



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas  
Curso 2012/2013

**Tres aproximaciones para el análisis  
fundamental: El caso de Inditex  
(Three approaches for fundamental analysis:  
The Inditex case)**

---

**INDITEX**

Realizado por el alumno D Cipriano Gurdiel Ramón

Tutelado por la profesora D<sup>a</sup> M<sup>a</sup> Teresa Tascón Fernández

León, a 1 de septiembre de 2013

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

---

RESUMEN .....	6
1. INTRODUCCIÓN .....	7
2. OBJETO DEL TRABAJO .....	9
3. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA.....	11
3.1. ANÁLISIS RELATIVO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS .....	11
3.2. ANÁLISIS EXTERNO DE LA EMPRESA .....	11
3.2.1. Modelo de las cinco fuerzas de Porter .....	12
3.2.2. Análisis DAFO.....	12
3.3. APLICACIÓN DE MÉTODOS DE VALORACIÓN A LA EMPRESA ....	12
3.3.1. Valor patrimonial .....	13
3.3.2. Descuento de flujos de fondos.....	13
3.3.3. Valor de mercado .....	15
4. EXPLICACIÓN DE LA VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS SELECCIONADOS .....	15
4.1. <i>FREE CASH FLOW</i> .....	15
4.2. FLUJO DE FONDOS DISPONIBLE PARA LAS ACCIONES.....	17
4.3. DIVIDENDOS POR ACCIÓN .....	22
4.4. MÉTODO DE DESCUENTO DE RESULTADOS ANORMALES.....	23
5. INDITEX: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, EL NEGOCIO Y SU ESTRATEGIA .....	25
5.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y TRAYECTORIA .....	25
5.2. EL NEGOCIO Y SU ESTRATEGIA .....	30
5.3. ANÁLISIS POR FORMATO COMERCIAL .....	36
6. INDITEX: ANÁLISIS EMPÍRICO .....	46
6.1. ANÁLISIS RELATIVO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS (RATIOS) .	46
6.1.1. Cuenta pérdidas y ganancias .....	46
6.1.2. Balance de Situación .....	53

<b>6.2. ANÁLISIS EXTERNO DE LA EMPRESA .....</b>	<b>59</b>
6.2.1. Modelo de las cinco fuerzas de Porter .....	59
6.2.2. Análisis DAFO.....	64
6.2.2.1. Análisis interno: fortalezas y debilidades .....	64
6.2.2.2. Análisis externo: oportunidades y amenazas.....	70
<b>6.3. ANÁLISIS DE VALORACIÓN DE LA EMPRESA .....</b>	<b>72</b>
6.3.1. Valor patrimonial. ....	72
6.3.2. Descuento de flujos de fondos ( <i>cash flow</i> ).....	73
6.3.2.1. Free cash flow .....	74
6.3.2.2. Cash flow disponible para las acciones .....	79
6.3.2.3. Dividendos.....	84
6.3.2.4. Método de descuento de resultados anormales (beneficio económico) .....	88
6.3.3. Valor de mercado .....	90
<b>7. CONCLUSIONES .....</b>	<b>94</b>
<b>8. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>98</b>
<b>ANEXO .....</b>	<b>100</b>
<b>ANEXO 1: Balance de situación.....</b>	<b>100</b>
<b>ANEXO 2: Cuenta pérdidas y ganancias .....</b>	<b>115</b>
<b>ANEXO 3: Datos mensuales cotización Inditex e Índice IBEX 35 .....</b>	<b>127</b>
<b>ANEXO 4: Emisión de deuda, en empresas IBEX 35 en el año 2013.....</b>	<b>129</b>

ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS	Pág.
Tabla 2.1. Métodos de valoración aplicados.....	10
Tabla 4.1. Betas de las empresas españolas del IBEX-35, periodo 1990-1996.....	19
Tabla 4.2. Recomendaciones “market risk premium”.....	21
Tabla 4.3. Bolsa española. Rentabilidad anual del índice total (acciones), de la renta fija y rentabilidad diferencial sobre la renta fija.....	21
Figura 5.1. Expansión mundial del grupo INDITEX.....	26
Figura 5.2. Modelo de negocio de INDITEX.....	31
Figura 5.3. Mapa de distribución centralizada del grupo Inditex.....	33
Figura 5.4. Estrategia multi-cadena y público objetivo. Inditex.....	37
Figura 5.5. Mapa de ubicación sedes por marca.....	37
Tabla 6.1. Ratios cuenta pérdidas y ganancias.....	47
Figura 6.2. Evolución del ratio porcentaje margen bruto.....	48
Figura 6.3. Evolución ratio gastos VGA sobre margen bruto.....	49
Figura 6.4. Evolución ratio gastos amortización sobre margen bruto.....	50
Figura 6.5. Evolución ratio gastos financieros sobre beneficio de explotación.....	51
Figura 6.6. Evolución resultado neto después de i+t sobre cifra de negocio.....	52
Tabla 6.7. Ratios balance de situación de Inditex.....	53
Figura 6.8. Coeficiente de solvencia Inditex.....	54
Figura 6.9. Ratio rentabilidad sobre activo fijo.....	55
Figura 6.10. Ratio número de años en pagar la deuda.....	56
Figura 6.11. Ratio deuda sobre fondos propios.....	57
Figura 6.12. Rentabilidad sobre fondos propios (ROE).....	58
Figura 6.13. Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE).....	59
Figura 6.14. Análisis de las cinco fuerzas de Porter para Inditex.....	60
Figura 6.15. Análisis DAFO.....	64
Figura 6.16. Evolución ventas Inditex.....	65
Tabla 6.17. Número de tiendas Inditex a 31/01/13.....	68
Tabla 6.18. Cálculo valor patrimonial acción frente a valor cotización Inditex.....	72
Figura 6.19. Comparación valor patrimonial acción vs valor cotización acción.....	73

Tabla 6.20. Cálculo flujo de fondos libres ( <i>free cash flow</i> ) (FCF) Inditex.....	74
Tabla 6.21. Estimación proyección <i>free cash flow</i> .....	76
Figura 6.22. Ventas Inditex ejercicio 2012 por área geográfica.....	77
Tabla 6.23. Previsión crecimiento producto interior bruto (PIB) por área geográfica del Fondo monetario internacional (FMI).....	78
Tabla 6.24. Cálculo tasa de crecimiento perpetuo “g” .....	78
Tabla 6.25. Valoración empresa por FCF, distintos valores de $\beta$ y PM = 3%.....	79
Tabla 6.26. Valoración empresa por FCF, distintos valores de $\beta$ y PM = 3,50%.....	79
Tabla 6.27. Cálculo <i>cash flow</i> disponible para las acciones (CFac) Inditex.....	80
Tabla 6.28. Estimación proyección <i>cash flow</i> disponible para las acciones. Inditex.....	81
Figura 6.29. Rentabilidad activo sin riesgo (Bono Español 10 años).....	81
Tabla 6.30. Valoración empresa por CFac, distintos valores de $\beta$ y PM = 3%.....	83
Tabla 6.31. Valoración empresa por CFac, distintos valores de $\beta$ y PM = 3,50%.....	83
Tabla 6.32. Cálculo y evolución del dividendo por acción.....	84
Figura 6.33. Evolución dividendos por acción vs beneficio por acción, Inditex.....	85
Tabla 6.34. Cálculo estimación dividendos. Inditex.....	86
Tabla 6.35. Valoración empresa por Dividendos, según valores de $\beta$ y PM = 3%.....	87
Tabla 6.36. Valoración empresa por Dividendos, según valores de $\beta$ y PM = 3,5%.....	87
Tabla 6.37. Cálculo RTDO y RP estimados 2013 al 2017.....	89
Tabla 6.38. Valoración empresa por la actualización de resultados anormales o beneficio económico. Para Prima riesgo del mercado del 3%.....	90
Tabla 6.39. Evolución precio cotización acción vs valor patrimonial en Inditex.....	91
Tabla 6.40. Evolución ratio Precio acción / Valor patrimonial en Inditex.....	91
Figura 6.41. Comparación evolución cotización ITX vs IBEX.....	92
Tabla 6.42. Comparativa Valoración por descuento de flujos vs Valor de mercado.....	93

## RESUMEN

En este trabajo combinamos la identificación de empresas con ventajas competitivas duraderas a largo plazo con la aplicación de varios métodos de valoración que nos permitan aproximar el valor intrínseco y compararlo con el valor de mercado para la toma de decisiones de inversión en Bolsa. Seleccionamos Inditex porque, en plena crisis financiera, ha tenido un comportamiento alcista contrario al del mercado. El análisis de estados financieros propuesto por Buffett, así como el análisis de las cinco fuerzas de Porter y el DAFO, indican que efectivamente la empresa cuenta con esa ventaja competitiva duradera en varios aspectos del negocio. Finalmente, el cálculo del valor de la empresa por cinco métodos, en comparación con el valor de mercado, nos indica que Inditex sigue siendo una buena oportunidad de inversión para el rango de valores obtenidos que consideramos más probable.

