



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Estudio de métodos de valoración de empresas y su aplicación a Inditex

Trabajo Fin de Grado presentado por Manuel Alejandro Silva Dorado, siendo los tutores del mismo el profesor Filippo Di Pietro y la profesora Ana Isabel Irimia Diéguez.

Vº. Bº. de los Tutores:

Alumno:

D. Filippo Di Pietro
Dña. Ana Isabel Irimia Diéguez

D. Manuel Alejandro Silva Dorado

Sevilla. Mayo de 2013



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2012-2013]**

TÍTULO:

Estudio de métodos de valoración de empresas y su aplicación a Inditex

AUTOR:

Manuel Alejandro Silva Dorado

TUTOR:

Dr. D. Filippo Di Pietro

Dra. Dña. Ana Isabel Irimia Diéguez

DEPARTAMENTO:

Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

Economía Financiera / Finanzas

RESUMEN:

En este trabajo tratamos de exponer y analizar varios métodos que se emplean para la valoración de empresas, así como su aplicación práctica a la empresa multinacional de la moda Inditex. Para ello nos enmarcamos dentro del análisis fundamental, el cual requiere realizar un análisis cualitativo de la empresa y de su entorno, además del análisis cuantitativo para llegar a obtener un rango de valoración en el cual se encuentre el valor de la empresa.

PALABRAS CLAVE:

Métodos de valoración; Inditex; sector textil; múltiplos; descuento de flujos.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	3
1.1. CLASIFICACIÓN Y PRIMERA APROXIMACIÓN DE LOS DISTINTOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	3
1.2. JUSTIFICACIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA DEL TRABAJO	5
CAPÍTULO 2. INDITEX Y SU ENTORNO	7
2.1. ANÁLISIS MACROECONÓMICO	7
2.1.1. El macroentorno de Inditex	9
2.2. ANÁLISIS DEL SECTOR TEXTIL	10
2.2.1. Evolución del sector textil español	10
2.2.2. Análisis de las cinco fuerzas competitivas de Porter	12
2.2.3. Situación actual del sector textil y previsiones de futuro	13
2.3. ANÁLISIS DE LA EMPRESA	14
2.3.1. El modelo de negocio de Inditex	15
2.3.2. Análisis de los estados financieros de Inditex	15
2.3.3. Evolución bursátil de Inditex	16
CAPÍTULO 3. MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN EL BALANCE	19
3.1. VALOR CONTABLE	19
3.2. OTROS MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN EL BALANCE DE LAS EMPRESAS	20
3.2.1. Valor contable ajustado o valor del activo neto real	21
3.2.2. Valor de liquidación	21
3.2.3. Valor sustancial	21
CAPÍTULO 4. MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS	23
4.1. EL RATIO PER (<i>PRICE EARNINGS RATIO</i>)	23
4.2. EL RATIO PRECIO SOBRE VENTAS (MÚLTIPLO DE VENTAS)	24
4.3. EL RATIO PRECIO SOBRE VALOR CONTABLE (<i>PRICE TO BOOK</i>)	25
4.4. EL RATIO VALOR DE LA EMPRESA SOBRE EL EBITDA	26
4.5. VALORACIÓN Y COMPARACIÓN DE INDITEX POR MÚLTIPLOS CON EL SECTOR	27
CAPÍTULO 5. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA	29
5.1. CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL FLUJO DE CAJA LIBRE PARA LA EMPRESA O <i>FREE CASH FLOW</i>	30

5.2. CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL FLUJO DE CAJA LIBRE PARA EL ACCIONISTA	31
5.3. VALORACIÓN DE INDITEX MEDIANTE EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA	32
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES	37
ANEXO 1. BALANCES DE SITUACIÓN DE INDITEX DESDE 2001 HASTA 2012 (EN MILES DE EUROS)	43
ANEXO 2. CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE INDITEX DESDE 2007 HASTA 2012 (EN MILES DE EUROS)	44
ANEXO 3. CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE INDITEX DESDE 2007 HASTA 2012 MOSTRANDO EL CÁLCULO DEL EBITDA Y EBIT (EN MILES DE EUROS)	45
ANEXO 4. CÁLCULO DEL VALOR DE INDITEX POR EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA SIGUIENDO A TORRE GALLEGOS & JIMÉNEZ NAHARRO (2012)	46

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de empresas es un proceso primordial para numerosas operaciones de fusiones y adquisiciones, salidas a bolsa, la salida de un accionista, petición de financiación a entidades de crédito, entre otras muchas razones (Martínez Conesa & García Meca, 2005). También sirve para adelantarse, o intentar adelantarse, a una posible subida o bajada en la cotización de un título (Accid, 2009). Esta valoración se lleva a cabo mediante la aplicación de distintos métodos, algunos más tradicionales y otros más recientes, obteniendo con ellos, cuantitativamente en unidades monetarias, el valor de la empresa, o el valor de su patrimonio (Fernández, 2005).

Sin embargo, esta valoración de empresas no solo requiere la aplicación de las técnicas que serán descritas en este trabajo (es decir, realizar un análisis cuantitativo), sino que también se debe realizar un análisis cualitativo de la propia empresa (análisis de su estrategia, su pasado, su futuro, etc.) y del entorno en el que se mueve (tanto entorno macroeconómico como microeconómico o sectorial). Por tanto, en este trabajo se va a llevar a cabo un análisis fundamental, para el cual se deberá analizar información financiera y no financiera, con objeto de determinar el valor de la empresa. Este análisis fundamental supone que el valor de la empresa depende del potencial de obtención de beneficios de la misma. El valor de la empresa obtenido con el análisis macroeconómico, sectorial y de la propia empresa lo podemos comparar con el precio de sus acciones e identificar acciones sobrevaloradas o infravaloradas (Martínez Conesa & García Meca, 2005).

Tal y como señala Fernández (2005) “una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor”. En este caso, no se debe confundir el valor con el precio, ya que el precio es el resultado de un acuerdo entre comprador y vendedor (para la compraventa de una empresa, por ejemplo). Por su parte, el valor es subjetivo y no es único, ya que depende de las distintas percepciones que puede tener un individuo sobre una empresa, el sector en el que se desenvuelve, etc. (Fernández, 2005; Accid, 2009). Además, el valor es el resultado de un proceso en el que se pretende cuantificar la capacidad que tiene el patrimonio de una empresa para generar riqueza. Por tanto, y resumiendo, el valor es una opinión y el precio una realidad (Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012).

Para llevar a cabo el proceso de valoración de una empresa es necesario establecer hipótesis y escenarios futuros sobre la misma (proyecciones de ingresos, gastos, cash-flows, etc.), lo que genera incertidumbre. Como consecuencia de esto, lo que se pretende es determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual se encontrará el valor definitivo de la empresa. Por tanto, esta valoración no llevará a determinar una cifra exacta y única, tratando de determinar el valor intrínseco o teórico de una empresa, y no su valor de mercado (Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012).

1.1. CLASIFICACIÓN Y PRIMERA APROXIMACIÓN DE LOS DISTINTOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Siguiendo a Fernández (2005), los métodos de valoración que se van a emplear en este trabajo se pueden clasificar en cuatro grupos: los basados en el balance, los basados en la cuenta de resultados, los mixtos y los basados en el descuento de flujos.

Métodos de valoración basados en:			
Balance (estáticos)	Cuenta de Resultados (múltiplos)	Mixtos (compuestos)	Descuento de flujos (dinámicos)
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Valor contable ✓ Valor contable ajustado ✓ Valor de liquidación ✓ Valor sustancial 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ratio PER ✓ Ratio Precio sobre Ventas ✓ Ratio precio sobre Valor Contable ✓ Ratio Valor de la Empresa sobre el EBITDA 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Método Clásico ✓ Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) ✓ Método simplificado de UEC 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Cash Flow Libre para la Empresa ✓ Cash Flow Libre para el Accionista

Tabla 1.1.- Métodos de valoración de empresas

Fuente: Fernández (2005)

Los métodos basados en el balance son también denominados métodos estáticos, en los que se valora la empresa en función de su situación histórica y actual, utilizando el balance como base fundamental. Sin embargo, estos métodos no tienen en cuenta las expectativas, por lo que no resultan representativos del potencial futuro de la empresa, careciendo de utilidad cuando la empresa ha de seguir funcionando. Estas técnicas se pueden complementar con las demás para que sean de utilidad (Martínez Conesa & García Meca, 2005; Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012).

Frente a los anteriores, nos encontramos con los métodos dinámicos (cuarto grupo de métodos), que son los que se basan en los descuentos de flujos. Estos reflejan el valor de la empresa en función de su capacidad de generar beneficios o flujos de caja en el futuro (Martínez Conesa & García Meca, 2005).

El segundo grupo de métodos de la tabla 1.1, los basados en la cuenta de resultados, son también llamados métodos de valoración por múltiplos. Estos métodos tratan de estimar el valor de una empresa a través de la comparación de distintos ratios de ésta con el valor de empresas de similares característica que cotizan en Bolsa (Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012).

Por último, los métodos mixtos son aquellos que agregan componentes de valoración estática y dinámica, salvando las limitaciones que poseen los métodos estáticos y dinámicos. Según estos métodos, todas las empresas tienen un valor patrimonial o estático y otro previsional o dinámico, sin que haya exclusión entre ambos (Alonso Sebastián & Villa Pérez, 2006; Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012). Estos métodos se basan en el fondo de comercio, que es el valor que tiene una empresa por encima de su valor contable o valor contable ajustado. Este fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa que muchas veces no aparece reflejado en los balances pero que aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector, como puede ser: las marcas, las alianzas estratégicas, el liderazgo sectorial, etc (Fernández, 2005). Estos métodos se han utilizado mucho y se siguen utilizando, pero tienen el inconveniente de ser muy arbitrarios, y no serán objeto de estudio y aplicación práctica en este trabajo.

En cuanto a los métodos más utilizados para la valoración de empresas, prácticamente toda la bibliografía consultada coincide en que son los métodos dinámicos (los basados en el descuento de flujos). Sin embargo, ningún método es infalible, sino que la situación óptima se obtendrá por el estudio compartido de diversos métodos de análisis (Martínez Conesa & García Meca, 2005).

1.2. JUSTIFICACIÓN, OBJETIVOS Y METODOLOGÍA DEL TRABAJO

En este trabajo se exponen los métodos de valoración de empresas indicados en el apartado anterior, para proceder a su análisis crítico e identificar las ventajas y los inconvenientes que posee cada uno de ellos. Asimismo, para que no sea solo una exposición teórica, se lleva a cabo su aplicación práctica a la empresa Inditex con el fin de obtener una valoración de la misma.

Consecuentemente, este trabajo tiene dos grandes objetivos:

- Por un lado, aprender y explicar los distintos métodos de valoración de empresas, utilizando para ello varias fuentes bibliográficas.
- Por otro lado, para afianzar lo aprendido se llevará a cabo una valoración de Inditex con cada uno de los métodos de valoración expuestos. Con dicha valoración queremos ver si las acciones de Inditex se encuentran infravaloradas, sobrevaloradas o si se encuentran bien valoradas por parte del mercado, así como fijar un rango numérico a esa valoración.

Para llevar a cabo la valoración de Inditex vamos a considerar principalmente el periodo que va desde 2007 hasta 2012, aunque se puede alargar para ver la evolución de ciertos datos, y para el análisis previsional desde 2013 hasta 2015. La fuente principal de información estará formada por las cuentas anuales de la empresa, la cual se obtienen de la base de datos SABI (Servicio de Análisis de Balances Ibéricos), que permite descargar las cuentas anuales en una hoja de cálculo Excel, y de la página web corporativa de la propia empresa. La hoja de cálculo Excel nos permite realizar todos los cálculos de una forma cómoda y rápida.

Otros datos cuantitativos necesarios se obtienen de páginas web que contienen información acerca de empresas que cotizan en bolsa, como Infomercados o Bolsas y Mercados Españoles.

Por último, para la búsqueda de información tipo cualitativa se utiliza la búsqueda en la web a través de Google (siendo crítico y prudente con la información que aparece), así como también Google Académico y bases de datos a las cuales se puede acceder a través del catálogo Fama de la Biblioteca de la Universidad de Sevilla, como por ejemplo la base de datos ABI/Inform o Dialnet, y páginas web de organismos oficiales, como el Ministerio de Economía y Competitividad o el Tesoro Público.

CAPÍTULO 2. INDITEX Y SU ENTORNO

Tal como señala Inditex en su dossier de prensa del año 2011 (disponible en la página web corporativa de Inditex) y la propia página web corporativa de la compañía, la empresa es uno de los mayores grupos de distribución de moda a escala mundial y a fecha de 31 de enero de 2013 contaba con de 6.009 establecimientos en 86 mercados, de los cuales 1.930 establecimientos se encuentran en nuestro país. Además de Zara, Inditex también cuenta con otros formatos: Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe. Con todos estos formatos y su presencia internacional alcanza un gran número de clientes.

Su grupo empresarial reúne a un centenar de sociedades vinculadas con las diferentes actividades que conforman el negocio del diseño, la fabricación y la distribución textil.

Su singular modo de gestión, basado en la innovación y la flexibilidad, y su forma de entender la moda (una gran creatividad y diseño de calidad, junto con una respuesta rápida a las demandas del mercado) le han permitido una rápida expansión internacional.

La primera tienda de Zara fue abierta en el año 1975 en A Coruña, lugar en el que Inditex inicia su actividad y donde se ubican los servicios centrales de la compañía a día de hoy. En 1985 se crea Inditex como la cabecera del grupo de empresas. Sin embargo, no fue hasta el 23 de mayo de 2001 cuando Inditex comienza a cotizar en Bolsa, tras realizar una Oferta Pública de Venta de Acciones (OPV) cuya demanda de acciones fue 26 superior a la oferta. Actualmente se integra dentro del Ibex-35, siendo una de las empresas más importantes de nuestro país y de las más internacionales, además de dar empleo a más de 120.000 personas en el año 2012.

