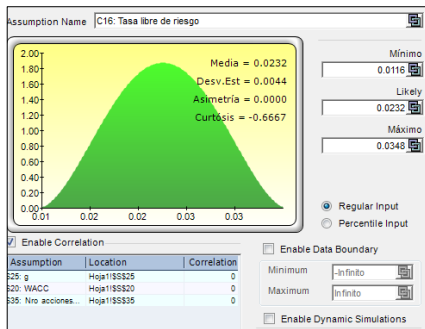


Beta

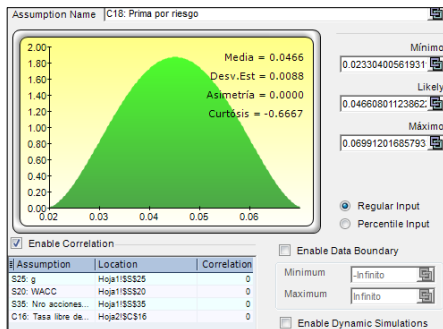


Fuente: Elaboración propia

Tasa libre de riesgo

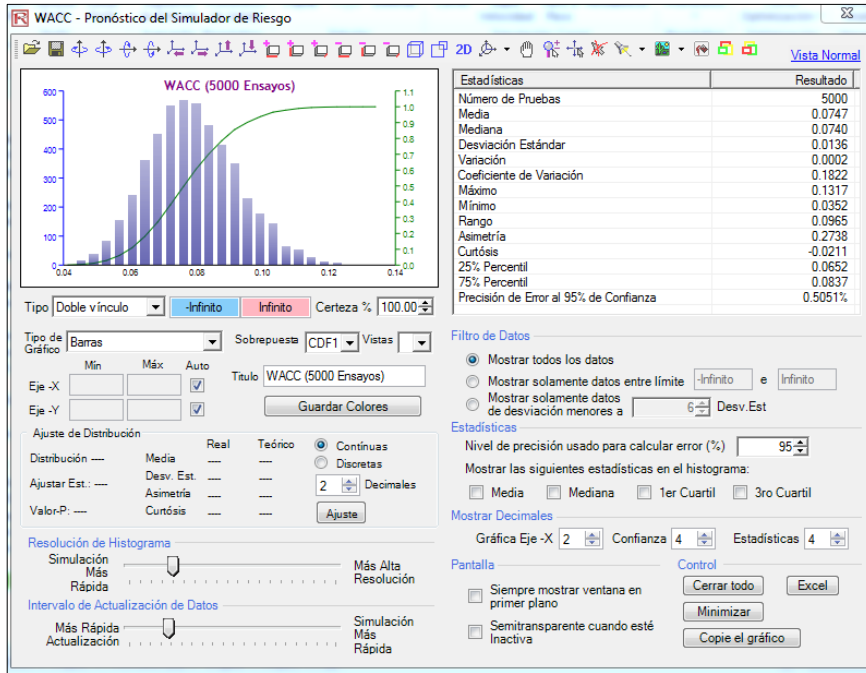


Prima por riesgo



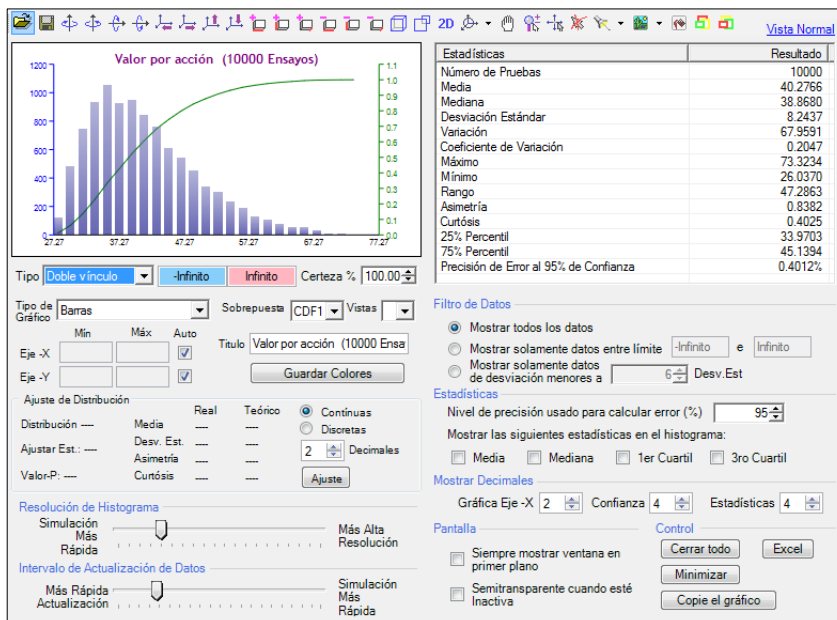
Fuente: Elaboración propia

Con esta información obtenemos el WACC con base en 5 mil iteraciones considerando las variaciones de cada uno de los factores antes mencionados. Obteniendo una media de 7,47 % para el WACC con un nivel de confianza de 95 % y desviación estándar de 0,0136.



Fuente: Elaboración propia

Con el estimado correcto del WACC se realizaron las 10 mil simulaciones para determinar el valor fundamental de la acción de Inditex y se obtuvo un precio promedio por acción de € 40,27, con una mediana de € 38,86, una desviación estándar de 8,24 y un nivel de confianza de 95 %.



Fuente: Elaboración propia