## ABSTRACT

In this work we combine the identification of long-lasting competitive advantages of firms with the seeking of the firms' intrinsic value, in order to take investment decisions in the stock markets. We select Inditex because of its bullish behavior, against the bear market, during the crisis. The analysis of financial statements proposed by Buffett, as well as the Porter's five forces model and the SWOT analysis, confirm that the firm has a long-lasting competitive advantage in several aspects of its business. Finally, the firm's value, computed using five methods, compared to its market value, shows that Inditex is still a good investment opportunity for the most likely range of values obtained.

## PALABRAS CLAVE

Inditex, análisis fundamental, métodos valoración empresas, descuento de flujos de efectivo, *free cash flow*, *cash flow* de las acciones, descuento de resultados anormales, valor de mercado, valor patrimonial.

## 1. INTRODUCCIÓN

Hemos querido establecer un método de trabajo para los inversores, que desean invertir parte de sus ahorros en renta variable, concretamente en acciones, buscando una mayor rentabilidad incremental respecto a la renta fija. Aquellos inversores que quieren por sí mismos tomar la decisión de invertir en bolsa, siguiendo los consejos dados por el famoso inversor y filántropo Warren Buffett, para buscar una empresa con ventaja competitiva duradera a largo plazo donde invertir, ya que será este el tipo de empresa la que harán rentable nuestra inversión, posteriormente valorar la empresa por el método de descuento de flujos, que es el método conceptualmente correcto. Finalmente comparar el valor de cotización en bolsa, con la valoración obtenida de la empresa, y decidir si la acción está infravalorada o sobrevalorada.

La empresa seleccionada para ilustrar nuestro análisis es INDITEX, por las siguientes razones:

- es una empresa que está en el Ibex 35, que agrupa las mejores empresas que cotizan en el mercado español;
- es fácil acceder a sus datos financieros;
- está en constante crecimiento y tiene una gran expansión internacional;
- es una empresa líder en su sector, en el diseño, fabricación, distribución y comercialización;
- es la empresa líder en el ranking español de las compañías con mejor reputación corporativa, según el último “Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCO) 2013”;
- su comportamiento en bolsa, en plena crisis financiera ha sido alcista mientras que la gran mayoría de valores del IBEX 35 han sufrido fuertes caídas.

Así pues, queremos saber si Inditex es una empresa con una ventaja competitiva duradera a largo plazo; y si el precio de cotización en bolsa refleja su valor intrínseco, aproximado por los métodos de valoración seleccionados.

Vamos a realizar un análisis fundamental de Inditex que vamos a dividir en tres sub-análisis:

1. Análisis mediante ratios de los estados financieros, siguiendo la metodología propuesta por Warren Buffett.
2. Análisis estratégico de elementos internos y externos (Porter, DAFO).
3. Aplicación de métodos de valoración para comparar con el valor de mercado.

En el apartado 3 se describen los fundamentos teóricos de la metodología que utilizamos en cada uno de los tres tipos de análisis.

En el apartado 4 detallamos los métodos de valoración por descuento de flujos seleccionados. Explicando cada método, pues van a ser nuestra base a la hora de comparar con el valor de cotización.

En el apartado 5 realizamos una descripción de la empresa Inditex, cómo funciona su negocio y sus estrategias, puesto que es fundamental conocer el negocio donde se desea invertir para entender su funcionamiento. De esta manera, seguimos la máxima que recomienda Warren Buffett: “invertir solo en negocios cuyo funcionamiento se entiende, y cuya evolución se puede predecir”.

En el apartado 6 realizamos el análisis empírico fundamental de Inditex, aplicando a los datos y números de la empresa los tres tipos de análisis explicados anteriormente.

Finalmente, en el apartado 7 exponemos las conclusiones del estudio realizado y nuestra opinión personal.



## **2. OBJETO DEL TRABAJO**

El objeto del trabajo es el análisis fundamental de la empresa Inditex, ya que, queremos saber si estamos ante una empresa que realmente tiene una ventaja competitiva duradera a largo plazo y si su valor de cotización está acorde con su valoración, para poder decidir por nosotros mismos si se puede aconsejar la compra de acciones o, por el contrario, aunque sea una buena empresa está sobrevalorada.

Vamos a realizar un análisis fundamental de Inditex dividido en tres grandes análisis que son:

### **1. Análisis de ratios sobre los estados financieros**

Vamos a analizar la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance de situación, que hemos obtenido de las cuentas anuales de Inditex. El estudio será del periodo 2001 al 2012. Aplicamos una serie de ratios recogidos en el libro de Buffett y Clark (2009): *Warren Buffett y la interpretación de los estados financieros: invertir en empresas con una ventaja competitiva*, con el objetivo de poder indicar si Inditex es una empresa competitiva duradera a largo plazo. Estos ratios los vamos a complementar con ratios financieros indicados en el libro “Análisis de estados financieros” Amat (2008).

### **2. Análisis estratégico**

Vamos a realizar un análisis del sector donde opera Inditex y un análisis específico de la empresa. Para llevar a cabo este análisis utilizamos dos herramientas:

- Modelo de las cinco fuerzas de Porter: Para el análisis del sector donde opera.
- Análisis DAFO: Para el análisis específico de la empresa.

### **3. Aplicación de métodos de valoración a la empresa**

Calculamos el valor de la empresa mediante distintos métodos y el valor que le corresponde por acción para compararlos con el valor de mercado de la empresa. Esto nos permite determinar si la acción está infravalorada o sobrevalorada. Los métodos que utilizamos para la valoración de la empresa se recogen en la siguiente tabla.

Tabla 2.1. Métodos de valoración aplicados

VALOR PATRIMONIAL	DESCUENTO DE FLUJOS	VALOR DE MERCADO
• Valor contable (VC)	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Free cash flow</i> (FCF)</li><li>• <i>Cash flow</i> de las acciones (CFac)</li><li>• Dividendos (DPA)</li><li>• Método de descuento de resultados anormales.</li></ul>	• Valor de mercado (cotización)

Fuente: Elaboración propia

Nos vamos a centrar especialmente en los métodos de descuento de flujos, pues son el método conceptualmente más correcto para el cálculo del valor de la empresa según nos indica Fernández (1999). También Damodaran (2002) nos indica que existen dos modelos generales de valoración: el modelo de descuento de flujos de caja y el modelo de opciones reales, siendo más utilizado el primero. Finalmente Warren Buffett nos indica que para valorar empresas utiliza el descuento de flujos de caja a valor presente Buffett y Clark (2007).

### 3. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA

Vamos a explicar la metodología utilizada en cada uno de los análisis que vamos a aplicar a Inditex.

#### 3.1. ANÁLISIS RELATIVO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

##### ➤ **En la Cuenta de pérdidas y ganancias**

Empezamos por estudiar las cuentas de pérdidas y ganancias de Inditex (Anexo 2). Analizamos como mínimo diez ejercicios económicos, para ver la tendencia del negocio. Este análisis detallado nos proporciona información sobre la viabilidad a largo plazo y sobre las fuentes de ganancias de la compañía.

Calculamos y analizamos los valores de una serie de ratios, de acuerdo con los consejos de Warren Buffett para buscar empresas con una ventaja competitiva duradera donde invertir. Las empresas donde él invierte, siguiendo este método, como por ejemplo Coca Cola, Wrigley o Wall Mark, le han hecho enormemente rico.

##### ➤ **En el Balance de Situación**

Estudiamos el balance de situación (Anexo 1), fijándonos en sus activos disponibles, deudas y fondos propios, a través del análisis de los principales ratios que nos aconseja Warren Buffett. En el análisis nos debemos centrar en un periodo amplio para ver la tendencia y la solidez de la empresa. El valor de los ratios, y su comportamiento a lo largo del periodo de estudio, nos va a permitir determinar si Inditex es una empresa con una ventaja competitiva duradera a largo plazo.

#### 3.2. ANÁLISIS EXTERNO DE LA EMPRESA

Para realizar el análisis externo utilizamos dos herramientas que nos ayudan a realizar un análisis del sector donde compite y un análisis específico de la empresa: el modelo de las cinco fuerzas de Porter y el análisis DAFO.

### 3.2.1. Modelo de las cinco fuerzas de Porter

Analizamos el entorno empresarial siguiendo a Porter (1982). Se trata de un modelo de esquema simple, que resulta práctico para evaluar estratégicamente cualquier sector industrial en términos de rentabilidad.

### 3.2.2. Análisis DAFO

Nos permite analizar las características internas y la situación externa de la empresa. Para realizar este análisis seguimos las indicaciones de Guerras y Navas (2007).

- **Características internas de la empresa**

*Fortalezas:* Características que hacen que la empresa sea más sólida, le agregan valor y le permiten situarse por encima de la competencia.

*Debilidades:* Puntos débiles que la empresa debería mejorar para situarse en una posición competitiva más favorable.