Tal como se dijo en la introducción, para realizar un análisis fundamental se ha de analizar no sólo a la empresa, sino también el macroentorno (análisis macroeconómico) y el microentorno (análisis sectorial). En este trabajo empezaremos con el análisis macroeconómico, seguido del análisis sectorial y terminando con el análisis de la propia empresa, enmarcada en su entorno y considerando a éste.

2.1. ANÁLISIS MACROECONÓMICO

El PIB es una macromagnitud que nos indica el crecimiento económico de un país. El siguiente gráfico, extraído de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNT) del cuarto trimestre de 2012 que elabora el Instituto Nacional de Estadística (INE) muestra de un vistazo parte la situación económica en la que se encuentra España.

Después de haber tocado fondo a principios del año 2009 y una posterior mejoría, de nuevo la economía española entra en recesión tras varios trimestres de crecimiento negativo en el PIB en el año 2012, a pesar de un crecimiento moderado en el 2011.

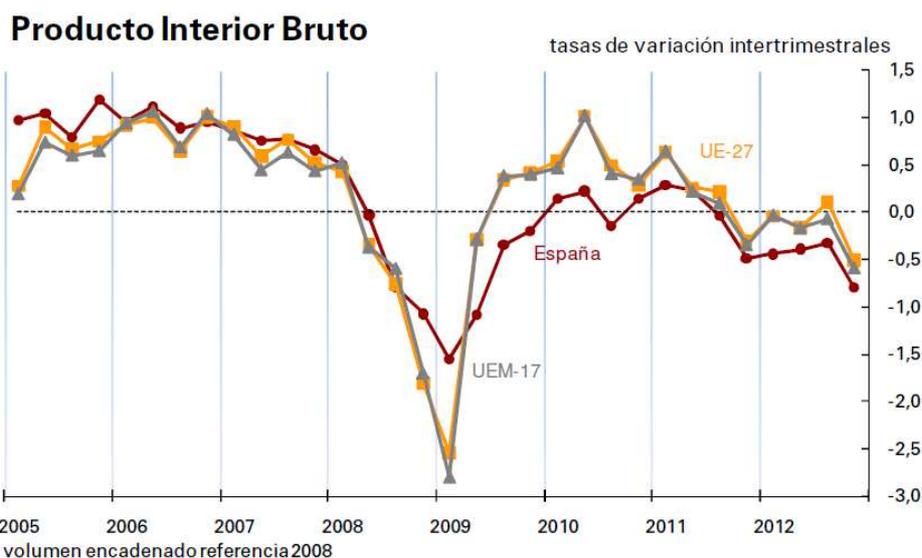


Figura 2.1.- Producto Interior Bruto (2005 hasta 2012)

Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral, cuarto trimestre de 2012, Instituto Nacional de Estadística

De la nota de prensa del cuarto trimestre de 2012 de la Contabilidad Nacional Trimestral podemos extraer que la actividad económica registró una contracción intertrimestral del 0,8%, tras la caída del 0,3% del trimestre anterior. Este retroceso del PIB se debió a una mayor contracción de la demanda nacional, compensada parcialmente por el mantenimiento de la trayectoria favorable del sector exterior (un crecimiento en las exportaciones y descenso en las importaciones). En términos interanuales, el PIB ha caído un 1,9% en el cuarto trimestre de 2012. Como resultado, el crecimiento del PIB en el año 2012 ha sido del $-1,42\%$ en media anual. Por tanto, la economía española acelera su decrecimiento anual como consecuencia de una mayor contracción de la demanda nacional.

Todos los componentes de la demanda nacional registran variaciones negativas. Así, en el caso del gasto en consumo final de los hogares el descenso de los ingresos de las familiar (los salarios) es uno de los factores más importantes que explican este descenso, debido al aumento del número de parados y el descenso del número de ocupados en el año 2012, así como las medidas fiscales adoptadas por el Gobierno.

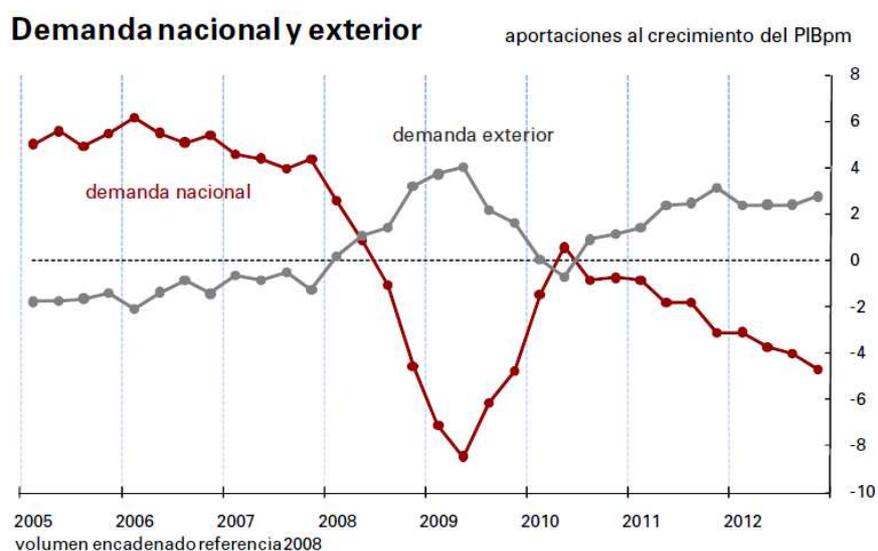


Figura 2.2.- Demanda nacional y exterior (2005 hasta 2012)

Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral, cuarto trimestre de 2012, Instituto Nacional de Estadística

Desde el lado de la oferta, la mayor parte de los sectores de actividad registran un descenso mayor que el trimestre anterior, aunque el sector industrial presenta un descenso menor.

Por su parte, la balanza de pagos registró en noviembre (y por quinto mes consecutivo) una capacidad de financiación que se debió, sobre todo, a la reducción del déficit de la balanza comercial.

En cuanto al empleo, según la Encuesta de Población Activa del primer trimestre de 2013, la tasa de actividad se sitúa en el 59,68% y la tasa de paro en el 27,16% (más 6,2 millones de parados), es decir, otro máximo en la tasa de paro desde el inicio de la crisis económica actual.

En relación a la marcha de las finanzas públicas, el Boletín Económico del Banco de España de febrero de 2013 destaca un déficit acumulado menor en el año 2012 que el de 2011.

La tasa anual del IPC en el mes de abril se situó en el 1,4%, teniendo en el año 2012 una tasa media del 2,4%. Así, el IPC sigue una tendencia a la baja tras el año 2011 haber sido su tasa del 3,2%, aunque en algunos meses se registran pequeñas subidas y bajadas.

A pesar de estos datos negativos del año 2012, según la revista “Situación España: Primer Trimestre 2013” del Servicio de Estudios del Grupo BBVA, en el año 2013 se tocará fondo y el 2014 marcará el inicio de la recuperación. Así, se espera que el escenario más probable sea una contracción del PIB en torno al 1,1% para 2013 y que en 2014 la menor presión de la política fiscal y la consolidación de las exportaciones como soporte del crecimiento hagan un crecimiento del PIB del 1,1%. Por tanto, varios factores contribuyen a la mejoría de la economía española: la reducción de las tensiones financieras; un ajuste fiscal y la recapitalización, saneamiento y reestructuración del sistema financiero que empieza a dar sus frutos; y la corrección del déficit de la balanza de pagos.

La ralentización del ritmo de deterioro de la actividad económica atenuará la destrucción de empleo que se ha producido hasta la fecha aunque, tal como señala el Servicio de Estudios del Grupo BBVA, esto no impedirá un repunte de la tasa de paro (que podrá superar el 26% durante 2013). La recuperación del crecimiento en 2014 y la esperada mejora de la eficiencia del mercado de trabajo inducida por la reforma laboral en febrero de 2012 provocarán un aumento de la ocupación y una ligera reducción de la tasa de desempleo.

Por otro lado, el Gobierno prevé que este año 2013 la economía española se contraiga un 1,3%, tenga un crecimiento del 0,5% en el año 2014 y la tasa de paro tendrá un leve descenso este año (<http://www.abc.es/economia/20130426/abci-paro-previsiones-201304261407.html>, 9 de mayo de 2013).

Por último, y en cuanto a la situación económica mundial, el informe “Situación y perspectivas de la economía mundial 2013” de Naciones Unidas anuncia que la economía mundial también se debilitó durante 2012. Sin embargo, tanto Naciones Unidas, como el Fondo Monetario Internacional pronostican (a fecha de febrero de 2013) un crecimiento de la economía mundial durante este 2013.

2.1.1. El macroentorno de Inditex

A parte de los factores económicos también debemos hacer una pequeña referencia al resto de factores que afectan al macroentorno de Inditex. Siguiendo a Miguélez Aláez (2012) y “Caso Estrategia Empresarial: Inditex” (Enlace:

<http://modarapida.wordpress.com/>, visitado a fecha de 13 de marzo de 2013 podemos destacar los siguientes factores:

- **Factores político-legales.** Inditex debe atender a un gran número diferente de leyes y normas de ámbito tributario, laboral, social y medioambiental de los diferentes países en los que opera.
- **Factores socio-culturales.** En la actualidad se han producido cambios en los hábitos de compra, dedicándose una mayor cantidad del presupuesto familiar al ocio y la moda y sus tendencias. Además, cada vez más los consumidores están más informados y exigen mejores diseños y calidad y menores precios en los productos. Inditex se ha sabido adaptar a todo tipo de gustos, tendencias y necesidades en varios continentes.

También se debe mencionar el aumento de la esperanza de vida de la población, y el consecuente envejecimiento de la población, que hace que haya cada vez un público objetivo mayor.

- **Factores tecnológicos.** Los grandes progresos en el ámbito tecnológico permiten a Inditex abaratar costes: ya sea mediante procesos de producción automatizados, con un sistema de información de pedidos que realiza los pedidos en tiempo real, un centro logístico totalmente automatizado y un sistema de telecomunicaciones integrado conectando la sede central de Arteixo con sus centros repartidos por todo el planeta. Además, el no considerar internet sería un gran error, por lo que Inditex ha incluido en su modelo de negocio la venta a través de la red.
- **Factores medioambientales.** Inditex también debe tener en cuenta la mayor concienciación social que poseen los ciudadanos con el medioambiente y las exigencias que imponen tanto los ciudadanos como los gobiernos de los distintos países.

2.2. ANÁLISIS DEL SECTOR TEXTIL

El sector textil y de la confección es, por el empleo que genera y por el valor añadido que representa, un importante sector industrial de nuestro país. Actualmente, da trabajo a unas cien mil personas y supone en torno al 2,5% del valor añadido bruto total de la industria española (Sojo Calvo, 2012).

Para el análisis del sector textil primer haremos un breve repaso a la evolución del mismo, aplicaremos el modelo de las cinco fuerzas competitivas de Porter al sector y, finalmente, se analizará la situación sobre la que se encuentra actualmente el sector textil y sus previsiones de futuro.

2.2.1. Evolución del sector textil español

Siguiendo a Sojo Calvo (2012), el sector textil español ha perdido fuerza debido a los cambios que han acontecido en nuestro entorno en las últimas décadas, cediendo terreno en el mercado nacional a las exportaciones procedentes de terceros países emergentes, y viéndose obligado a exportar la mayor parte de su producción para poder sobrevivir.

El sector textil fue, junto con la siderurgia, la primera actividad industrial moderna que se introdujo en nuestro país allá por el siglo XIX, siendo un sector en continuo crecimiento hasta principios del siglo XX. Las medidas proteccionistas del siglo XX propiciaron que la industria textil quedar estancada. Sin embargo, durante la apertura

del régimen franquista y el periodo de desarrollo económico que le acompañó, se produjo un espectacular aumento de la actividad industrial española. Sin embargo, la industria no evolucionó ni se modernizó lo suficiente, permaneciendo una serie de problemas crónicos que llegan hasta nuestros días como la baja dimensión empresarial del sector, el bajo nivel tecnológico y la dependencia tecnológica del exterior. Debido a la progresiva liberalización que se ha introducido en las últimas décadas, el no poder competir con las importaciones va a ser un problema crónico que llega hasta nuestros días.

Dado que ya no se podía competir frente a las exportaciones extranjeras ni en precio ni en calidad, se tuvieron que buscar otros medios de mejora de la competitividad, como son en moda y diseño. A partir de 2005, la Organización Mundial del Comercio (OMC) liberaliza el comercio mundial de productos textiles. Esta medida va a ser definitiva para el sector textil español, y va a permitir, dentro del entorno internacional, que países como, sobre todo China, pero también muchos países emergentes desaten todo su potencial exportador de textiles y, ya sin aranceles ni contingentes, hasta tal punto que serán los propios fabricantes autóctonos los que van a ir deslocalizando su producción hacia estos países.

En el siguiente cuadro, extraído del Informe de indicadores 2010 del Observatorio Industrial del Sector Textil-Confección, se pueden apreciar cómo ha descendido la producción, la cifra de negocios, la ocupación y la inversión material en el sector textil desde el año 2007 hasta 2010.