- **Situación externa de la empresa**

*Oportunidades:* Eventos que tienen el potencial de hacer a la empresa más fuerte, más duradera y más rentable.

*Amenazas:* Eventos que tienen el potencial de afectar adversamente a la empresa, como por ejemplo, el comportamiento de un competidor en el mercado, que haga perder a la empresa cuota de mercado.

## 3.3. APLICACIÓN DE MÉTODOS DE VALORACIÓN A LA EMPRESA

Para el cálculo de valor por distintos métodos, nos basamos en Fernández (1999), donde el autor indica que “el método del descuento de flujos de fondos constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes”.

Vamos a calcular la valoración de Inditex para comparar el valor de la empresa con el valor de mercado en bolsa y determinar si la acción está cara o barata.

Hay distintos métodos de valoración pero nosotros nos vamos a fijar en el valor patrimonial, el descuento de flujos y el valor de mercado.

Una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no se puede confundir con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa.

Una valoración sirve para distintos propósitos pero nosotros nos vamos a centrar en:

**Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:**

- Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado.
- Para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado.
- Para establecer comparaciones entre varias empresas y adoptar estrategias.

### 3.3.1. Valor patrimonial

Este método trata de determinar el valor de una empresa, a través del valor de su patrimonio. Considera que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Nos da el valor de la empresa desde una perspectiva estática, por tanto, no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan.

La contabilidad nos da un valor de la historia de la empresa, mientras que el **valor de las acciones depende de las expectativas**. Por ello, prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor “de mercado”.

### 3.3.2. Descuento de flujos de fondos

El objetivo es valorar la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –*cash flows*– que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

El valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad– proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico, para cada

período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los *cash flows* correspondientes a las operaciones de la empresa.

La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad).

Otro punto importante es determinar la corriente de flujos de fondos a descontar, pues al estar valorando un activo, que es una empresa, se asume que la empresa tiene una duración indeterminada en el tiempo. El horizonte de valoración tiende a infinito, no existe un valor terminal para la inversión, y se debe estimar una corriente ilimitada de flujos de fondos. La solución básica, que nos indican Fernández (2002) y Damodoran (2002), es realizar una proyección limitada de los flujos de fondos a descontar (entre 5 a 10 años) y estimar el valor terminal mediante una perpetuidad.

Explicación general del descuento de flujos:

Los métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

Donde:

$CF_i$  = flujo de fondos que generará la empresa en el período  $i$ ;

$VR_n$  = valor residual de la empresa en el año  $n$ ;

$K$  = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Consideramos una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año  $n$ , suponemos una tasa de crecimiento constante ( $g$ ), de los flujos a partir de ese período, y obtenemos el valor residual en el año  $n$  aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

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

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, si se pudiera estimar un número de flujos futuros elevado (por ejemplo, 30 o 40) sería admisible desprestigiar su valor a partir de un determinado período, dado que el valor actual es menor cuanto más

lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

### 3.3.3. Valor de mercado

El valor de mercado nos indica el precio de la acción en el mercado bursátil. Este precio fluctúa diariamente en función de la oferta de títulos puestos en el mercado por los accionistas y la demanda de títulos por parte de los inversores. El valor de mercado lo utilizamos para comparar con el valor de la acción obtenido en los distintos métodos de valoración, y poder determinar si el precio de la acción está infravalorado o sobrevalorado.

## 4. EXPLICACIÓN DE LA VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS SELECCIONADOS

Para el análisis fundamental de valoración de Inditex nos vamos a centrar en los siguientes métodos de descuento de flujos:

DESCUENTO DE FLUJOS
<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Free cash flow</i> (FCF)</li><li>• <i>Cash flow</i> de las acciones (CFac)</li><li>• Dividendos (DPA)</li><li>• Método de descuento de resultados anormales (beneficio económico)</li></ul>

### 4.1. FREE CASH FLOW

*Free cash flow* (FCF) es el flujo de fondos generado por las operaciones después de impuestos, sin tener en cuenta el endeudamiento, es decir, sin restar el coste de los intereses. Es el dinero que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF), suponiendo que no existe deuda.

La obtención del *free cash flow* supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada período las inversiones necesarias para la continuidad del negocio.

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento o actualización de los *free cash flow* utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o **coste de capital medio ponderado (WACC)**.

$$\text{WACC} = \frac{E K_e + D K_d (1-T)}{E+D}$$

Donde:

$E$  = valor de mercado de las acciones (valor cotización de la empresa)

$D$  = valor de la deuda (Pasivo corriente + Pasivo no corriente)

$K_e$  = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

$K_d$  = coste de la deuda antes de impuestos

$T$  = tasa impositiva (ha evolucionado del 35% al 30% en el periodo considerado)

El WACC se calcula ponderando el coste de la deuda ( $K_d$ ) y el coste de las acciones ( $K_e$ ), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

El cálculo del *Free Cash Flow* (FCF) se realiza con información obtenida del balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias y de la información anexa de cuentas anuales de la empresa, del siguiente modo:

+ BENEFICIO NETO  
+ AMORTIZACIÓN (gastos amortización)  
- VARIACIÓN DE ACTIVOS FIJOS (incremento)  
- AUMENTO DE NOF (variación NOF)  
+ INTERESES X (1-30% a 35%)(gastos bancarios)

**FREE CASH FLOW (FCF) = CASH FLOW LIBRE**

Una vez calculado el FCF para los distintos años de estudio, se calcula la proyección, Ayala, Blanco y González (2007) también aconsejan en la práctica una proyección de 5 años y considerar a partir del quinto año, un crecimiento constante ( $g$ ) a perpetuidad.



Finalmente se debe proceder a calcular el valor neto actual de los flujos de la empresa aplicando la tasa de descuento, en este caso el coste medio ponderado (WACC).

Por lo tanto, la expresión será:

$$\text{Valor empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFi}{(1+WACC)^i} = \frac{FCF1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFn}{(1+WACC)^n} + \frac{\frac{FCFn(1+g)}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n}$$

$\longleftarrow \hspace{10em} \Sigma \text{ FCF} \hspace{10em} \longrightarrow$ 
 $\longleftarrow$  Valor residual  $\longrightarrow$

Expresión matemática utilizada en la hoja de cálculo:

$$\text{Valor empresa} = \text{VNA} (\text{WACC}; \text{FCF}_1; \text{FCF}_n) + (\text{FCF}_n * (1+g) / (\text{WACC} - g)) / (1+\text{WACC})^n$$

#### 4.2. FLUJO DE FONDOS DISPONIBLE PARA LAS ACCIONES

El flujo de fondos disponible para las acciones (CFac) se calcula, de acuerdo con las indicaciones de Fernández (2002), restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) y sumando las aportaciones de nueva deuda. En definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda).

El FCF coincide con el CFac de la empresa si ésta no tiene deuda. Partiendo del FCF, el cálculo del CFac se realiza de la forma siguiente:

**FREE CASH FLOW (FCF) = CASH FLOW LIBRE**

- INTERESES X (1-30% a 35%)
- + AUMENTO DE DEUDA A CORTO (variación)
- DISMINUCIÓN DE DEUDA A LARGO (variación)

**CASH FLOW DISPONIBLE PARA LAS ACCIONES (CFac)**

Al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas (Ke).

Por lo tanto, la expresión será:

$$\text{Valor empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{CFACi}{(1+ke)^i} = \frac{CFAC1}{(1+Ke)^1} + \frac{CFAC2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{CFACn}{(1+Ke)^n} + \frac{\frac{CFACn(1+g)}{(Ke-g)}}{(1+Ke)^n}$$

$\longleftarrow \hspace{10em} \Sigma \text{ FCF} \hspace{10em} \longrightarrow$ 
 $\longleftarrow$  Valor residual  $\longrightarrow$

Expresión matemática utilizada en la hoja de cálculo:

$$\text{Valor empresa} = \text{VNA} (K_e; \text{FCAC}_1; \text{FCAC}_n) + (\text{FCAC}_n * (1+g) / (K_e - g)) / (1+K_e)^n$$

### **Cálculo del valor de las acciones a partir del *cash flow* disponible para las acciones**

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el *cash flow* disponible para las acciones a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa ( $K_e$ ). Sumando este valor de las acciones y el valor de mercado de la deuda se puede calcular el valor de la empresa.

### **La rentabilidad exigida a los accionistas ( $K_e$ ) la calculamos a partir del modelo de equilibrio de activos financieros (*capital asset pricing model*, CAPM)**

El modelo define la rentabilidad exigida por los accionistas como:

$$K_e = R_F + \beta P_M$$

Siendo:

- $R_F$  = tasa de rentabilidad libre de riesgo (aproximada por la rentabilidad del bono a 10 años).
- $\beta$  = beta de la acción.
- $P_M$  = prima de riesgo del mercado (*market risk premium*).

Partiendo de un valor de la beta de las acciones, de la tasa sin riesgo y de la prima de riesgo del mercado, se puede calcular la rentabilidad exigida a las acciones.

La **Beta ( $\beta$ )** de una acción mide el riesgo específico de la empresa frente al riesgo sistemático o de mercado. Indica la sensibilidad de la rentabilidad de una acción de la empresa a los movimientos del mercado.

El riesgo de mercado proviene del conjunto de la economía, donde hay factores que amenazan a todos los negocios (como las expectativas de tipos de interés y tasas de inflación, acontecimientos políticos, etc.). Los inversores están expuestos a las incertidumbres del mercado, cualesquiera que sean las acciones que ellos posean, y aparte a la incertidumbre propia del negocio de la empresa específica donde invierte. Al medir la sensibilidad de la rentabilidad de una acción a los movimientos del mercado, esta sensibilidad es precisamente lo que se conoce como la beta de la acción.

La beta de la acción se calcula como la covarianza entre las rentabilidades de la acción y la del mercado, dividida por la varianza de la rentabilidad del mercado. Es decir:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(\text{rtb } i ; \text{rtb } m)}{\text{VAR}(\text{rtb } m)}$$

El valor de la beta indica la sensibilidad de la rentabilidad de la acción respecto a la rentabilidad del mercado.

- $\beta_i = 1$ , cuando el riesgo de las acciones es similar al riesgo del mercado. Es la beta media de todos los títulos.
- $\beta_i > 1$ , cuando el riesgo de las acciones es superior al riesgo del mercado. La acción es muy sensible a los movimientos del mercado.
- $\beta_i < 1$ , cuando el riesgo de las acciones es inferior al riesgo del mercado. La acción es poco sensible a los movimientos del mercado. La beta puede ser negativa. En el caso de los bonos, lo normal es que muestren una correlación negativa con el mercado de acciones.

En el estudio realizado por el profesor Fernández (1999) de las principales empresas españolas en los años 1990 al 1996, la beta ha tomado de promedio un valor cercano a 1, algo lógico sabiendo que el volumen que mueven las empresas que forman o han formado parte del IBEX-35 compone el 95% del volumen negociado en bolsa. Según el estudio, las betas suelen tomar valores entre 0,7 y 1,3 en el 80% de los casos.

**Tabla 4.1. Betas de las empresas españolas del IBEX-35 en los años 1990-1996**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b><math>\beta</math> promedio</b>	1,06	1,10	1,00	0,93	0,91	0,92	0,82
<b><math>\beta</math> máxima</b>	1,92	1,96	1,73	1,52	1,46	1,57	1,45
<b><math>\beta</math> mínima</b>	0,07	-0,10	0,27	0,19	0,20	0,22	-0,09

Fuente: Fernández (1999), página 292

La **Prima de riesgo del mercado** ( $P_m$ ) es la rentabilidad incremental que los inversores exigen a las acciones por encima de la renta fija sin riesgo. Es una magnitud importante para calcular la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ). En el modelo de valoración de

activos de capital o *capital asset pricing model* (CAMP), la rentabilidad exigida a las acciones es igual a la rentabilidad esperada de las mismas:

$$K_e = E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Donde:

- $E(R_i)$  = rentabilidad esperada de las acciones
- $R_f$  = rentabilidad de la renta fija sin riesgo
- $\beta_i$  = beta de las acciones
- $E(R_m)$  = rentabilidad esperada del mercado

La prima de riesgo del mercado (*market risk premium*)  $[E(R_m) - R_f]$ , es la rentabilidad adicional sobre la correspondiente a la renta fija sin riesgo, que los inversores exigen a una cartera diversificada de acciones o una acción para invertir en renta variable.

$$\text{Prima de riesgo del mercado} = P_M = [E(R_m) - R_f]$$

La prima de riesgo del mercado se está utilizando para definir tres conceptos distintos según nos indica Fernández (2005):

1º La rentabilidad incremental que un inversor exige al invertir en acciones en vez de hacerlo en renta fija sin riesgo. Esta definición sirve para calcular la rentabilidad exigida a las acciones y es el concepto al que nos referimos como prima riesgo del mercado.

2º La diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la rentabilidad histórica de la renta fija. Esto es un dato informativo que nos puede resultar más o menos interesante (este dato histórico no es igual al término prima de riesgo del mercado).

3º La diferencia entre el valor esperado de la rentabilidad futura de bolsa y la rentabilidad futura de la renta fija. Los principales autores definen esta diferencia como expectativa de la rentabilidad diferencial. Muchos autores y profesionales suponen que esta expectativa es igual a la prima de riesgo del mercado.

Son tres conceptos distintos que no tienen por qué coincidir. Para un inversor, la prima de riesgo del mercado, es la rentabilidad incremental que un inversor exige a una inversión en acciones respecto a la inversión en renta fija sin riesgo. Este es un parámetro crucial para todo inversor, para determinar la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa, ( $K_e$ ) y la rentabilidad exigida a cualquier proyecto de inversión.

Existe una prima de riesgo para cada inversor, pero al hablar de prima de riesgo de mercado se está considerando una prima común para todos los inversores, lo cual es solo una aproximación simple de la realidad.

La prima de riesgo del mercado puede estar basada en datos históricos, si suponemos que el futuro va a mantener la misma perspectiva; o en estimaciones que intentan prever el futuro. Ambos enfoques tienen sus partidarios y detractores. Se han realizado muchos estudios, donde se estiman valores sobre los que puede variar. Hemos realizado una tabla a partir de las recomendaciones indicadas.

**Tabla 4.2. Recomendaciones sobre prima de riesgo de mercado**

<b>Autores:</b>	<b>Periodo</b>	<b>Zona</b>	<b>market risk premium</b>
De la Dehesa (2001) (según estudio economistas de golman sachs)	Predicción proximos 20 años	Países OCDE	<b>2,50%</b>
López Lubián y De Luna (2002) Multiplicador entre 0,5 y 0,6 de la tasa de riesgo.	Datos historicos	España	<b>0,55</b>
Dimson, Marsh y Staunton (2003) Estudio 1900 a 2002 Entre 1,9% y 3,8%	1900 a 2002	17 países más industrializados (incluye España)	<b>3,00%</b>

*Fuente: elaboración propia a partir de estudios del profesor Pablo Fernández.*

**Tabla 4.3. Bolsa española. Rentabilidad anual del índice total (acciones), de la renta fija y rentabilidad diferencial sobre la renta fija.**

	<b>Rentabilidad acciones</b>		<b>Rentabilidad renta fija</b>		<b>Rentabilidad diferencial sobre la renta fija</b>	
	<b>Media aritmetica</b>	<b>Media geométrica</b>	<b>Media aritmetica</b>	<b>Media geométrica</b>	<b>Media aritmetica</b>	<b>Media geométrica</b>
<b>1963-2004</b>	15,8%	12,8%	11,1%	10,7%	<b>4,7%</b>	<b>2,1%</b>
<b>1971-2004</b>	16,2%	12,9%	12,5%	12,1%	<b>3,7%</b>	<b>0,8%</b>
<b>1981-2004</b>	22,3%	18,8%	13,5%	12,9%	<b>8,7%</b>	<b>5,8%</b>
<b>1991-2004</b>	17,1%	14,7%	13,6%	12,7%	<b>3,5%</b>	<b>2,0%</b>

*Fuente: documento de investigación IESE elaborado por el profesor Pablo Fernández.*

### 4.3. DIVIDENDOS POR ACCIÓN

El inversor que compra una acción espera cobrar dividendos en el futuro y venderla en el futuro a un precio superior. También puede ocurrir que compre la acción con el objetivo de mantenerla de forma indefinida, si la acción es de una empresa que reparte dividendos anualmente. Para una rentabilidad exigida por el inversor  $Ke$ , el precio máximo que debe pagar por su acción,  $P_0$ , es el valor actual de los dividendos ( $DPA$ ) que espera obtener de la acción:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{1+Ke} + \frac{DPA_2}{(1+Ke)^2} + \frac{DPA_3}{(1+Ke)^3} + \dots + \frac{DPA_n + VR_n}{(1+Ke)^n}$$

Si otro inversor espera cobrar los dividendos de los dos próximos años ( $DPA_1$  y  $DPA_2$ ) y vender la acción a un precio  $P_2$ , para una rentabilidad exigida  $Ke$ , el precio máximo que debe pagar por esta acción es:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{1+Ke} + \frac{DPA_2 + P_2}{(1+Ke)^2}$$

Por lo tanto, el valor de una acción, para un inversor que desea mantener la acción un tiempo determinado o bien indefinidamente, se puede calcular como el valor actual de los dividendos esperados para el futuro, descontados a la rentabilidad exigida a las acciones. En función de la tasa de crecimiento de los dividendos o de la probabilidad que se le asigne a cada tasa, existen además otros modelos a partir de los cuales se obtienen distintas fórmulas para el cálculo del valor de la acción. La expresión que se va a utilizar para los cálculos es la siguiente:

$$\text{Valor empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{DPA_i}{(1+ke)^i} = \frac{DPA_1}{(1+Ke)^1} + \frac{DPA_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{DPA_n}{(1+Ke)^n} + \frac{DPA_n(1+g)}{(1+Ke)^n} \frac{(Ke-g)}{(1+Ke)^n}$$

$\longleftarrow \hspace{10em} \Sigma \text{ DPA} \hspace{10em} \longrightarrow \hspace{10em} \longleftarrow \hspace{10em} \text{VR} \hspace{10em} \longrightarrow$

Expresión matemática que se utiliza en la hoja de cálculo (Excel):

$$\text{Valor empresa} = \text{VNA}(Ke; DPA_1: DPA_n) + (DPA_n * (1+g) / (Ke - g)) / (1+Ke)^n$$

#### 4.4. MÉTODO DE DESCUENTO DE RESULTADOS ANORMALES

Empezamos definiendo el Beneficio económico para después incluirlo en el método de descuento de resultados anormales.