CUADRO 1 GRANDES CIFRAS DEL SECTOR TEXTIL-CONFECCIÓN						
	Unidades	Fuente	CNAE - 93 (Ep.17+16)		CNAE - 2009	
			2007	2008	2009	2010
Variación del Índice de Producción Industrial	%	INE	-3,0	-11,3	-20,3	-1,7
Variación del Índice de Precios Industriales	%	INE	2,0	1,8	0,1	1,3
Producción	millones €	INE - EIAE	15.215,9	13.308,3	10.858,9	10.734,0
Cifra de negocio	millones €	INE - EIAE	15.668,4	13.587,9	11.288,5	ND
VAB sector/VAB total industria	%	INE - EIAE	2,7	2,7	2,6	ND
Inversión material	millones €	INE - EIAE	394,2	444,8	244,0	ND
Ocupados	número	INE - EPA	191.600	181.200	133.300	117.300
Importación	millones €	SGCOMEX	13.430,2	13.340,9	11.874,9	13.335,4
Exportación	millones €	SGCOMEX	7.608,4	7.919,1	7.710,5	8.421,3
Total empresas	número	DIRCE	22.397,0	21.102,0	19.839,0	17.999,0

En negrita: producción estimada a partir del IPI
ND: No disponible

Fuente: Informe de indicadores 2010 del Observatorio Industrial del Sector Textil-Confección.

Figura 2.3.- Grandes cifras del sector textil-confección

Fuente: Observatorio Industrial del Sector Textil-Confección

Durante el año 2009 se abordó el estudio de mercado de la moda en España a nivel internacional. Las conclusiones indican que, en general, la asociación entre España y moda es baja en el extranjero, ya que se conoce muy poco la moda española. Es cierto que existen marcas muy conocidas y de gran prestigio en el ámbito internacional, como pueden ser Zara, Mango, Desigual o Loewe, pero el público no suele relacionarlas con España. Otro aspecto importante que se ha analizado es la falta de comunicación y promoción como país. Desde entonces, el Gobierno ha estado apoyando al sector con programas de ayuda, con un volumen de gasto considerable.

2.2.2. Análisis de las cinco fuerzas competitivas de Porter

Michael Porter plantea el denominado modelo de las cinco fuerzas competitivas, que constituye la metodología de análisis más estandarizada para analizar un entorno sectorial e investigar la intensidad de la competencia y rentabilidad que se puede esperar del sector (Navas López & Guerras Martín, 2012).

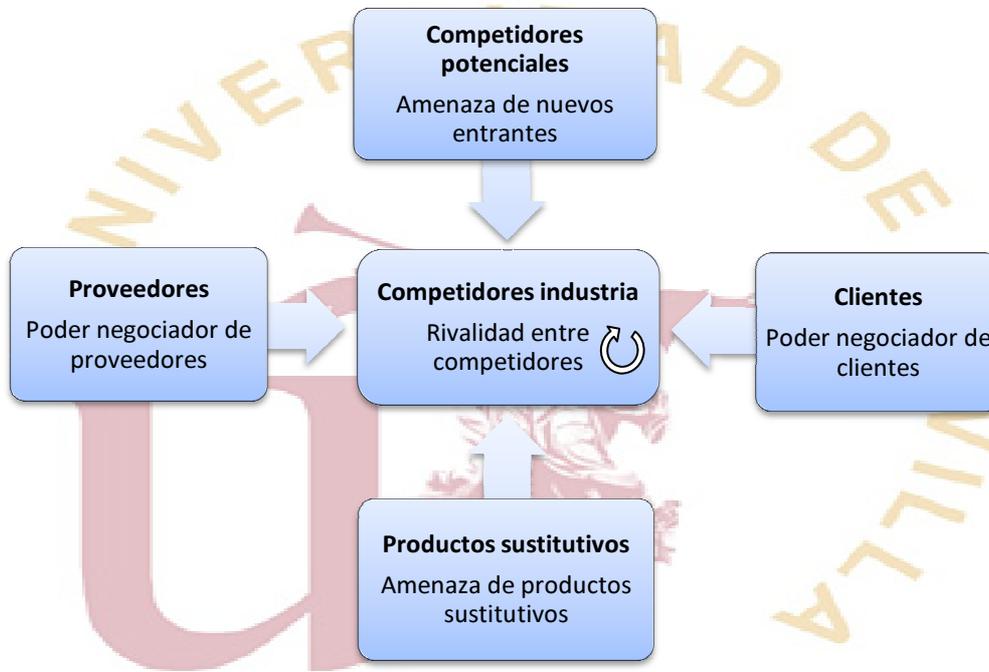


Figura 2.4.- Las cinco fuerzas competitivas de Porter

Fuente: Elaboración propia a partir de Navas López y Guerras Martín (2012)

Por tanto, se analiza el sector textil mediante el estudio de la fuerza que tiene cada uno de los factores que aparecen en la figura anterior (Miguélez Aláez, 2012):

1. **Poder negociador de los proveedores.** El poder de negociación en el sector es bajo. Inditex está integrada verticalmente y gran parte de su proceso de producción se realiza en las fábricas pertenecientes al Grupo, por lo los pocos proveedores que posee tienen un escaso poder de negociación. También, debido al gran número de proveedores que existe en la industria hay un bajo coste de cambio de proveedor.
2. **Amenaza de productos sustitutos.** En el caso de la industria textil, se debe hablar de marcas sustitutas más que de productos sustitutos, ya que no hablamos de un producto en particular, sino del conjunto de productos que oferta una marca. Debido a las exportaciones de países emergentes que ofrecen productos textiles a más bajo precio, las marcas compiten cada vez más agresivamente en mejorar la relación calidad-precio de sus productos. Por tanto, podemos concluir que la amenaza de sustitución es bastante alta y es un factor que no puede ser descuidado.
3. **Rivalidad entre los competidores.** En el sector textil la competencia entre rivales es muy alta, compitiéndose tanto en precios como en calidad, diseño, innovación o marketing. Se trata de una industria con un gran número de empresas, las cuales se pueden clasificar en varias categorías y que atienden a varios segmentos de clientes (calzado, ropa de hombre, ropa de mujer, etc.). Además, las empresas del sector se pueden agrupar en varios grupos estratégicos (empresas que compiten de la misma manera).

Así, Inditex se enfrenta con empresas globales (como son H&M y Gap), con empresas nacionales que también operan fuera de España (como, por ejemplo, Mango, Adolfo Domínguez y Cortefiel) y con pequeñas tiendas locales. Sin embargo, los principales competidores de Inditex son Gap y H&M, ya que los tres grupos empresariales son los principales actores dominantes del sector a nivel mundial.

- 4. Amenaza de competidores potenciales.** En este caso hablamos de la existencia de posibles barreras de entrada al sector. En la industria textil es relativamente sencillo establecer una tienda de distribución de textiles, por lo que las barreras de tipo legales no suelen ser muy significativas, aparte de la caída de los alquileres de locales comerciales. Sin embargo, existen otro tipo de barreras que sí dificultan la entrada de competidores potenciales. Por ejemplo, las economías de escala, los contratos atractivos con proveedores y la experiencia acumulada de las grandes empresas textiles ya instauradas en el sector. Ahora bien, sí es importante considerar la amenaza de empresas internacionales que aún no operen en el mercado nacional, ya que éstas sí poseen los recursos necesarios para competir.

Por otro lado, los nombres y la imagen de marca también son elementos a tener en cuenta, ya que es difícil que nuevas marcas tengan un éxito rápido en el mercado. Por tanto, se puede concluir que la amenaza de nuevos competidores es relativamente baja.

- 5. Poder negociador de clientes.** En el sector textil los consumidores no tienen mucho poder de negociación frente a las empresas, ya que no se encuentran muy concentrados, asociados en grupos mayores o compran cantidades muy grandes de productos, sino que realizan compras de manera individual. Sin embargo, los consumidores no tienen costes de cambio, por lo que pueden realizar compras a otras empresas, pero debido a que el volumen de compras que hacen individualmente es pequeño no repercute mucho en su poder negociador.

2.2.3. Situación actual del sector textil y previsiones de futuro

Tal como publicó el diario Expansión en su página web a fecha de 16 de enero de 2013 (<http://www.expansion.com/2013/01/16/empresas/distribucion/1358336714.html>), según el barómetro que elabora la Asociación Empresarial de Comercio Textil y Complementos (Acotex), las ventas del comercio textil cayeron un 5% en el año 2012, siendo la mayor bajada anual desde 2009, cuando las ventas descendieron un 6,51%. Una de las principales razones se debe a la subida del IVA en septiembre de 2012, la eliminación de la paga extra a los funcionarios en la navidad de 2012 y también por las reducciones de salarios en empresas privadas.

También, en el periodo 2006-2012 el sector textil ha sufrido una caída de las ventas de un 30%, descenso provocado por la disminución del consumo y la complicada situación macroeconómica, y por la falta de confianza y crédito.

Sin embargo, esta caída de las ventas en el mercado nacional se está viendo compensado por la aportación positiva de los mercados exteriores, ya que las exportaciones siguen una tendencia de crecimiento. Así lo confirma el Consejo Intertextil Español en un informe de mediados de 2012, en el que se señala que el mercado español continúa en niveles recesivos y que los datos de consumo apuntan a una situación de debilidad en la que las importaciones siguen disminuyendo. Las exportaciones españolas del sector textil crecieron un 8,9% en 2012, lo que supone un nuevo récord, mientras que las importaciones cayeron un 7,8% (Diario El País, http://economia.elpais.com/economia/2013/03/11/actualidad/1363005288_469338.html, 11 de marzo de 2013).

Las presentaciones sectoriales del Ministerio de Industria, Energía y Turismo para el sector textil y de confección a fecha de junio de 2012 indican que este sector, actualmente, genera el 3,2% del valor añadido de la industria manufacturera, contabiliza el 5,2% del total del empleo industrial manufacturero y es responsable del 5,4% de las exportaciones manufactureras españolas. Por tanto, ocupa una posición intermedia en relación al resto de sectores manufactureros en producción, volumen de empleo y valor añadido.

Además, este sector es el quinto de la Unión Europea, solo superado por Alemania, Italia, Reino Unido y Francia, las pymes son mayoritarias, y las empresas españolas del sector tienen cada vez una mayor presencia en el exterior. Además, el sector ocupa una baja posición en remuneración por asalariado y productividad por ocupado y alta en coste laboral unitario.

La evolución de este sector es paralela a la del conjunto de la industria pero, desde mediados de 2010, la producción del sector muestra una caída más acusada que la del conjunto de la industria española. Los precios del sector textil, sin embargo, muestran una mayor estabilidad que los precios del conjunto de la industria.

De las presentaciones sectoriales del Ministerio también se desprende que las empresas del sector textil realizan un menor gasto en I+D que las del resto de la industria y, además, son menos innovadoras. Asimismo, el sector presenta una estructura financiera equilibrada, con un fondo de maniobra positivo y un mayor recurso a la financiación a largo plazo, se observa un ligero ascenso del margen bruto de explotación y de las rentabilidades en los últimos años.

Por último, según el INE en su Encuesta Industrial de Empresas de 2011 las empresas grandes (con 250 trabajadores o más) representaron el 52,5% del total de la cifra de negocios de la industria manufacturera en 2011. Sin embargo, las empresas pequeñas (menos de 50 trabajadores) tuvieron un mayor peso en la cifra de negocios en el sector textil (60,1%) en ese mismo año, seguido de las empresas medianas y grandes.

En cuanto a las previsiones para el sector textil tanto en el futuro próximo como más lejano, muchos fabricantes consideran posible el retorno de la producción textil desde los países hacia donde se ha deslocalizado la actividad hasta España, debido a que los países como China están mejorando sus condiciones sociolaborales, así como aumentando el coste de su mano de obra y el aumento de los precios del petróleo (Sojo Calvo, 2012).

Además, de cara al primer semestre 2013 las previsiones no son muy favorables para el sector, ya que no se aprecia que vaya a haber un cambio de tendencia. Sin embargo, se espera que poco a poco se revierta la situación actual con las medidas tomadas por el Gobierno, que se cree empleo, que fluya el crédito y se genere confianza en el consumidor (Diario Expansión, <http://www.expansion.com/2013/01/16/empresas/distribucion/1358336714.html>, 16 de enero de 2013).

2.3. ANÁLISIS DE LA EMPRESA

El análisis de la empresa es básicamente el objeto de este trabajo. El objetivo final de este análisis es la determinación del valor intrínseco de Inditex mediante el estudio de la información financiera y no financiera (Martínez Conesa & García Meca, 2005). Sin embargo, antes de utilizar los distintos métodos de valoración de empresas en los siguientes capítulos para obtener el valor intrínseco, se va a realizar un breve repaso al modelo de negocio de Inditex, un pequeño análisis de sus estados financieros en los últimos años y, por último, se hablará sobre la evolución de las acciones de Inditex desde su salida a bolsa.

2.3.1. El modelo de negocio de Inditex

Tal y como indica el Dossier de Prensa de 2011 y la Memoria anual 2011, el modelo de negocio de Inditex se caracteriza por un elevado grado de integración vertical, en el que se llevan a cabo todas las fases del proceso de la moda: diseño, fabricación, logística y venta en tiendas propias. Además, cuenta con una estructura flexible y una fuerte orientación al cliente. La clave de este modelo es ser capaz de adaptar la oferta en el menor tiempo posible a los deseos de los clientes, consiguiéndose a través de la gran integración vertical, que permite acortar plazos y disponer de una gran flexibilidad, con una reducción al mínimo del inventario.



Figura 2.5.- Proceso de la moda de Inditex

Fuente: Memoria anual 2011 de Inditex

En la figura 2.5 se presenta de forma esquemática y simple el modelo de negocio de Inditex, donde se puede observar que empieza a partir de los gustos y deseos de moda de los clientes. Por tanto, la ventaja competitiva de Inditex se basa en su flexibilidad, su rapidez y su capacidad de innovación (“Caso Estrategia Empresarial: Inditex”, enlace: <http://modarapida.wordpress.com/>).