El **beneficio económico** ( $BE$ ) se calcula como beneficio contable (beneficio neto o beneficio después de impuestos) menos el valor contable de las acciones ( $Evc_{t-1}$ ) multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones ( $Ke$ ).

$$BE_t = BFO_t - Ke Evc_{t-1}$$

Para llegar al modelo de resultado residual o resultados anormales es necesario introducir la magnitud resultado anormal o residual (*abnormal earnings* o *residual earnings*), que es la diferencia entre el resultado contable del periodo y el que se obtendría invirtiendo los recursos propios de la empresa a su coste de capital. Analíticamente:

$$RDTO_t^a = RDTO_t - Ke * RP_{t-1}$$

Donde:

- $RDTO_t^a$  = Resultado anormal del periodo.
- $RDTO_t$  = Resultado contable del periodo ( $t-1, t$ )
- $Ke$  = Rentabilidad exigida a las acciones.
- $RP_{t-1}$  = Recursos propios en el momento ( $t-1$ )

Los resultados anormales de una empresa, como nos indica el documento AECA (2006), son principalmente consecuencia de aspectos económicos, ya que la empresa acomete inversiones con un rendimiento superior al coste de capital. También el sistema contable utilizado puede causar resultados anormales, como por ejemplo sucede en los casos siguientes:

- Amortización superior a la pérdida de valor económico del activo depreciable puede ser debido a razones fiscales que buscan la reducción del resultado para tener una menor la carga impositiva.
- Reconocimiento tardío de las ganancias derivadas de incrementos de valor de los activos no circulantes debido a la aplicación del principio de coste histórico. En una contabilidad a valor de mercado, los incrementos se reconocen en el momento en que se

producen, mientras que la contabilidad a coste histórico los difiere a lo largo de la vida restante de los activos, en la medida que la ganancia se refleja a través de una minoración en la cuota de amortización anual.

En definitiva, el sistema contable tradicional, basado en el criterio de valoración del coste histórico y en el principio de prudencia, conlleva la existencia de resultados anormales.

El modelo de descuento de resultados anormales se formula:

$$V_t = RP_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t [RTDO_{t+\tau}^a]}{(1+k_e)^\tau}$$

Sabiendo que:

$$RTDO_t^a = BE \text{ y } g = 0$$

El modelo de descuento de resultados anormales nos queda:

$$\text{Valor empresa} = RP_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{BE_{t+\tau}}{(1+k_e)^\tau} + \frac{\frac{BE_{t+\tau}}{(Ke-g)}}{(1+Ke)^\tau}$$

$\longleftrightarrow$        $\longleftrightarrow$        $\longleftrightarrow$   
 R. propios       $\Sigma$  BE      Valor residual

Fórmula matemática que se utilizara en la hoja de cálculo (Excel):

$$\text{Valor empresa} = RP_t + \text{VNA}(Ke; BE_1; BE_n) + (BE_n / (Ke)) / (1+Ke)^n$$



## 5. INDITEX: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, EL NEGOCIO Y SU ESTRATEGIA

En este apartado, en primer lugar se describe brevemente el grupo Inditex y su trayectoria, desde su creación hasta el año 2012. A continuación, se explica el modelo de negocio y la estrategia que desarrolla Inditex en cada fase del negocio: diseño, fabricación, logística, distribución y venta; así como el papel que la responsabilidad social corporativa desempeña en esa estrategia. Finalmente, se explican los elementos anteriores en cada uno de los formatos comerciales de Inditex: Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe.

### 5.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y TRAYECTORIA

Inditex es uno de los principales distribuidores de moda del mundo, con ocho formatos comerciales o cadenas que cuentan con 6.009 establecimientos en 86 mercados. Es un grupo global de moda.

#### 8 cadenas independientes

1°	ZARA	2°	Bershka
3°	Massimo Dutti	4°	PULL&BEAR
5°	Stradivarius	6°	ZARA HOME
7°	OYSHO	8°	UTERQÜE

El Grupo Inditex reúne a más de un centenar de sociedades vinculadas con las diferentes actividades que conforman el negocio del diseño, la fabricación y la distribución textil.

La singularidad de su modelo de gestión, se basa en la innovación y la flexibilidad.

Los logros alcanzados han convertido a Inditex en uno de los mayores grupos de distribución de moda. La forma de entender la moda –creatividad, diseño de calidad, una respuesta ágil a las demandas del mercado y precio competitivo- han permitido una rápida expansión internacional y una excelente acogida social de la propuesta comercial de las distintas cadenas.



### **1976-1984**

El concepto de moda de Zara experimenta una buena acogida social que permite extender su red de tiendas a las principales ciudades españolas.

### **1985**

Creación de Inditex como cabecera del grupo de empresas.

### **1986-1987**

Las sociedades de fabricación del grupo dirigen la totalidad de su producción a la cadena Zara y se sientan las bases de un sistema logístico adecuado al fuerte ritmo de crecimiento previsto.

### **1988**

La primera apertura de una tienda Zara fuera del territorio español se produce en diciembre de 1988 en Oporto (Portugal).

### **1989-1990**

El grupo inicia su actividad en Estados Unidos y Francia con la apertura de establecimientos en Nueva York (1989) y París (1990).

### **1991**

Nacimiento de la cadena Pull & Bear y compra del 65% del Grupo Massimo Dutti.

### **1992-1994**

Inditex prosigue la apertura de nuevos mercados internacionales: México en 1992, Grecia en 1993, Bélgica y Suecia en 1994

### **1995-1996**

Inditex adquiere la totalidad del capital de Massimo Dutti. En ese año se produce la primera apertura del Grupo en Malta y al año siguiente en Chipre.

### **1997**

Noruega e Israel se unen a la lista de países en los que está presente Inditex.

## **1998**

Inicia su andadura la cadena Bershka, dirigida al público femenino más joven, en un ejercicio en el que se producen aperturas en nuevos países: Reino Unido, Turquía, Argentina, Venezuela, Emiratos Árabes, Japón, Kuwait y Líbano.

## **1999**

Adquisición de Stradivarius, que se convierte en la quinta cadena del Grupo. Se abren tiendas en nuevos países: Holanda, Alemania, Polonia, Arabia Saudí, Bahrein, Canadá, Brasil, Chile y Uruguay.

## **2000**

Inditex instala sus servicios centrales en un nuevo edificio situado en Arteixo (La Coruña, España). Apertura de tiendas en cuatro nuevos países: Andorra, Austria, Dinamarca y Qatar.

## **2001**

Lanzamiento de la cadena de lencería Oysho. El 23 de mayo de 2001 comienza la cotización de Inditex en el mercado bursátil. Durante este año el Grupo se introduce en: Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo, República Checa, Puerto Rico y Jordania.

## **2002**

Comienzan las obras de construcción del nuevo centro logístico de Zara en Zaragoza (España). El Grupo abre sus primeras tiendas en Finlandia, Suiza, El Salvador, República Dominicana y Singapur.

## **2003**

Apertura de las primeras tiendas de Zara Home, la séptima cadena del Grupo. Inditex inaugura en Zaragoza (España) el segundo centro de distribución de Zara, Plataforma Europa, que complementa la actividad del centro logístico de Arteixo (La Coruña, España). Se producen las primeras aperturas de tiendas del Grupo Inditex en Eslovenia, Eslovaquia, Rusia y Malasia.

## **2004**

El grupo abre su tienda número 2.000 en Hong Kong, y alcanza presencia en 56 países de Europa, América, Asia y África. En este año se han abierto, además, las primeras tienda en Marruecos, Estonia, Letonia, Rumanía, Hungría, Lituania y Panamá.

## **2005**

Inditex abre sus primeras tiendas en Mónaco, Indonesia, Tailandia, Filipinas y Costa Rica.

## **2006**

Serbia, China Continental y Túnez se unen a la lista de mercados donde Inditex tiene presencia.

## **2007**

Zara Home pone en marcha la primera tienda *online* de Inditex. Dos nuevas plataformas logísticas –ubicadas en Meco (Madrid) y en Onzonilla (León) comienzan su actividad. Zara inaugura en Florencia (Italia) su tienda número 1.000 y Bershka y Pull & Bear superan las 500 tiendas. Apertura de tiendas en cuatro nuevos países: Croacia, Colombia, Guatemala y Omán.