Asimismo, la empresa está llevando a cabo un proceso de crecimiento, principalmente a través de la expansión internacional (abriendo nuevas tiendas en nuevos países y en los países en los que ya tiene presencia) y a través de la venta *online*. Tanto la internacionalización como la venta a través de internet permiten que Inditex pueda llegar a más clientes potenciales, obtener más ingresos, hacer crecer sus beneficios y repartir más dividendos entre sus accionistas.

2.3.2. Análisis de los estados financieros de Inditex

En la siguiente tabla se recoge la evolución de los principales indicadores financieros de Inditex desde el ejercicio 2007 hasta el ejercicio 2012. De esta tabla podemos extraer el gran crecimiento que ha experimentado la empresa en los últimos seis ejercicios, a pesar del contexto económico en el que nos encontramos actualmente desde el inicio de la crisis. Inditex está sabiendo cómo llevar el “temporal económico” y además es capaz de seguir creciendo a unas tasas altísimas, como si se encontrara en un periodo de crecimiento económico, aumentando año a año sus ingresos, resultados y beneficios.

Cabe destacar que España le aportó el 21% y el 25% del total de ingresos por ventas en 2012 y 2011, respectivamente, por lo que se puede apreciar la importancia que sigue teniendo el mercado nacional en Inditex. En cuanto a tiendas, Zara sigue siendo quién le aporta la gran parte de sus ingresos por ventas.

También, un aspecto importante a considerar de las cuentas de Inditex es el bajo nivel de endeudamiento y la gran cantidad de recursos disponibles en caja o tesorería, lo que le permite seguir creciendo y poder esquivar la crisis, y la importancia del Patrimonio Neto frente a los Pasivos. En el año 2012, el Patrimonio Neto de Inditex supuso el 66% del total de Patrimonio Neto y Pasivo, frente al 7% del Pasivo No Corriente y el 27% del Pasivo Corriente (principalmente por proveedores, no por deuda a corto plazo). En ese mismo año 2012, el total de deudas con entidades de créditos

que tenía Inditex ascendieron a algo más de 80,5 millones de euros, es decir, el 0,63% del total de Patrimonio Neto y Pasivo o total de Activo.

Esta estabilidad, crecimiento y saneamiento de las cuentas anuales de Inditex pueden dar una mayor certidumbre a las previsiones que realiza la empresa y a su análisis y valoración, pues debido a la política de crecimiento que está llevando a cabo, es de esperar que estos indicadores sigan en aumento.

Evolución de los principales indicadores	2012	2011	2010	2009	2008	2007	Evolución 2007-12
Ventas (mill.€)	15.946	13.793	12.527	11.048	10.407	9.435	69,01%
Resultado operativo - EBITDA (mill.€)	3.913	3.258	2.966	2.374	2.187	2.149	82,08%
Resultado de explotación - EBIT (mill.€)	3.117	2.522	2.290	1.729	1.609	1.652	88,68%
Beneficio Neto (mill.€)	2.361	1.946	1.741	1.322	1.262	1.258	87,68%
Cash Flow (mill.€)	3.000	2.613	2.540	2.060	1.864	1.747	80,71%
Patrimonio Neto (mill.€)	8.482	7.456	6.423	5.371	4.749	4.217	101,43%
Total Activo (mill.€)	12.890	10.959	9.826	8.335	7.777	7.106	81,40%
Número de empleados	120.314	109.512	100.138	92.301	89.112	79.517	51,31%
ROE	30%	28%	30%	26%	28%	33%	
ROA	24%	23%	24%	21%	20%	23%	

Tabla 2.1.- Evolución de los principales indicadores de Inditex (2007 a 2012)

Fuente: Elaboración propia a partir de la página web corporativa de Inditex y de SABI

2.3.3. Evolución bursátil de Inditex

Inditex salió a bolsa el 23 de mayo de 2001 a un precio de 14,70 euros por acción, la última cotización consultada para este trabajo es de 100,90 euros a fecha de 22 de mayo de 2013 y la cotización más alta alcanzada por Inditex se sitúa en los 109,30 euros (2 de enero de 2013). Es decir, las acciones de Inditex se han revalorizado más de un 600% desde su salida a bolsa, siguiendo, prácticamente siempre, una senda de escaladas desde que comenzó a cotizar. Es a partir del año 2009 cuando sus acciones empiezan a experimentar una fuerte subida, debido principalmente a los magníficos resultados que ha ido presentando.

Sin embargo, algunos analistas creen que Inditex cotiza a unos precios algo elevados, si bien, esta elevada cotización estaría justificada en caso de que la empresa siga manteniendo las altas tasas de crecimiento que ha tenido hasta ahora. De lo contrario, de no seguir con estas tasas de crecimiento, la cotización de sus acciones empezaría a caer (Juan Sainz de los Terreros, enlace: <http://juanst.com/>).



Figura 2.6.- Cotización de las acciones de Inditex desde su salida a bolsa

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de <http://www.invertia.com>

Resumiendo, Inditex es una empresa que cada año abre nuevas tiendas, crea puestos de trabajo, acumula beneficios en una coyuntura económica marcada por la crisis y la ralentización de la actividad en muchos sectores. Esto hace que cada año sorprenda a todos su *stakeholders* con sus excelentes resultados y que cotice a unos precios elevados.

CAPÍTULO 3. MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN EL BALANCE¹

Tal como señala Fernández (2005), estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Estos métodos consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos, proporcionando el valor desde una perspectiva estática, sin tener en cuenta la posible evolución futura de la empresa y otros factores que también le pueden afectar. Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012) también destacan este inconveniente, añadiendo que estas aproximaciones sólo pueden ser válidas para empresas que pretenden acometer un proceso de liquidación, aunque también se utilizan para establecer valores mínimos.

3.1. VALOR CONTABLE

El valor contable de las acciones (denominado también valor en libros, patrimonio neto o fondos propios) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance, tanto capital como reservas. También se puede calcular como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, a valores contables

$$\text{Valor contable} = \text{Activo} - \text{Pasivo exigible} = \text{Patrimonio Neto}$$

También podemos calcular el Valor Teórico Contable de las Acciones de la siguiente forma:

$$VTC = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Número de acciones}}$$

Se trata de un método bastante sencillo, sin embargo las partidas de activo y pasivo están valoradas en términos contables, por lo que no ofrecen el valor real que tienen las mismas, es decir, el valor contable nunca coincide con el valor de mercado.

En la tabla 3.1 se ha calculado el valor contable de Inditex de la forma antes descrita. Se puede apreciar cómo el valor contable o Patrimonio Neto de Inditex se ha duplicado desde el año 2007 hasta el año 2012, debido principalmente a los buenos resultados que tiene cada año la empresa y que se van acumulando en sus Fondos Propios como reservas.

Año	Activo Total*	Pasivo exigible*	Valor contable*	Variación (%)
2001	2.604.936	1.097.691	1.507.245	-
2002	3.013.796	1.233.206	1.780.590	-
2003	3.510.352	1.377.188	2.133.164	-
2004	4.209.171	1.670.897	2.538.274	-
2005	5.202.863	2.281.990	2.920.873	-
2006	5.742.162	2.271.558	3.470.604	-
2007	7.105.602	2.888.551	4.217.051	00,00

¹ Capítulo elaborado a partir de:

- Fernández, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestion 2000.,
- Torre Gallegos, A. d. I., & Jiménez Naharro, F. (2012). *Manual de valoración de empresas y análisis bursátil*. Sevilla: Digital@tres.

2008	7.776.646	3.028.046	4.748.600	12,60
2009	8.335.437	2.964.891	5.370.546	27,35
2010	9.826.079	3.402.912	6.423.167	52,31
2011	10.959.178	3.503.601	7.455.577	76,80
2012	12.890.316	4.408.455	8.481.861	101,13
* Datos expresados en miles de euros				

Tabla 3.1.- Cálculo del valor contable de Inditex

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, en la tabla 3.2 se ha calculado el Valor Teórico Contable de las acciones, incluyéndose además la cotización de Inditex de cada año, obtenida de la página web de Informercados. Al mantenerse constante el número de acciones que posee el capital social (623 millones aproximadamente) y aumentar el valor del Patrimonio Neto, tenemos que el VTC de las acciones también han ido creciendo al ritmo que lo ha hecho el Patrimonio Neto. Además, también se ha calculado el valor bursátil o capitalización de Inditex a partir del número de sus acciones y de la cotización anual.

Año	VTC (€)	Cotización (€)	Valor Bursátil*
2001	2,42	22,13	13.794.302
2002	2,86	22,18	13.825.468
2003	3,42	15,66	9.761.354
2004	4,07	21,72	13.538.736
2005	4,69	28,27	17.621.550
2006	5,57	43,47	27.096.172
2007	6,77	42,02	26.192.343
2008	7,62	29,88	18.625.112
2009	8,62	45,56	28.398.933
2010	10,30	55,19	34.401.605
2011	11,96	66,7	41.576.138
2012	13,61	105,5	65.761.357
* Datos expresados en miles de euros			

Tabla 3.2.- Cálculo del valor teórico contable de las acciones de Inditex

Fuente: Elaboración propia

Como se ha podido observar de la tabla anterior, el VTC de las acciones y el precio de las acciones en el mercado (cotización) difieren bastante, siendo siempre superior el valor de cotización de las acciones.

Por tanto, comparando estos datos con la cotización de Inditex en su último día del ejercicio económico (31 de enero de 2013) de 105,50 euros por acción, podemos concluir que según este método la compañía se encuentra sobrevalorada.

3.2. OTROS MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN EL BALANCE DE LAS EMPRESAS

En este apartado vamos a exponer a modo teórico otros métodos basados en los balances de las compañías que, sin embargo, no los podemos aplicar al caso concreto de Inditex porque se requiere el conocimiento del valor de mercado de activos y

pasivos, ciertos gastos de liquidación de la empresa y reconocer activos extracontables.

3.2.1. Valor contable ajustado o valor del activo neto real

Según este método, los activos y los pasivos se deben valorar por su valor de mercado, es decir, se deben realizar ajustes cuantitativos, obteniendo con ello el Valor Contable Ajustado o Patrimonio Neto Ajustado por las diferencias de valoración entre los valores contables y de mercado. Con esta actualización de valor se persigue evitar los inconvenientes del método anterior, en la que solo considera los criterios contables.

$$VCA = \text{Activo (mercado)} - \text{Pasivo exigible (mercado)} = \text{Patrimonio Neto Ajustado}$$

Sin embargo, este método tiene el problema de tener que revisar partida por partida del balance e ir encontrando divergencias entre su valor contable y su valor de mercado, siendo dichas divergencias de valor ocasionadas por múltiples factores dependiendo de cada partida. Por lo tanto, no se puede llevar a cabo este método al desconocer estas diferencias de valor en el caso de Inditex.

3.2.2. Valor de liquidación

El Valor de Liquidación es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Para llegar a este valor se tiene que deducir del Patrimonio Neto Ajustado los gastos de liquidación que pudiera tener el negocio, como pueden ser: indemnizaciones a los empleados, gastos fiscales, devolución de subvenciones y otros gastos propios de la liquidación.

$$\text{Valor de Liquidación} = \text{Patrimonio Neto Ajustado} - \text{Gastos de liquidación}$$

Este valor representa un valor mínimo, ya que normalmente el valor de una empresa, suponiendo su continuidad, es superior a su valor de liquidación. Aunque, de todas formas, este método solo es válido para el caso en que se quiera llevar a cabo una liquidación inmediata de la empresa.

Igualmente, al no disponer de los datos para calcular el Patrimonio Neto Ajustado y de ciertos gastos de liquidación no podemos calcular el Valor de Liquidación de Inditex.

3.2.3. Valor sustancial

El Valor Sustancial es la inversión que debería realizarse para constituir, partiendo de cero, una empresa similar a la valorada, es decir, en idénticas condiciones a la empresa que se está valorando. Mediante este método se intenta resolver qué es más adecuado: si comprar la empresa o constituir una nueva.

Para calcular este método no se incluyen aquellos bienes que no sirven para la explotación. Por tanto, el Valor Sustancial está formado por los activos de explotación a precios de mercado y, además, por aquellos activos que tienen un valor real pero no aparecen en balance.

$$\text{Valor Sustancial} = \text{Activos Contables y Extracontables de explotación (mercado)}$$

Hay tres clases de valor sustancial:

- *Valor Sustancial Bruto*: valor del activo a precios de mercado (activo neto corregido).
- *Valor Sustancial Neto*: Valor Sustancial Bruto menos el pasivo exigible (el Patrimonio Neto Ajustado antes mencionado).
- *Valor Sustancial Bruto Reducido*: Valor Sustancial Bruto menos la deuda sin coste (por ejemplo, proveedores).

El inconveniente que tiene este método es el mismo que para los dos últimos métodos (Valor Contable Ajustado y Valor de Liquidación), que es calcular las diferencias entre los valores contables y de mercado de cada partida del balance. Pero, este tiene un inconveniente añadido más: calcular el valor que representan algunas partidas extracontables, como pueden ser la imagen de la empresa, la clientela, contratos ventajosos, etc. Por tanto, se pone de manifiesto la imposibilidad, de nuevo, de poder aplicar este método a Inditex.

CAPÍTULO 4. MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS¹

Los métodos que serán tratados en este capítulo se basan en la cuenta de resultados de la empresa, tratando de determinar el valor de la misma a través de los beneficios, de las ventas u otro indicador, utilizando para ello ratios (Fernández, 2005). También, con estos métodos tratamos de obtener el valor de una empresa comparando con el precio de mercado de empresas semejantes. Con estos métodos no solo buscamos establecer un valor absoluto, sino también la comparación de los ratios entre varias empresas para así comprobar si el título es barato o caro. Estas técnicas son bastante simples e intuitivas pero tienen el inconveniente de no permitir incorporar análisis de aspectos como el riesgo o expectativas futuras (Martínez Conesa & García Meca, 2005; Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012).