## **2008**

Lanzamiento de Uterqüe, cadena especializada en la venta de accesorios y complementos de moda. Inditex abre su tienda número 4.000 en Tokio y alcanza presencia en 73 países tras la entrada en Corea, Ucrania, Montenegro, Honduras y Egipto.

## **2009**

Inditex cierra un acuerdo con el Grupo Tata para abrir tiendas en India a partir de 2010. El Grupo abre sus primeras tiendas en Siria y cadenas como Stradivarius, Bershka y Pull & Bear inician su andadura en China. Se pone en marcha un nuevo centro de distribución en Palafolls (Barcelona) anejo a las instalaciones logísticas que el Grupo tiene en Tordera (Barcelona).

## **2010**

Inditex abre sus primeras tiendas en Bulgaria, India y Kazajstán, alcanzando presencia en 77 países. El Grupo alcanza las 5.000 tiendas con la apertura de una tienda Zara ejemplo de ecoeficiencia en el corazón del centro histórico de la ciudad de Roma (Italia). En septiembre, Zara comienza a comercializar sus productos por internet y a cierre del ejercicio la tienda *online* está operativa en 16 países europeos. En la Junta General de Accionistas, Pablo Isla, vicepresidente de Inditex, presenta el nuevo Plan Estratégico Medioambiental de Inditex: "Inditex Sostenible 2011-2015".

## **2011**

Se abren las primeras tiendas en Taiwán, Azerbaiyán, Australia, Sudáfrica y Perú, con lo que la presencia comercial del Grupo Inditex se amplía a los cinco continentes. De este modo, Inditex supera las 5.500 tiendas en 82 mercados. Reforzando la estrategia multicanal, se lanza la venta por Internet de todas las cadenas del Grupo y se inauguran las tiendas *online* de Zara en Estados Unidos y Japón. En la Junta General de Accionistas, Pablo Isla asume la presidencia de Inditex.

## **2012**

Zara renueva su imagen de tienda. La renovada imagen está basada en cuatro principios: belleza, claridad, funcionalidad y sostenibilidad. En todo el espacio prima la sencillez, en una búsqueda del contacto directo del cliente con la moda. Inditex abre sus primeras tiendas en Armenia, Bosnia-Herzegovina, Ecuador, Georgia y Antigua República Yugoslava de Macedonia y alcanza los 6.000 establecimientos.

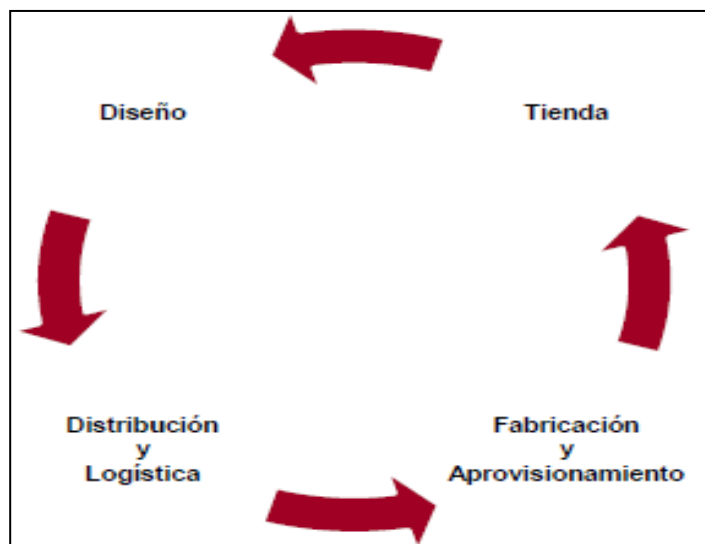
## **5.2. EL NEGOCIO Y SU ESTRATEGIA**

Frente a otros modelos desarrollados por competidores internacionales, 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. Cuenta con una estructura flexible y una fuerte orientación al cliente en todas sus áreas de actividad.

El elemento clave de esta organización es la tienda, un espacio de diseño muy cuidado, pensado para hacer confortable el encuentro de los clientes con la moda y en el que se obtiene la información necesaria para diseñar la oferta de acuerdo con sus demandas.

La clave de este modelo es ser capaz de adaptar la oferta, en el menor tiempo posible, a los deseos de los clientes. Para Inditex el tiempo es el principal factor a considerar, por encima de los costes de producción. La integración vertical permite acortar los plazos y disponer de una gran flexibilidad, con una reducción al mínimo del inventario, disminuyendo al máximo el riesgo moda. Esta es su principal ventaja competitiva respecto a la competencia, la gran facilidad para sacar un nuevo producto de moda al mercado en el menor tiempo posible.

**Figura 5.2. Modelo de negocio de INDITEX**



*Fuente: INDITEX*

### **El diseño**

El éxito de las colecciones reside en la capacidad para reconocer y asimilar los constantes cambios en las tendencias de la moda, diseñando en cada momento nuevos modelos que respondan a los deseos de los clientes. Inditex aprovecha la flexibilidad de su modelo de negocio para adaptarse a los cambios que pueden producirse durante las campañas y, de este modo, reaccionar a ellos con nuevos productos en las tiendas en el período de tiempo más corto posible.

Los modelos de cada campaña –más de 30.000 el pasado año- son desarrollados íntegramente por los equipos de creación de las distintas cadenas. Más de trescientos diseñadores –200 sólo en Zara- toman como principales fuentes de inspiración tanto las tendencias de moda imperantes en el mercado como a los propios clientes, a través de la información que se recibe de las tiendas.

En resumen, diseño enfocado al cliente:

- Atractiva combinación de moda, calidad y precio.
- Estrategia de producto única.
  - 36.000 nuevos diseños al año.
  - Envíos a tiendas 2-6 veces por semana.
- Interacción con el cliente
  - Envío diario de información desde las tiendas permite la modificación constante de las colecciones.
- Tiendas atractivas en las mejores zonas comerciales.



*Fuente: INDITEX*

### **La fabricación**

Una parte importante de la producción se realiza en las fábricas pertenecientes al grupo, que se centran en la fabricación de las prendas que incorporan un mayor componente de moda. El Grupo realiza de forma directa el aprovisionamiento de tejidos, el corte y el acabado final de las prendas, subcontratando la fase de confección con empresas



especializadas ubicadas mayoritariamente en el cuadrante noroccidental de la península ibérica. En cuanto a los proveedores externos, que en un elevado porcentaje son europeos, reciben también en muchos casos desde Inditex el tejido y otros elementos necesarios para la producción de las prendas.

### **Logística**

Toda la producción, con independencia de su origen, se recibe en los centros logísticos de cada una de las cadenas, desde los que se distribuye simultáneamente a todas las tiendas del mundo con una frecuencia elevada y constante. La distribución se realiza dos veces por semana, incluyendo siempre en cada envío nuevos modelos, lo que permite una constante renovación de la oferta en las tiendas.

El sistema logístico, basado en aplicaciones informáticas desarrolladas por los equipos de la compañía, permite que desde la recepción del pedido en el centro de distribución hasta la entrega de la mercancía en la tienda transcurra un tiempo medio de 24 horas para los establecimientos europeos, y hasta un máximo de 48 para las tiendas en América o Asia. En resumen:

- Distribución centralizada.
- Reparto a todas las tiendas 2 veces por semana.
- Envío a tienda en 24 – 48 horas.

**Figura 5.3. Mapa de distribución centralizada del grupo Inditex**



Fuente: INDITEX

### **La distribución en tiendas propias**

El punto de venta no cierra el proceso, sino que lo reinicia, actuando como un terminal de recogida de información del mercado que retroalimenta a los equipos de diseño e informa de las tendencias que demandan los clientes. La tienda recibe una atención prioritaria en su diseño, tanto interior como exterior. Se concibe como un proceso continuo y abierto, crítico para el negocio, en el que colaboran profesionales de diversos departamentos. En ella cumplen un papel de gran importancia los escaparates, auténtica publicidad de las cadenas en las principales calles comerciales del mundo, son el punto de encuentro con el cliente y que representan una auténtica seña de identidad de marca.

Inditex traslada los principios de su filosofía comercial a la arquitectura de sus tiendas: diseño, innovación permanente, rapidez de respuesta y adaptación local a las expectativas de los clientes y a los requerimientos del entorno.

En cuanto a su diseño interior, responde al objetivo de crear un espacio diáfano en el que la ropa asume el protagonismo, eliminando cualquier barrera entre las prendas y los clientes. La estrategia principal de desarrollo de los formatos comerciales de Inditex es la apertura de tiendas de gestión propia, aquellas que se gestionan por una sociedad en la que Inditex ostenta la totalidad o la mayoría del capital social.

En mercados con tamaño reducido o diferencias culturales el Grupo ha extendido la red de tiendas mediante acuerdos de franquicias con compañías locales líderes en el sector de la venta textil minorista. A cierre del ejercicio 2012, existían 763 tiendas franquiciadas sobre un total de 6.009 tiendas.

La principal característica desde el punto de vista del negocio en el modelo de franquicias de Inditex es la integración total de las tiendas franquiciadas con tiendas de gestión propia en escaparatismo, producto, recursos humanos, formación, optimización de logística, etc. Esto asegura la necesaria homogeneidad en la gestión y la imagen global de Inditex ante los clientes en cualquier país del mundo.

En resumen, experiencia de compra en tienda.

- Últimas tendencias de moda.
- Mejores ubicaciones de las tiendas.
- Nuevos modelos 2 veces por semana.
- Comunicación directa sin publicidad tradicional

### **La expansión Internacional**

En la actualidad, Inditex está presente en 86 mercados. El éxito entre personas, culturas y generaciones que, a pesar de sus diferencias, comparten una sensibilidad por la moda reside en la convicción de que no existen fronteras que impidan compartir una misma cultura del vestir.

El esquema habitual de penetración en un nuevo mercado es comenzar con un número reducido de tiendas que permiten explorar las posibilidades de un país en concreto, para después ir ganando masa crítica. Los nuevos formatos incorporados al grupo desde 1991 comparten el mismo enfoque internacional de Zara. De hecho, esta es una de sus características básicas. Como consecuencia de ello, todos han crecido simultáneamente en España y en otros países. En la mayoría de los casos, Zara ha sido la primera cadena en llegar a los nuevos países, acumulando experiencia que ha facilitado la implantación posterior del resto de los conceptos. Esta experiencia acumulada ha permitido también que la expansión internacional se haya acelerado en las cadenas cuya creación es más reciente.

### **Responsabilidad Social Corporativa**

Inditex considera las variables social y medioambiental como eje estratégico de su gestión. El crecimiento sostenible, una exigencia de nuestros clientes y de la sociedad en su conjunto, es un valor compartido a nivel interno y que la empresa extiende a sus proveedores.

Esta estrategia de sostenibilidad se articula en el ámbito social en torno al Código de Conducta Interno y el Código de Conducta para Fabricantes y Proveedores, y en el área medioambiental se concreta en el Plan Estratégico Medioambiental.

Todas las actuaciones de Inditex en el ámbito de la responsabilidad corporativa son auditadas por agentes externos con el compromiso de aportar la mayor objetividad a las acciones (tiene implantada en todas sus instalaciones en España la norma ISO 14001).

La transparencia es un valor fundamental en la gestión de Inditex y permite una relación franca y abierta con todos los agentes con interés por nuestro negocio. Los esfuerzos de Inditex en este campo han sido reconocidos internacionalmente.

Todas las operaciones de Inditex se desarrollan bajo un prisma ético y responsable, lo que implica actuaciones en diferentes ámbitos como el de la salud y seguridad de nuestros productos, el control de la cadena de suministro y la relación con el entorno social de nuestra actividad.

Todos los productos de Inditex son respetuosos con el medio ambiente y con la salud. A través de la implantación de los estándares internacionales más exigentes, Inditex asegura a sus clientes las condiciones idóneas de salud, seguridad y ética de sus productos.

Inditex considera clave una relación ética y estable con su red de proveedores externos a escala mundial. Para ello, la compañía extiende a todos ellos su compromiso social mediante la implantación del Código de Conducta para Fabricantes y Talleres Externos, cuya aceptación es obligada para poder mantener relaciones comerciales con Inditex.

Para velar por su cumplimiento, agentes externos independientes realizan auditorías periódicas a los proveedores, actuación que Inditex completa con programas de mejora para los proveedores, y programas sociales destinados a promover la educación y la mejora de la calidad de vida de las comunidades donde desarrolla sus actividades.

### **5.3. ANÁLISIS POR FORMATO COMERCIAL**

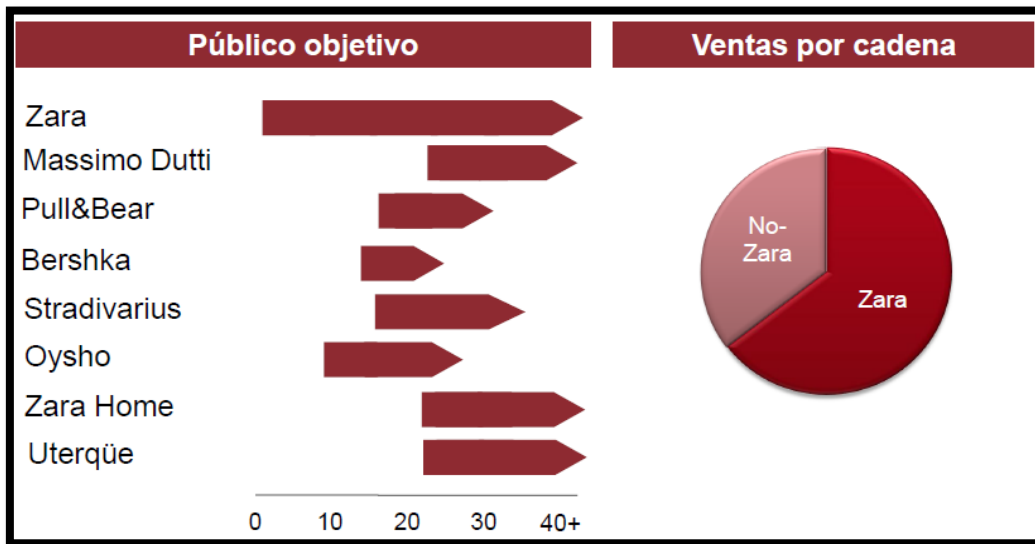
Con el objetivo de particularizar su acercamiento al mercado, Inditex cuenta con ocho cadenas de distribución de moda. Todas ellas comparten un mismo enfoque comercial y de gestión: ser líderes en su segmento a través de un modelo de negocio flexible, así como la vocación de presencia internacional. Sin embargo, cada una de las cadenas cuenta con gran autonomía en la gestión de su negocio.

Sus equipos de dirección son independientes en la toma de decisiones comerciales y en la forma en que administran sus recursos. No obstante, el hecho de pertenecer a un grupo extendido por 86 mercados les reporta gran número de sinergias organizativas y de gestión del conocimiento. Así, cada equipo gestor puede concentrarse en el desarrollo de su negocio sabiendo que determinados elementos de soporte del mismo están cubiertos por la experiencia acumulada del Grupo.

Inditex, como sociedad matriz, es responsable de los servicios centrales corporativos, es decir, aquellos que comparten las ocho cadenas y que facilitan el crecimiento

internacional, la administración, el uso de tecnología logística, la política general de recursos humanos, los aspectos jurídicos, la capacidad financiera, etc. Destacamos la estrategia multi-cadena.

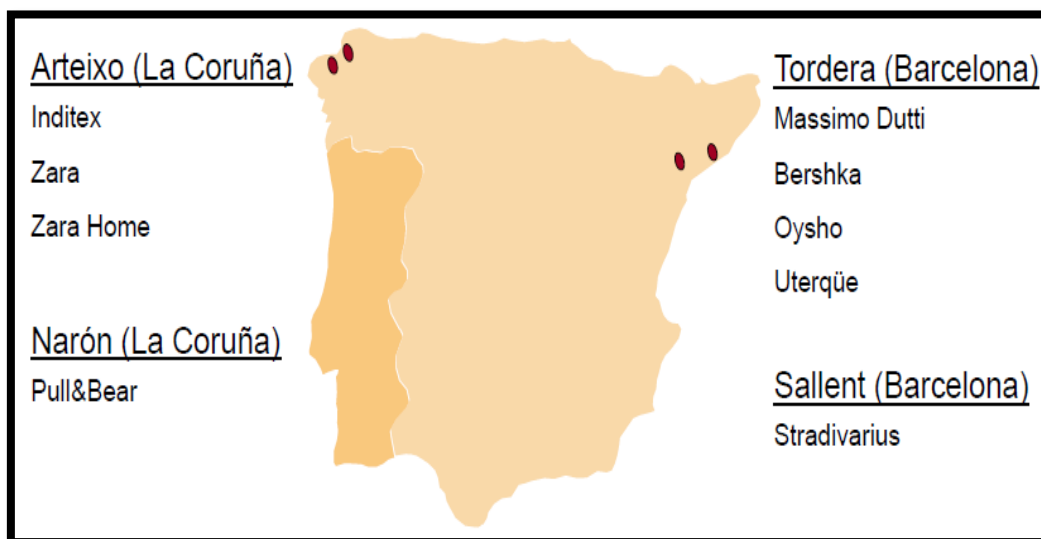
Figura 5.4. Estrategia multi-cadena y público objetivo. Inditex



Fuente: [www.inditex.es](http://www.inditex.es)

Las cadenas tienen autonomía operativa con el soporte central que fija la estrategia del grupo y utiliza las sinergias de las cadenas para hacerlas más competitivas.