4.1. EL RATIO PER (*PRICE EARNINGS RATIO*)

El PER o precio sobre beneficios mide la relación entre el valor de mercado de una empresa y el beneficio total de la misma. Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente llamado PER:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

Dicho ratio se puede calcular tanto en términos agregados como en términos unitarios del valor de las acciones en el mercado y del beneficio:

$$\text{PER} = \frac{\text{Valor de Mercado o Capitalización}}{\text{Beneficio}}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de Mercado o Cotización}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Este ratio se utiliza como multiplicador del beneficio y nos devuelve el valor actual por euro de beneficio. Además, puede definirse como un plazo de recuperación, ya que representa el tiempo medio que tardará un inversor en recuperar toda su inversión si se repartiesen todos los beneficios como dividendos.

El PER también se suele utilizar para ser comparado con el PER de otras empresas del mismo sector o con el PER de la media del sector, lo que nos da indicios de si una empresa tiene un crecimiento mayor o menor con respecto al sector, y si su acción está cara o barata.

A continuación se muestra la evolución del PER de Inditex desde su salida a bolsa. En el año 2012 se puede observar un PER de 27,78, lo que significa que el valor de mercado de Inditex supone 27,78 veces el beneficio de ese año.

Inditex muestra unos valores altos en el cálculo del PER debido al alto precio al que cotizan sus títulos, lo cual puede deberse a que los inversores consideran que la empresa va a tener un crecimiento muy fuerte en los próximos años, y a la importancia

¹ Capítulo elaborado a partir de:

- Fernández, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestion 2000.,
- Martínez Conesa, I., & García Meca, E. (2005). *Valoración de empresas cotizadas: Principales métodos, el papel de los intangibles y estudio mediante casos*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.,
- Torre Gallegos, A. d. I., & Jimenez Naharro, F. (2012). *Manual de valoración de empresas y análisis bursátil*. Sevilla: Digital@tres.

que se le da a la imagen de la compañía, que supone un intangible muy importante que no se recoge en los balances.

Año	Cotización*	Beneficio (miles €)	BPA (€)	PER
2001	22,13	345.244	0,55	39,96
2002	22,18	442.476	0,71	31,25
2003	15,66	448.631	0,72	21,76
2004	21,72	638.231	1,02	21,21
2005	28,27	810.863	1,30	21,73
2006	43,47	1.009.936	1,62	26,83
2007	42,02	1.257.764	2,02	20,82
2008	29,88	1.261.615	2,02	14,76
2009	45,56	1.322.137	2,12	21,48
2010	55,19	1.741.280	2,79	19,76
2011	66,7	1.945.532	3,12	21,37
2012	105,5	2.367.013	3,80	27,78
Número de acciones: 623.330.400				
* Cotización del último día del ejercicio económico (31 de enero)				

Tabla 4.1.- Cálculo del PER de Inditex

Fuente: Elaboración propia

4.2. EL RATIO PRECIO SOBRE VENTAS (MÚLTIPLO DE VENTAS)

El ratio precio sobre ventas consiste en calcular el valor de la empresa multiplicando sus ventas por un número. Es decir, este ratio refleja las veces que están contenidas las ventas en el precio que se paga por la acción o cuánto están dispuestos a pagar los inversores por cada euro de ventas (Fernández, 2005; Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012). Este ratio se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Precio/Ventas} = \frac{\text{Valor de Mercado o Capitalización}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Precio/Ventas} = \frac{\text{Precio de Mercado o Cotización}}{\text{Ventas por acción}}$$

Según algunos estudios, el valor de este ratio debe ser menor que 3 o, incluso, menor que 1, ya que se ha demostrado que un ratio Precio/Ventas mayor que 3 suele significar pérdidas a largo plazo y un ratio menor que 1 suele significar beneficios (Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012). Sin embargo, otros estudios afirman no haber relación alguna entre este ratio y la rentabilidad (Fernández, 2005).

La tabla 4.2 muestra la evolución de este ratio en Inditex, obteniendo la empresa un ratio de precio sobre ventas de 4,12 en el año 2012, lo que significa que las ventas están contenidas 4,12 veces en el precio que se paga por las acciones en bolsa.

Año	Cotización*	Capitalización (miles €)	Ventas (miles €)	P/V
2001	22,13	13.794.302	3.345.431	4,12
2002	22,18	13.825.468	4.002.868	3,45
2003	15,66	9.761.354	4.704.531	2,07
2004	21,72	13.538.736	5.710.015	2,37
2005	28,27	17.621.550	6.740.826	2,61

2006	43,47	27.096.172	8.196.265	3,31
2007	42,02	26.192.343	9.434.670	2,78
2008	29,88	18.625.112	10.406.960	1,79
2009	45,56	28.398.933	11.083.514	2,56
2010	55,19	34.401.605	12.526.595	2,75
2011	66,7	41.576.138	13.792.612	3,01
2012	105,5	65.761.357	15.946.143	4,12
Número de acciones: 623.330.400				
* Cotización del último día del ejercicio económico (31 de enero)				

Tabla 4.2.- Cálculo del ratio Precio sobre Ventas de Inditex

Fuente: Elaboración propia

4.3. EL RATIO PRECIO SOBRE VALOR CONTABLE (*PRICE TO BOOK*)

Este ratio nos indica si la cotización de la acción de la empresa está por encima o por debajo de su valor teórico o contable. También, refleja lo que están dispuestos a pagar los inversores por encima o por debajo del valor contable de las acciones, lo cual está relacionado con las perspectivas de crecimiento de cotización. Su fórmula es la siguiente (Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012):

$$\text{Precio / Valor Contable} = \frac{\text{Valor de Mercado o Capitalización}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Precio / Valor Contable} = \frac{\text{Precio de Mercado o Cotización}}{\text{Valor Contable de la acción}}$$

Generalmente, este ratio se utiliza para empresas en las que los activos reflejados en la contabilidad son muy importantes. Sin embargo, en empresas en las que sean más importantes los intangibles se deberían utilizar otros métodos complementarios, ya que parte del valor del negocio se encontraría en los intangibles, y éstos no se recogen contablemente en el activo (Martínez Conesa & García Meca, 2005).

En la tabla 4.3 se ha calculado este ratio para Inditex, obteniendo en el año 2012 un valor de 7,75, lo que indica que el valor de mercado de Inditex es 7,75 veces mayor a su valor contable. Esto puede significar que los inversores tienen unas altas expectativas de crecimiento en la empresa, lo cual se refleja en su cotización.

Año	Cotización*	Capitalización (miles €)	Patrimonio Neto (miles €)	P/VC
2001	22,13	13.794.302	1.507.245	9,15
2002	22,18	13.825.468	1.780.590	7,76
2003	15,66	9.761.354	2.133.164	4,58
2004	21,72	13.538.736	2.538.274	5,33
2005	28,27	17.621.550	2.920.873	6,03
2006	43,47	27.096.172	3.470.604	7,81
2007	42,02	26.192.343	4.217.051	6,21
2008	29,88	18.625.112	4.748.600	3,92
2009	45,56	28.398.933	5.370.546	5,29
2010	55,19	34.401.605	6.423.167	5,36
2011	66,7	41.576.138	7.455.577	5,58
2012	105,5	65.761.357	8.481.861	7,75

Número de acciones: 623.330.400
 * Cotización del último día del ejercicio económico (31 de enero)

Tabla 4.3.- Cálculo del ratio Precio sobre Valor Contable de Inditex

Fuente: Elaboración propia

4.4. EL RATIO VALOR DE LA EMPRESA SOBRE EL EBITDA

Este ratio calcula cuánto está dispuesto a pagar un inversor en términos del EBITDA. Este método es muy utilizado para la comparación entre empresas, ya que elimina los efectos de la política fiscal, de la política de financiación y de la política de amortización (Martínez Conesa & García Meca, 2005; Torre Gallegos & Jiménez Naharro, 2012):

$$\text{Valor de la empresa / EBITDA} = \frac{\text{Valor de la Empresa (Cap. + Deuda Neta)}}{\text{EBITDA}}$$

En todas las fórmulas anteriores, en vez de utilizar la capitalización bursátil se puede utilizar el *Enterprise Value* (EV), que es la capitalización bursátil de la empresa más la deuda neta (Deuda neta = pasivo corriente + pasivo no corriente – tesorería – otros activos líquidos).

En la tabla 4.4 podemos ver cómo los inversores estaban dispuestos a pagar por las acciones de Inditex en el año 2012 16,86 veces el EBITDA.

Año	Cotización*	Capitalización (miles €)	Deuda Neta	EBITDA (miles €)	EV/EBITDA
2001	22,13	13.794.302	765.581	692.835	21,01
2002	22,18	13.825.468	693.405	854.475	16,99
2003	15,66	9.761.354	853.636	857.562	12,38
2004	21,72	13.538.736	863.912	1.214.542	11,86
2005	28,27	17.621.550	1.247.092	1.490.994	12,66
2006	43,47	27.096.172	1.001.775	1.789.686	15,70
2007	42,02	26.192.343	1.377.885	2.148.843	12,83
2008	29,88	18.625.112	1.419.498	2.186.856	9,17
2009	45,56	28.398.933	451.110	2.374.189	12,15
2010	55,19	34.401.605	- 86.175	2.966.207	11,57
2011	66,7	41.576.138	-108.396	3.257.672	12,73
2012	105,5	65.761.357	204.146	3.912.957	16,86

Número de acciones: 623.330.400
 * Cotización del último día del ejercicio económico (31 de enero)

Tabla 4.4.- Cálculo del ratio EV/EBITDA de Inditex

Fuente: Elaboración propia

4.5. VALORACIÓN Y COMPARACIÓN DE INDITEX POR MÚLTIPLOS CON EL SECTOR

Para conocer las empresas del sector textil que cotizan en bolsa buscamos la clasificación sectorial en la página web de Bolsas y Mercados Españoles (BME) Renta Variable (<http://www.bmerv.es>) y vemos que Inditex se enmarca dentro del sector “bienes de consumo”, y a su vez dentro del subsector “textil, vestido y calzado”, donde compete con:

- Adolfo Domínguez, S.A.
- Dogi International Fabrics, S.A.
- Grupo Tavex, S.A.
- Liwe Española, S.A.
- Grupo Sniace, S.A.

Para obtener una valoración de Inditex se pueden calcular los ratios para cada empresa del sector y, posteriormente, utilizar una media de todas las empresas para cada ratio o utilizar el valor más bajo y más alto obtenido en los ratios de las empresas, y así obtener un rango de valoración y no un valor concreto. Estos ratios, a su vez, se deben multiplicar por los datos de Inditex (beneficio, ventas, EBITDA, etc.) para obtener el valor de la empresa (Fernández, 1999).

En la siguiente tabla se recogen los datos de cada empresa que son necesarios para calcular los ratios antes explicados, expresados en euros y del año 2012. Sin embargo, tenemos el inconveniente que algunas de estas empresas han obtenido beneficios negativos, resultados operativos negativos (EBITDA), e incluso un patrimonio neto negativo. Por tanto, en este caso no es adecuada la utilización de los datos de las empresas del sector porque se obtienen ratios negativos. Para solucionar este inconveniente descartaremos los ratios que resulten negativos y se calculará el ratio medio sólo con los ratios positivos.

	Adolfo Domínguez	Dogi	Tavex	Liwe	Sniace
Cotización*	3,910	0,820	0,209	5,250	0,637
Beneficio	(9.740.680)	(7.437.000)	(91.335.000)	4.345.000	(21.610.000)
Acciones	9.147.000	65.738.000	116.015.000	1.832.000	77.992.000
Capitalización	35.764.770	53.905.160	24.247.135	9.618.000	49.680.904
Ventas	156.133.332	38.769.000	432.442.000	111.137.000	121.741.000
Pat. Neto	121.209.549	(2.375.000)	66.254.000	28.714.000	86.839.000
Deuda	60.871.664	43.693.000	479.751.000	51.852.000	150.610.000
Tesorería	10.362.654	7.855.000	49.658.000	6.933.000	1.888.000
Deuda Neta	50.509.010	35.838.000	430.093.000	44.919.000	148.722.000
EBITDA	2.914.000	(2.420.000)	41.260.000	12.000.000	(8.990.000)
BPA	(1,06)	(0,11)	(0,79)	2,37	(0,28)
EV	86.273.780	89.743.160	454.340.135	54.537.000	198.402.904
* Cotización del último día del ejercicio económico de cada empresa. Datos del ejercicio económico 2012 de cada empresa, expresados en euros.					

Tabla 4.5.- Datos financieros de las empresa del sector textil cotizadas en bolsa

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de cada empresa

	A.D.	Dogi	Tavex	Liwe	Sniace	Media	Inditex
PER	NEG	NEG	NEG	2,21	NEG	2,21	27,78
P/V	0,23	1,39	0,06	0,09	0,41	0,43	4,12
P/VC	0,30	NEG	0,37	0,33	0,57	0,39	7,75
EV/EBITDA	29,61	NEG	11,01	4,54	NEG	15,05	16,86

Tabla 4.6.- Ratios de las empresas del sector textil cotizadas en bolsa

Fuente: Elaboración propia

Ratios		Inditex		Valor Medio (miles €)	Valor medio por acción (€)
PER	2,21	Beneficio neto	2.367.013	5.239.570	8,41
P/V	0,43	Ventas	15.946.143	6.921.212	11,10
P/VC	0,39	Valor Contable	8.481.861	3.325.102	5,33
EV/EBITDA	15,05	EBITDA	3.912.957	58.907.008	94,50

Tabla 4.7.- Valoración de Inditex por múltiplos

Fuente: Elaboración propia

Así, obtenemos que por el método de los múltiplos comparables el valor de Inditex estaría comprendido entre los 5.000 millones de euros y los 60.000 millones de euros y entre unos 5 euros por acción y 95 euros por acción. Por tanto, podemos concluir que según estos métodos y teniendo en cuenta los 105,50 euros por acción a los que cotizaba Inditex el último día de su ejercicio económico (31 de enero de 2013), la compañía está sobrevalorada

Este rango tan amplio se debe a que las empresas del sector obtienen unas cifras de beneficio, ventas, valor contable y EBITDA muy distinta de lo que obtiene Inditex. Inditex es la líder indiscutible del sector.

Como puede observarse, existe una gran dispersión en los múltiplos del sector, aparte de los datos negativos, lo que resta algo de fiabilidad al método. La comparación de estos ratios nos proporciona que Inditex tiene unas mayores perspectivas hacia futuro que las demás empresas, teniendo un balance saneado y una rentabilidad muy superior a sus competidores. Esto el mercado lo asume, reflejándose en estos ratios y en la cotización de las acciones de Inditex, muy por encima del resto de compañías.

CAPÍTULO 5. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA¹

Según Fernández (2005), estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (*cash flows*) que generará la misma en el futuro, para luego descontarlos a una tasa adecuada según los flujos de caja que se utilicen en la valoración. Según este autor, se trata de un método “conceptualmente correcto”, ya que se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa (valor de las acciones más valor de la deuda) se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando la tasa de descuento apropiada. Del mismo modo, el valor de las acciones de una empresa (sin tener en cuenta las deudas de la misma) proviene de su capacidad de generar flujos de caja para los propietarios de las acciones, suponiendo la continuidad de la organización.

La expresión general para este conjunto de métodos es la siguiente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t} + \frac{VR_n}{(1+K)^n}$$

Donde:

V = Valor de la empresa.

FC_t = Flujo de caja general en el año n.

K = Tasa de descuento apropiada según el tipo de flujo de caja.

VR_n = Valor residual o de continuidad de la empresa en el año n.

En cuanto a esta última variable, Fernández (2005) propone que el valor residual o de continuidad de la empresa se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo, suponiendo una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = \frac{CF_n \times (1+g)}{(K-g)}$$

Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012) también proponen, aparte de la opción anterior, que el valor de continuidad se puede calcular considerando que los flujos de caja se mantienen constantes:

$$VR_n = \frac{CF_n}{K}$$

En la tabla 5.1 se muestran los distintos flujos de fondo que se pueden utilizar en este método, así como la tasa de descuento apropiada a cada flujo. En este trabajo solo se utilizarán dos de ellos: los flujos de caja para los accionistas y los flujos de caja libre. Es necesario disponer de unos balances previsionales y cuentas de pérdidas y ganancias previsionales para obtener estos flujos de caja futuros y poder calcular el valor de la empresa en el momento actual.

¹ Capítulo elaborado a partir de:

- Fernández, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestion 2000.,
- Torre Gallegos, A. d. I., & Jimenez Naharro, F. (2012). *Manual de valoración de empresas y análisis bursátil*. Sevilla: Digital@tres.

Flujo de Caja	Tasa de Descuento apropiada
Flujo de caja libre para los accionistas	Rentabilidad exigida a las acciones
Flujo de caja para la deuda	Rentabilidad exigida a la deuda
Flujo de caja libre para la empresa (free cash flow)	Coste medio ponderado de los recursos (deuda y acciones)
Capital cash flow	Coste medio ponderado de los recursos antes de impuestos

Tabla 5.1.- Resumen de los flujos de caja y las tasas apropiada para cada flujo

Fuente: Fernández (2005)

5.1. CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL FLUJO DE CAJA LIBRE PARA LA EMPRESA O FREE CASH FLOW

El *cash flow* libre, *free cash flow* (FCF) o flujo de caja libre para la empresa (FCL_{empresa}) es el flujo de caja generado por las actividades de la empresa, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades de fondo de maniobra, suponiendo que no hay deuda ni cargas financieras, y representa la liquidez disponible para retribuir los recursos propios y los recursos ajenos.

Este flujo de caja se puede obtener de la siguientes dos maneras:

Obtención del <i>Cash Flow</i> libre para la empresa	
(+) Beneficio Neto	(+) Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT o EBIT)
(+) Amortizaciones	(-) Impuestos sobre el BAIT
(+) Gastos Financieros	(=) Beneficio neto sin deuda
(-) Inversiones en Activo Fijo	(+) Amortizaciones
(-) Inversiones en Activo Circulante (Fondo de Maniobra)	(-) Inversiones en Activo Fijo
(=) Flujo de caja libre para la empresa	(-) Inversiones en Activo Circulante (Fondo de Maniobra)
	(=) Flujo de caja libre para la empresa
Flujo de caja libre para la empresa según Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012)	Flujo de caja libre para la empresa según Fernández (2005)

Tabla 5.2.- Métodos para la obtención del flujo de caja libre para la empresa

Fuente: Fernández (2005) y Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012)

En el caso del FCL_{empresa} la tasa de descuento que se utiliza para calcular el valor de la empresa es el Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC o WACC en inglés), que es el coste medio ponderado de la deuda y de las acciones.

$$CMPC = \frac{K_d \times (1 - t) \times D + K_{cp} \times CP}{D + CP}$$

Donde:

K_d = Coste de los recursos ajenos o deuda.

K_{cp} = Coste de los recursos propios o capital propio.

D = Recursos ajenos o deuda (a largo plazo).

CP = Recursos propios o capital propio.

T = impuesto sobre los beneficios.

Así, finalmente, el valor de la empresa utilizando el flujo de caja libre para la empresa vendrá dado por la siguiente expresión:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_{empresa_t}}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VR_n}{(1 + CMPC)^n}$$

5.2. CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL FLUJO DE CAJA LIBRE PARA EL ACCIONISTA

El *cash flow* disponible para las acciones ($FCL_{accionista}$) es el remanente de dinero que queda finalmente disponible para los accionistas y que se puede destinar a dividendos o a la recompra de acciones. Se calcula restando al $FCL_{empresa}$ los pagos por amortización financiera de principal e intereses (después de impuestos) que se realiza en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda (variación neta de deuda, ya sea positiva o negativa). Es decir, es el flujo de caja que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de inversión en activos fijos y de fondo de maniobra, y de haber pagado los gastos financieros y devuelto el principal de la deuda que corresponda en cada periodo.

El flujo de caja libre para el accionista se puede calcular de las dos siguientes formas:

Obtención del <i>Cash Flow</i> libre para el accionista	
(+) <i>Cash Flow</i> libre para la empresa	(+) Beneficio neto
(-) Gastos Financieros $\times (1 - T)$	(+) Amortizaciones
(-) Pagos de principal	(-) Inversiones en Activo Fijo
(+) Nueva deuda	(-) Inversiones en Activo Circulante (Fondo de Maniobra)
(=) <i>Cash Flow</i> libre para el accionista	(+/-) Variación de deuda
	(=) <i>Cash Flow</i> libre para el accionista
Flujo de caja libre para la empresa según Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012)	Flujo de caja libre para la empresa según Fernández (2005)

Tabla 5.3.- Métodos para la obtención del flujo de caja libre para el accionista

Fuente: Fernández (2005) y Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012)

Al actualizar el $FCL_{accionista}$ estamos valorando solo las acciones de la empresa, por lo que la tasa de descuento apropiada es la rentabilidad exigida por los accionistas o coste del capital propio para la empresa. Para hallar el valor de la empresa en su conjunto será preciso sumar al valor de las acciones el valor de la deuda existente en el año de valoración.

La rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a partir del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) o modelo de valoración de activos financieros, que define dicha rentabilidad de la siguiente manera:

$$K_{cp} = R_f + \beta_t \times (R_m - R_f)$$

Donde:

K_{cp} = Rentabilidad exigida por el accionista.

R_f = Rentabilidad de los activos libres de riesgo a largo plazo (bonos del Estado)

R_m = Rentabilidad del mercado.

β_t = Coeficiente beta del título t (beta de la acción).

$(R_m - R_f)$ = Prima de riesgo del mercado.

Por lo tanto, el valor de la empresa utilizando el *cash flow* libre para el accionista se calcula a partir de la siguiente expresión:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CFL_{accionista_t}}{(1 + K_{cp})^t} + \frac{VR_n}{(1 + K_{cp})^n} + Deuda_0$$

5.3. VALORACIÓN DE INDITEX MEDIANTE EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Para la valoración de Inditex por este método utilizaremos los flujos de caja libres para la empresa y para el accionista. Este método conlleva la realización de una proyección de balances y de cuentas de pérdidas y ganancias. Sin embargo, como no disponemos de esa información, aquí proponemos calcular los flujos de caja de los años 2007 a 2012 y obtener una tasa media de crecimiento de los flujos de caja dentro de ese horizonte temporal. Una vez obtenida dicha tasa media de crecimiento, se aplicará a los flujos de caja del último año para obtener los *cash flow* previsionales de los años 2013, 2014 y 2015.

Para el cálculo del CMPC y del coste del capital propio hemos obtenido y/o calculado los siguientes datos:

Concepto	Valor
Deudas a largo plazo en año 2012	4.306 miles de euros
Coste de la deuda en el año 2012	3,00%
Capitalización	65.761.357 miles de euros
Rentabilidad de los activos libres de riesgo	4,612%
Beta de la empresa en el año 2012	0,60
Prima del mercado	5,9%
Tasa impositiva del año 2012	24,40%

Tabla 5.4.- Datos para el cálculo del CMPC y K_{cp}

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de varias fuentes

Algunas notas y fuentes con respecto a los datos de la tabla 5.4 son las siguientes:

- El coste de la deuda no se ha podido calcular con los datos que facilita la empresa en sus cuentas anuales, por lo que hemos supuesto un tipo de interés de mercado. Este tipo de interés de mercado lo hemos obtenido de la página web del Banco de España, en la que se publican los tipos de interés de operaciones de préstamos y créditos a las sociedades no financieras. Así, en el año 2012 ese tipo de interés fue del 3% para préstamos y créditos superiores a un millón de euros.
- En cuanto a la rentabilidad de los activos libres de riesgo, se trata de la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a 10 años en el momento de la valoración, dato obtenido de la página web del Tesoro Público (<http://www.tesoro.es>).
- El coeficiente beta de la empresa se ha obtenido de la página web de Bolsas y Mercados Españoles (<http://www.bolsasymercados.es>).

- La prima de riesgo del mercado que hemos supuesto se ha obtenido de una encuesta realizada por Fernández et al (2011). Dicho estudio consistió en enviar por correo electrónico una encuesta a directivos de empresas, a analistas y a profesores de universidad preguntando por la prima de riesgo del mercado que utilizaban en sus estudios, trabajo, etc., dando como promedio entre los tres colectivos una prima del mercado del 5,9%.
- La tasa impositiva del año 2012 se ha calculado dividiendo el impuesto sobre beneficios pagado en ese año entre el resultado antes de impuestos.

Con todos estos datos podemos calcular el coste del capital propio y el coste medio ponderado del capital:

$$K_{cp} = R_f + \beta_t \times (R_m - R_f)$$

$$K_{cp} = 0,04612 + 0,60 \times 0,059$$

$$K_{cp} = 8,1520 \%$$

$$CMPC = \frac{0,03 \times (1 - 0,2440) \times 4.306 + 0,081520 \times 65.761.357}{4.306 + 65.761.357}$$

$$CMPC = 8,1516 \%$$

Como podemos observar, el coste del capital propio y el CMPC son prácticamente idénticos. Esto es debido al bajo endeudamiento que tiene la empresa y al ser el capital propio la fuente principal de financiación. En el año 2012 el Patrimonio Neto representó el 66% del total de Patrimonio Neto y Pasivo, el Pasivo No Corriente tan solo el 7% del total y el Pasivo Corriente el 27%, principalmente por los proveedores.

El siguiente paso consiste en calcular los dos flujos de caja, y obtener una tasa media de crecimiento de éstos para obtener los flujos de caja futuros, siguiendo la metodología de Fernández (2005).

Después aplicamos dicha tasa media a los flujos de caja del último año y obtenemos los flujos de caja de los años 2013, 2014 y 2015. Cada flujo se actualiza con su tasa correspondiente (CMPC y K_{cp}) y obtenemos los flujos de caja en el momento actual. Para el cálculo del valor residual o de continuidad hemos supuesto que el flujo de caja del último año crece a tres tasas diferentes (siguiendo a Martínez Conesa & García Meca, 2005): 3%, 4% y 5%. Dicho valor residual también se debe actualizar con la tasa adecuada (con la tasa del último periodo) y con ello obtenemos el valor residual en el momento actual.

Por último, sumando los distintos flujos de caja actualizados y los valores residuales actualizados (según la tasa de crecimiento), obtenemos el valor de la empresa. Sin embargo, en el caso del flujo de caja para el accionista, como dijimos anteriormente, para obtener el valor de la empresa debemos sumar la deuda a largo plazo existente en el momento de la valoración.

El proceso de obtención de los dos flujos de caja lo podemos ver en las tablas 5.7 y 5.8. En la tabla 5.5 vemos los flujos actualizados y ya en la tabla 5.6 tenemos el valor de la empresa en función de caja flujo de caja y de cada tasa de crecimiento del valor de continuidad.

Con esto se ha obtenido una valoración de la compañía que oscila entre 54.430.552 y 55.132.235 miles de euros para un crecimiento del 3%, entre 66.589.412 y 67.448.471 miles de euros para $g = 4\%$ y entre 86.464.227 y 87.579.578 miles de euros para un crecimiento del 5%. Igualmente, esto nos da un valor por acción de entre 87,32 y 88,45 euros para el primer caso, entre 106,83 y 108,21 euros por acción para el segundo caso y entre 138,71 y 140,50 euros por acción para el tercer caso.

Por tanto, según este método y teniendo como referencia el precio de la acción en el último día del año de la empresa (105,50 euros por acción), Inditex estaría sobrevalorada para un crecimiento del 3%, estaría infravalorada para un crecimiento del 5% y, para el caso de que el valor de continuidad creciera a una tasa del 4% Inditex estaría bien valorada por el mercado.

En el anexo se encuentran los cálculos del valor de Inditex siguiendo el proceso de cálculo de Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012), que prácticamente da los mismos resultados.

Años	FCL _{empresa}	Tasa Actualización (CMPC)	FCL _{empresa} actualizado	FCL _{accionista}	Tasa Actualización (K _{cp})	FCL _{accionista} actualizado
2013	1.995.680	1,0815	1.845.261	2.013.218	1,0815	1.861.470
2014	2.463.798	1,1697	2.106.391	2.490.781	1,1697	2.129.445
2015	3.041.720	1,2650	2.404.475	3.081.629	1,2650	2.435.996
Valor de continuidad según cada tasa de crecimiento						
3%	60.815.338	1,2650	48.074.425	61.608.650	1,2650	48.701.017
4%	76.196.596	1,2650	60.233.284	77.189.161	1,2650	61.017.253
5%	101.338.728	1,2650	80.108.099	102.655.782	1,2650	81.148.360

Datos de flujos de caja expresados en miles de euros

Tabla 5.5.- Actualización de los flujos de caja de Inditex

Fuente: Elaboración propia

Valoración global de Inditex según tasa perpetuidad			
	3%	4%	5%
Flujo de caja libre para la empresa	54.430.552	66.589.412	86.464.227
Flujo de caja libre para el accionista	55.132.235	67.448.471	87.579.578
Valoración de Inditex por acción según tasa perpetuidad			
	3%	4%	5%
Flujo de caja libre para la empresa	87,32	106,83	138,71
Flujo de caja libre para el accionista	88,45	108,21	140,50

Datos en miles de euros para la valoración global
Datos en euros para la valoración por acción

Tabla 5.6.- Valoración de Inditex por descuento de flujos de caja

Fuente: Elaboración propia

Flujo de caja libre para la empresa	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(+) Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT o EBIT)		1.668.222	1.608.536	1.728.388	2.290.469	2.522.006	3.116.840
<i>Tasa impositiva</i>		23,57%	20,50%	23,67%	25,00%	23,97%	24,40%
(-) Impuestos sobre el BAIT		393.196	329.750	409.138	572.527	604.608	760.509
(=) Beneficio neto de la empresa sin deuda		1.275.026	1.278.786	1.319.250	1.717.942	1.917.398	2.356.331
(+) Amortizaciones		480.621	578.320	645.801	675.738	699.154	754.680
(-) Inversiones en Activo Fijo		880.173	816.376	329.970	745.919	1.286.666	1.021.937
<i>Fondo de Maniobra</i>	263.591	523.528	873.193	1.638.835	2.527.604	2.734.515	3.207.086
(-) Inversiones en Activo Circulante (Var. Fondo de Maniobra)		259.937	349.665	765.642	888.769	206.911	472.571
(=) Flujo de caja libre para la empresa		615.537	691.065	869.439	758.992	1.122.975	1.616.503
Tasa de crecimiento flujos de caja		-	12,27%	25,81%	(12,70%)	47,96%	43,95%
						Tasa media	23,46%

Tabla 5.7.- Cálculo del flujo de caja libre para la empresa de Inditex

Fuente: Elaboración propia

Flujo de caja libre para el accionista	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Flujo de caja libre para la empresa	615.537	691.065	869.439	758.992	1.122.975	1.616.503	
(-) Intereses pagados (1 - t)	4.759	7.451	7.196	2.671	10.536	7.953	
(+/-) Nueva deuda	(4.956)	(29.117)	(8.245)	(284)	(3.168)	2.762	
(=) Flujo de caja libre para el accionista	615.341	669.399	868.390	761.379	1.130.342	1.627.219	
Tasa de crecimiento flujos de caja		8,79%	29,73%	-12,32%	48,46%	43,96%	
						Tasa media	23,72%

Tabla 5.8.- Cálculo del flujo de caja libre para el accionista de Inditex

Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES

El problema de los métodos basados en el valor patrimonial, en el beneficio o en el fondo de comercio es que se basan únicamente en los balances o en la cuenta de resultados, además de tener solo en cuenta datos históricos. Es decir, no consideran las distintas perspectivas que pueda tener una empresa. Por ello, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de caja futuros esperados, aun tratándose de estimaciones. Este último método es el más apropiado porque tiene en cuenta que el valor de las acciones de una empresa viene dado por la capacidad de la misma para generar flujos de caja o dinero para los propietarios de las acciones (Fernández, 2005). Tanto la literatura sobre análisis financiero como los propios analistas financieros ponen de manifiesto la supremacía de la metodología del descuento de flujos de caja.

Sin embargo, también es bueno tratar de calcular el valor de una empresa mediante distintos métodos de valoración con el fin de obtener un valor más realista y que no dependa de las suposiciones de solo un método. Los métodos explicados en este trabajo tienen el inconveniente de ignorar los activos intangibles de las empresas, los cuales, aunque no están incluidos en los estados financieros, afectan al valor de las acciones. Por ello, existen y cada vez son más los métodos que intentan reflejar esos activos intangibles no contenidos en las cuentas anuales y que son, en buena medida, responsables del valor de mercado de las acciones de una empresa (Martínez Conesa & García Meca, 2005).

En cuanto a la aplicación práctica de los métodos de valoración desarrollados en este trabajo, en la tabla 6.1 tenemos un resumen de todas las valoraciones de Inditex obtenidas mediante dichos métodos. Podemos ver que hay una gran variedad de valoraciones en función de cada método y en función de los supuestos que establecemos.

En relación a la tabla 6.1 podemos concluir que las acciones de Inditex en bolsa están sobrevaloradas, ya que la mayoría de métodos dan un valor de la empresa menor que su valor en el mercado. Esta sobrevaloración puede deberse a las expectativas que tienen los inversores sobre la compañía en cuanto a su posición de liderazgo que tiene en el sector, lo cual puede tener su origen en la esperanza de los inversores en que la empresa obtenga cada año unos excelentes resultados, pudiendo con ello repartir unos altos dividendos. Por tanto, esta diferencia entre el valor que cada método asigna a la empresa y su valor de mercado está originado por cuestiones inmateriales o intangibles, como su buena posición competitiva en el mercado, la fidelidad de los clientes o su presencia internacional, además de las expectativas de crecimiento que tienen los inversores sobre la empresa.

Teniendo en cuenta el análisis del entorno que se hizo en el capítulo 2 también podemos concluir que las acciones de la empresa se encuentran sobrevaloradas. El panorama en el que se encuentra la economía en general, y el sector textil en particular, hace que muchas empresas estén cerrando, y las que no cierran están teniendo unos malos resultados, mientras Inditex va a “contracorriente”.

Sin embargo, esta sobrevaloración puede estar justificada por las razones que dijimos antes, ya que Inditex es la empresa del sector que obtiene los mejores resultados, con unos altos beneficios y financiándose básicamente con capital propio y teniendo un bajo endeudamiento, además de tener una alta rentabilidad económica (ROA) y también una alta rentabilidad financiera (ROE). Igualmente, los inversores esperan que estos resultados se mejoren año tras año debido a la política de crecimiento que está llevando a cabo la empresa, principalmente a través de la expansión internacional y de la venta *online*.

Método de valoración		Valor por acción (euros)	Valor de la empresa (miles de euros)	Valoración de la empresa	
Valor de Mercado		105,50	65.761357		
Valoración estática	Valor Contable	13,61	8.481.861	Sobrevalorada	
Valoración por múltiplos del sector	PER	8,41	5.239.570	Sobrevalorada	
	P/V	11,10	6.921.212	Sobrevalorada	
	P/VC	5,33	3.325.102	Sobrevalorada	
	EV/EBITDA	94,50	58.907.008	Sobrevalorada	
Valoración dinámica	3%	FCL _{empresa}	87,32	54.430.552	Sobrevalorada
		FCL _{accionista}	88,45	55.132.235	Sobrevalorada
	4%	FCL _{empresa}	106,83	66.589.412	Bien valorada
		FCL _{accionista}	108,21	67.448.471	Bien valorada
	5%	FCL _{empresa}	138,71	86.464.227	Infravalorada
		FCL _{accionista}	140,50	87.579.578	Infravalorada

Tabla 6.1.- Resumen de todas las valoraciones de Inditex en 2012 obtenidas en el trabajo

Fuente: Elaboración propia

Bibliografía

- Alonso Sebastián, R., & Villa Pérez, A. (2006). *Valoración de empresas: Teoría y casos prácticos*. Madrid: Mundi-Prensa Libros, S.A.
- Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció (ACCID) (2009). *Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Barcelona: Profit Editorial.
- Boletín económico*. Banco de España. Febrero de 2013
- Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Cuarto trimestre de 2012*. Instituto Nacional de Estadística, febrero de 2013.
- Costa, M. T., & Duch, N. (2005). La renovación del sector textil-confección en España. *Instituto De Economía De Barcelona*, (355/356), 263-272.
- El sector textil-confección en 2012*. Consejo Intertextil Español, junio de 2012.
- Encuesta de Población Activa. Cuarto trimestre de 2012*. Instituto Nacional de Estadística, enero de 2013.
- Encuesta Industrial Anual de Productos. Año 2011*. Instituto Nacional de Estadística, junio de 2012.
- Encuesta Industrial de Empresas 2011*. Instituto Nacional de Estadística, diciembre de 2012.
- Fernández, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*.
- Fernández, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Documento De Investigación DI-771.IESE Business School, Universidad De Navarra.
- Fernández, P., Aguirreamalloa, J., & Corres, L. (2011). *Prima De Riesgo Del Mercado Utilizada Para España: Encuesta 2011*.
- Índice de Precios al Consumo. Base 2011. Febrero de 2013*. Instituto Nacional de Estadística, marzo de 2013.
- Martínez Conesa, I., & García Meca, E. (2005). *Valoración de empresas cotizadas: Principales métodos, el papel de los intangibles y estudio mediante casos*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Martínez, D. (2012). *Zara: Visión y estrategia de Amancio Ortega*. CONECTA.
- Miguélez Aláez, A. I. (2012). *Inditex y sus principales competidores*.
- Navas López, J. E., & Guerras Martín, L. Á. (2012). *Fundamentos de dirección estratégica de la empresa*. Cizur Menor Navarra: Aranzadi.
- Observatorio económico. 4T12: Nueva contracción de la actividad, con incertidumbre respecto al impacto del ajuste fiscal*. BBVA Research, diciembre de 2012.
- Presentaciones sectoriales: sector textil y confección*. Ministerio de Industria, Energía y Turismo, junio de 2012.
- Salas, O. A. (2011). *Análisis Integral de Empresas: Claves para un chequeo completo: Desde el análisis cualitativo al análisis de balances*. Profit Editorial.
- Síntesis de Indicadores Económicos. Enero 2013*. Ministerio de Economía y Competitividad, enero de 2013.

Situación España. Primer trimestre 2013. Análisis económico. BBVA Research, febrero de 2013.

Situación y perspectivas de la economía mundial 2013. Naciones Unidas, diciembre de 2012.

Sojo Calvo, F. J. (2012). *Evolución y mejora en la competitividad de las empresas del sector textil-confección.* Economía Industrial, (385), 39-46.

Torre Gallegos, A. d. I., & Jiménez Naharro, F. (2012). *Manual de valoración de empresas y análisis bursátil.* Sevilla: Digital@tres.

Prensa en internet:

El sector textil reduce su facturación de 2012 a niveles de hace más de una década, Modaes.es, 12 de marzo de 2013, <http://www.modaes.es/entorno/20130312/el-sector-textil-reduce-su-facturacion-de-2012-a-niveles-de-hace-mas-de-una-decada.html> (consultado 12/03/2013).

El sector textil sufre en 2012 la mayor caída en tres años, Expansión.com, 16 de enero de 2013, <http://www.expansion.com/2013/01/16/empresas/distribucion/1358336714.html> (consultado 16/01/2013).

Fondo Monetario Internacional (2013): *“El FMI proyecta un leve repunte del crecimiento en 2013”*, Imf.org, 23 de enero de 2013, <http://www.imf.org/external/Spanish/pubs/ft/survey/so/2013/NEW012313AS.htm> (consultado 23/01/2013).

Inditex: se avecina otro año de fuerte crecimiento, ElPeriódico.com, 6 de marzo de 2013, <http://bolsa.elperiodico.com/analisis-de-bolsa/fundamental/Inditex-se-avecina-otro-ano-de-fuerte-crecimiento--20130306120243.html> (consultado 6/03/2013)

La crisis arrastra al sector textil, que se contrajo un 4% en 2012, ABC.es, 16 de enero de 2013, <http://www.abc.es/economia/20130116/abci-sector-textil-caida-201301152053.html> (consultado 16/01/2013).

Las exportaciones del sector textil baten su record en 2012 al crecer un 9%, Elpais.com, 11 de marzo de 2013, http://economia.elpais.com/economia/2013/03/11/actualidad/1363005288_469338.html (consultado 11/03/2013).

Las previsiones renovadas para este año: el PIB caerá un 1,3% este año con el paro al 27,1%, ABC.es, 9 de mayo de 2013, <http://www.abc.es/economia/20130426/abci-paro-previsiones-201304261407.html> (consultado 09/05/2013).

Sitios web:

ABI/Inform. Acceso a través del catálogo Fama de la Biblioteca de la Universidad de Sevilla.

Banco de España. Enlace: <http://www.bde.es>

Bolsa de Madrid. Enlace: <http://www.bolsamadrid.es>

BolsaManía. Enlace: <http://www.bolsamania.com>

Bolsas y Mercados Españoles. Enlace: <http://www.bolsasymercados.es>

Caso Estrategia Empresarial: Inditex. Enlace: <http://modarapida.wordpress.com>

Cinco Días. Enlace: <http://www.cincodias.com>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. Enlace: <http://www.cnmv.es>

Dialnet. Acceso a través del catálogo Fama de la Biblioteca de la Universidad de Sevilla.

El Economista. Enlace: <http://www.eleconomista.es>

Estrategias de Inversión. Enlace: <http://www.estrategiasdeinversion.com>

Expansión. Enlace: <http://www.expansion.com>

Infobolsa. Enlace: <http://www.infobolsa.es>

Infomercados. Enlace: <http://www.infomercados.com>

Invertia. Enlace: <http://www.invertia.com>

Juan Sainz de los Terreros. Enlace: <http://www.juanst.com/>

PCBolsa. Enlace: <http://www.pcbolsa.com>

Rankia. Enlace: <http://www.rankia.com>

Servicio de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Acceso a través del catálogo Fama de la Biblioteca de la Universidad de Sevilla.

Tesoro Público, Ministerio de Economía y Competitividad. Enlace: <http://www.tesoro.es>

Wikipedia. Enlace: <http://es.wikipedia.org>

Anexos

Anexo 1. Balances de situación de Inditex desde 2001 hasta 2012 (en miles de euros)

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
ACTIVO NO CORRIENTE	6.198.166	5.521.889	4.623.568	4.391.642	4.512.605	4.124.007	3.593.830	3.156.251	2.605.666	2.171.504	1.853.878	1.734.796
Inmovilizado inmaterial	819.889	832.202	687.435	533.277	547.944	643.531	568.408	499.053	443.874	413.472	378.673	352.622
<i>Inmovilizado material</i>	<i>8.639.328</i>	<i>7.694.327</i>	<i>6.639.999</i>	<i>6.035.731</i>	<i>5.728.766</i>	<i>5.032.324</i>	<i>4.289.032</i>	<i>3.641.149</i>	<i>2.913.736</i>	<i>2.348.166</i>	<i>1.922.775</i>	<i>1.707.564</i>
<i>(Amortización acumulada)</i>	<i>(3.976.921)</i>	<i>(3.631.261)</i>	<i>(3.242.916)</i>	<i>(2.728.923)</i>	<i>(2.277.990)</i>	<i>(1.850.212)</i>	<i>(1.500.216)</i>	<i>(1.231.117)</i>	<i>(1.010.663)</i>	<i>(748.900)</i>	<i>(589.632)</i>	<i>(479.297)</i>
Inmovilizado mat. Neto	4.662.407	4.063.066	3.397.083	3.306.808	3.450.776	3.182.112	2.788.816	2.410.032	1.903.073	1.599.266	1.333.143	1.228.267
Otros activos fijos	715.870	626.621	539.050	551.557	513.885	298.364	236.606	247.166	258.719	158.766	142.062	153.907
ACTIVO CORRIENTE	6.692.150	5.437.289	5.202.511	3.943.795	3.264.041	2.981.595	2.148.332	2.046.612	1.603.505	1.338.848	1.159.918	870.140
Existencias	1.581.297	1.277.009	1.214.623	992.570	1.054.840	1.007.213	823.903	684.392	514.041	486.440	382.439	353.802
Deudores	906.544	548.283	498.801	437.444	600.653	463.716	363.635	327.322	282.479	328.856	237.678	184.228
Otros activos líquidos	361.391	145.245	55.635	93.671	142.257	44.831	54.646	46.493	33.725	27.187	23.769	23.032
Tesorería	3.842.918	3.466.752	3.433.452	2.420.110	1.466.291	1.465.835	906.148	988.405	773.260	496.365	516.032	309.078
TOTAL ACTIVO	12.890.316	10.959.178	9.826.079	8.335.437	7.776.646	7.105.602	5.742.162	5.202.863	4.209.171	3.510.352	3.013.796	2.604.936
PATRIMONIO NETO	8.481.861	7.455.577	6.423.167	5.370.546	4.748.600	4.217.051	3.470.604	2.920.873	2.538.274	2.133.164	1.780.590	1.507.245
Capital suscrito	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500	93.500
Otros fondos propios	8.388.361	7.362.077	6.329.667	5.277.046	4.655.100	4.123.551	3.377.104	2.827.373	2.444.774	2.039.664	1.687.090	1.413.745
PASIVO NO CORRIENTE	923.391	800.827	728.005	659.931	637.198	430.484	386.817	431.162	225.560	254.814	211.933	258.554
Deudas financieras a L/P	4.306	1.544	4.712	4.996	13.241	42.358	47.314	76.099	193.628	231.735	170.786	203.204
Otros pasivos fijos	774.754	651.965	567.223	527.881	522.137	340.445	294.389	313.098	-	-	-	-
Provisiones	144.331	147.318	156.070	127.054	101.820	47.681	45.114	41.965	31.932	23.079	41.147	55.350
PASIVO CORRIENTE	3.485.064	2.702.774	2.674.907	2.304.960	2.390.848	2.458.067	1.884.741	1.850.828	1.445.337	1.122.374	1.021.273	839.137
Deudas financieras a C/P	2.437	686	2.682	35.058	234.027	371.276	145.077	209.192	160.934	83.518	146.765	119.552
Acreedores comerciales	3.243.281	2.475.140	1.925.945	1.557.752	1.540.765	1.679.072	1.618.825	1.509.526	784.183	652.422	506.173	426.342
Otros pasivos líquidos	239.346	226.948	746.280	712.150	616.056	407.719	120.839	132.110	500.220	386.434	368.335	293.243
TOTAL PN + PASIVO	12.890.316	10.959.178	9.826.079	8.335.437	7.776.646	7.105.602	5.742.162	5.202.863	4.209.171	3.510.352	3.013.796	2.604.936

Anexo 2. Cuentas de Pérdidas y Ganancias de Inditex desde 2007 hasta 2012 (en miles de euros)

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
OPERACIONES CONTINUADAS						
+ Importe neto de la cifra de negocios	15.946.143	13.792.612	12.526.595	11.083.514	10.406.960	9.434.670
+/- Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	304.288	62.386	-	-	47.627	183.310
- Aprovisionamientos	(6.721.113)	(5.674.602)	(5.104.573)	(4.755.505)	(4.540.347)	(4.269.269)
- Gastos de personal	(2.547.710)	(2.234.178)	(2.009.429)	(1.791.632)	(1.703.188)	(1.472.900)
- Otros gastos de explotación	(3.057.073)	(2.685.150)	(2.442.782)	(2.162.188)	(2.024.196)	(1.726.968)
- Amortización del inmovilizado	(754.680)	(699.154)	(675.738)	(645.801)	(578.320)	(480.621)
+/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	(41.437)	(36.512)	-	-	-	-
+/- Otros resultados	(11.578)	(3.396)	(3.604)	-	-	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	3.116.840	2.522.006	2.290.469	1.728.388	1.608.536	1.668.222
+ Ingresos financieros	23.762	30.384	21.257	8.679	26.244	20.746
- Gastos financieros	(10.520)	(13.858)	(3.561)	(9.428)	(9.372)	(6.227)
+/- Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-	-	-	-	-	-
+/- Diferencias de cambio	887	20.480	13.420	4.531	(38.471)	(13.556)
+/- Resultado por deterioro/reversión del deterioro de activos (neto)	-	-	-	-	-	(16.042)
+/- Participación en el resultado del ejercicio de las asociadas	-	-	-	-	-	(7.508)
RESULTADO FINANCIERO	14.129	37.006	31.116	3.782	(21.599)	(22.587)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	3.130.969	2.559.012	2.321.585	1.732.170	1.586.937	1.645.635
- Impuestos sobre beneficios	(763.956)	(613.480)	(580.305)	(410.033)	(325.322)	(387.872)
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	2.367.013	1.945.532	1.741.280	1.322.137	1.261.615	1.257.763
OPERACIONES INTERRUMPIDAS						
+/- Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	-	-	-	-	-	-
RESULTADO DEL EJERCICIO	2.367.013	1.945.532	1.741.280	1.322.137	1.261.615	1.257.763

Anexo 3. Cuentas de Pérdidas y Ganancias de Inditex desde 2007 hasta 2012 mostrando el cálculo del EBITDA y EBIT (en miles de euros)

	2012	2011	2010	2009	2008	2.007
+ Ventas	15.946.143	13.792.612	12.526.595	11.083.514	10.406.960	9.434.670
– Coste de la mercancía	(6.416.825)	(5.612.216)	(5.104.573)	(4.755.505)	(4.492.720)	(4.085.959)
MARGEN BRUTO	9.529.318	8.180.396	7.422.022	6.328.009	5.914.240	5.348.711
– Gastos de explotación	(5.604.783)	(4.919.328)	(4.452.211)	(3.953.820)	(3.727.384)	(3.199.868)
+/- Otras pérdidas y ganancias	(11.578)	(3.396)	(3.604)	-	-	-
RESULTADO OPERATIVO (EBITDA)	3.912.957	3.257.672	2.966.207	2.374.189	2.186.856	2.148.843
– Amortizaciones y depreciaciones	(796.117)	(735.666)	(675.738)	(645.801)	(578.320)	(480.621)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	3.116.840	2.522.006	2.290.469	1.728.388	1.608.536	1.668.222
+/- Resultado financiero	14.129	37.006	31.116	3.782	(21.599)	(22.587)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	3.130.969	2.559.012	2.321.585	1.732.170	1.586.937	1.645.635
– Impuesto sobre beneficios	(763.956)	(613.480)	(580.305)	(410.033)	(325.322)	(387.872)
RESULTADO NETO	2.367.013	1.945.532	1.741.280	1.322.137	1.261.615	1.257.763

Anexo 4. Cálculo del valor de Inditex por el descuento de flujos de caja siguiendo a Torre Gallegos & Jiménez Naharro (2012)

Flujo de caja libre para la empresa	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(+) Beneficio neto		1.257.763	1.261.615	1.322.137	1.741.280	1.945.532	2.367.013
(+) Amortizaciones		480.621	578.320	645.801	675.738	699.154	754.680
(+) Gastos Financieros		6.227	9.372	9.428	3.561	13.858	10.520
(-) Inversiones en Activo Fijo		880.173	816.376	329.970	745.919	1.286.666	1.021.937
<i>Fondo de Maniobra</i>	<i>263.591</i>	<i>523.528</i>	<i>873.193</i>	<i>1.638.835</i>	<i>2.527.604</i>	<i>2.734.515</i>	<i>3.207.086</i>
(-) Inversiones en Activo Circulante (Fondo de Maniobra)		259.937	349.665	765.642	888.769	206.911	472.571
(=) Flujo de caja libre para la empresa		604.501	683.266	881.754	785.891	1.164.967	1.637.705
Tasa de crecimiento flujos de caja			13,03%	29,05%	-10,87%	48,24%	40,58%
						Tasa media	24,00%

Flujo de caja libre para el accionista	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
(+) Beneficio neto	1.257.763	1.261.615	1.322.137	1.741.280	1.945.532	2.367.013	
(+) Amortizaciones	480.621	578.320	645.801	675.738	699.154	754.680	
(-) Inversiones en Activo Fijo	880.173	816.376	329.970	745.919	1.286.666	1.021.937	
(-) Inversiones en Activo Circulante (Fondo de Maniobra)	259.937	349.665	765.642	888.769	206.911	472.571	
(+/-) Nueva deuda	(4.956)	(29.117)	(8.245)	(284)	(3.168)	2.762	
(=) Flujo de caja libre para el accionista	593.318	644.777	864.081	782.046	1.147.941	1.629.947	
Tasa de crecimiento flujos de caja		8,67%	34,01%	-9,49%	46,79%	41,99%	
						Tasa media	24,39%

Años	FCL _{empresa}	Tasa Actualización (CMPC)	FCL _{empresa} actualizado	FCL _{accionista}	Tasa Actualización (K _{cp})	FCL _{accionista} actualizado
2013	2.030.828	1,0815	1.877.760	2.027.547	1,0815	1.874.720
2014	2.518.318	1,1697	2.153.003	2.522.136	1,1697	2.156.251
2015	3.122.828	1,2650	2.468.590	3.137.371	1,2650	2.480.060
Valor de continuidad según cada tasa de crecimiento						
3%	62.436.974	1,2650	49.356.326	62.723.067	1,2650	49.581.952
4%	78.228.373	1,2650	61.839.401	78.585.408	1,2650	62.120.973
5%	104.040.918	1,2650	82.244.176	104.512.686	1,2650	82.616.224
Datos de flujos de caja expresados en miles de euros						

Valoración global de Inditex según tasa perpetuidad			
	3%	4%	5%
Flujo de caja libre para la empresa	55.855.679	68.338.753	88.743.529
Flujo de caja libre para el accionista	56.097.290	68.636.310	89.131.562
Valoración de Inditex por acción según tasa perpetuidad			
	3%	4%	5%
Flujo de caja libre para la empresa	89,61	109,63	142,37
Flujo de caja libre para el accionista	90,00	110,11	142,99
Datos en miles de euros para la valoración global			
Datos en euros para la valoración por acción			