Figura 5.5. Mapa de ubicación sedes por marca



Fuente: [www.inditex.es](http://www.inditex.es)

## ZARA (Z A R A)

Su primera tienda se abrió en 1975 en La Coruña. Está presente en 86 mercados con una red de más de 1.900 tiendas ubicadas en emplazamientos privilegiados de las principales ciudades. Su presencia internacional permite concluir que no existen fronteras que impidan compartir una misma cultura en el vestir.

Con un equipo de creación formado por más de 200 profesionales, el diseño se concibe en Zara como un proceso estrechamente ligado al público. La información llega desde las tiendas a los equipos de diseño, transmitiendo las demandas e inquietudes de los clientes.

La integración vertical de actividades -diseño, producción, logística y venta en tiendas propias- permite a Zara contar con una gran flexibilidad y rapidez en su adaptación al mercado. Su modelo se caracteriza por la continua renovación de productos: nuevos artículos llegan a las tiendas dos veces por semana. Zara cuida especialmente el diseño de sus tiendas, sus escaparates e interiorismo, y las sitúa en los mejores emplazamientos de las principales arterias comerciales.

### Z A R A

Número de tiendas:

Cifra de negocio año\*:

EBIT\*:

Año 2012

**1.925**

**10.541** (\*)en millones de euros

**2.233** (\*)en millones de euros



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## PULL & BEAR ( **PULL&BEAR** )

Fue creada por el grupo Inditex en 1991. Su concepto de moda está enfocado a un público de jóvenes urbanos. Pull&Bear trata de ser algo más que un simple punto de venta. La oferta de ropa y complementos se completa con una cuidada decoración de la tienda que aúna mobiliario moderno con objetos reciclados de antaño para recrear los espacios que tanto gustan a los jóvenes. Pull&Bear cuenta con más de 800 tiendas en 59 mercados. Sus servicios centrales se encuentran en Narón (La Coruña). Es una de las marcas de referencia entre público joven, sus productos marcan tendencia cada temporada anticipándose a sus competidores, moda joven a precio asequible es el secreto de su éxito.

Sus resultados en al año 2012 son:

### **PULL&BEAR**

Número de tiendas:

Cifra de negocio año\*:

EBIT\*:

### Año 2012

**816**

**1.086** (\*)en millones de euros

**182** (\*)en millones de euros



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## MASSIMO DUTTI (*Massimo Dutti*)

Se inauguró en el año 1985 y fue adquirida por Inditex en 1991. Hoy tiene más de 600 establecimientos en 60 mercados. Massimo Dutti ofrece un diseño de moda internacional de excelente calidad, para hombre, mujer y niño, con una variedad de líneas que van desde las más urbanas y sofisticadas a la sport. Sus servicios centrales se encuentran en Tordera (Barcelona).

Ofrece ropa moderna pero cuidando los detalles, donde prima la calidad de los productos comparable con la calidad de las primeras marcas del mercado internacional pero a un precio inferior, sus principales clientes son personas de mediana edad que buscan productos de diseño, alta calidad a un precio razonable, que les gusta vestir de forma moderna con toques clásicos. Sus tiendas están situadas siempre en las principales zonas comerciales de las ciudades, son elegantes donde prima la calidad de los materiales y su personal está siempre atento a satisfacer las necesidades de los clientes, ofrece facilidades de pago.

Sus resultados durante del año 2012 son:



Número de tiendas:  
Cifra de negocio año\*:  
EBIT\*:

### Año 2012

**630**  
**1.134** (\*)en millones de euros  
**197** (\*)en millones de euros



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX



## BERSHKA (Bershka)

Inicia su actividad en abril de 1998 como un nuevo concepto tanto de tienda como de moda dirigida al público femenino más joven. Desde 2002 ofrece también moda masculina. Las tiendas Bershka son grandes, espaciosas, con estética de vanguardia y la voluntad de ser puntos de encuentro entre la moda, la música y el arte de la calle. Esta cadena cuenta con más de 880 tiendas en 62 mercados. Sus servicios centrales se encuentran en Tordera (Barcelona).

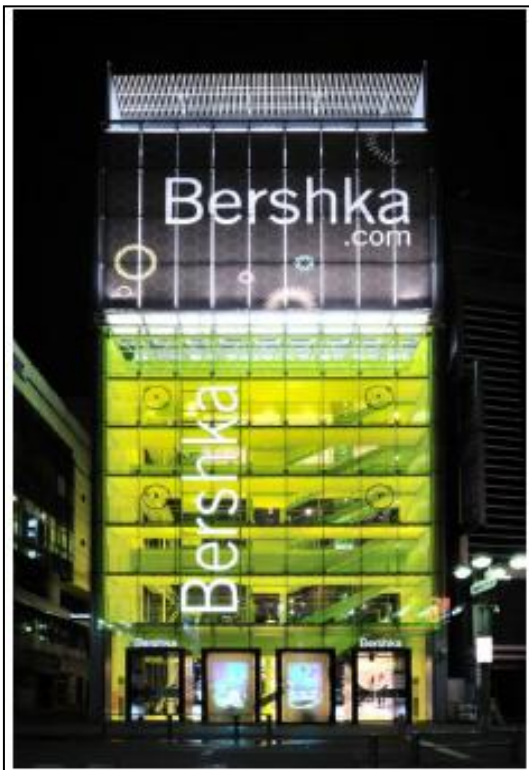
Esta marca es un referente entre el público joven que le gusta llevar la última tendencia de la moda, sus productos tienen un precio competitivo que le hace ser la cadena favorita entre el público femenino, cada semana tiene productos nuevos que son tendencia a nivel mundial.

### Bershka

Número de tiendas:  
Cifra de negocio año\*:  
EBIT\*:

### Año 2012

**885**  
**1.485** (\*)en millones de euros  
**239** (\*)en millones de euros



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## STRADIVARIUS (♫stradivarius)

Cadena adquirida por Inditex en 1999, acerca a un público femenino joven las últimas tendencias en diseño, tejidos y complementos. Sus tiendas, más de 700 en 52 mercados, son amplias y con una ambientación moderna y dinámica, y ofrecen un gran abanico de posibilidades con un estilo informal e imaginativo. Sus servicios centrales se encuentran en Sallent (Barcelona).

Fue una de sus grandes competidores en los años noventa, y tuvo una gran aceptación en el mercado, por lo que el grupo Inditex no dudó en hacerse con esta empresa para potenciar sus ventajas, añadiendo los conocimientos de Inditex para hacerla competitiva y aprovechar las económicas de alcance. Su incorporación y adaptación al grupo ha sido un todo un éxito, consiguiendo aumentar las ventas y reducir sus costes, es un ejemplo de cómo fusionar en un grupo una marca adquirida y pone de manifiesto la gran capacidad del equipo directivo de Inditex para aprovechar la fuerza del grupo y hacer más fuertes sus marcas.

Sus principales cifras del año 2012 son:

### ♫stradivarius

Número de tiendas:

Cifra de negocio año\*:

EBIT\*:

### Año 2012

**780**

**961** (\*en millones de euros)

**208** (\*en millones de euros)



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## OYSHO ( OYSHO )

Inicia su actividad en el año 2001. Este formato traslada al sector de la lencería y la ropa interior femenina la filosofía del grupo Inditex, ofreciendo las últimas tendencias de moda con calidad y buen precio. Cuenta con más de 500 tiendas en 35 mercados. Sus servicios centrales se encuentran en Tordera (Barcelona).

Oysho ha continuado su expansión comercial a través de tiendas físicas como mediante el comercio electrónico. Además, la cadena de moda interior femenina del Grupo Inditex ha estrenado una tienda emblemática en Milán (Vía Torino). En cuanto al comercio *online*, Oysho ha comenzado a operar durante 2012 en dos nuevos mercados: Grecia y Polonia. La marca está presente a través del comercio electrónico en 12 países y está presente en 35 países.

### OYSHO

Número de tiendas:

Cifra de negocio año\*:

EBIT\*:

### Año 2012

**524**

**314** (\*)en millones de euros

**26** (\*)en millones de euros



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## ZARA HOME (Z A R A H O M E)

Es la cadena especializada en artículos para la casa del Grupo Inditex. Zara Home pone especial énfasis en el textil: ropa de cama, de mesa y de baño, que se complementa con vajillas, cuberterías, cristalerías y objetos de decoración. Zara Home ofrece diseño, calidad y artículos novedosos a precios competitivos. Tiene más de 350 tiendas en 35 mercados. Sus servicios centrales se encuentran en Arteixo (La Coruña). En el año 2012 consigue un importante aumento de ventas, del 10%, hasta alcanzar los 350 millones de euros. En ese año, inaugura 47 nuevas tiendas, de modo que el número total de establecimientos de la cadena se sitúa en 357 en todo el mundo. Durante 2013, Zara Home ha continuado su sólido crecimiento comercial con la inauguración de su primera tienda en Brasil, donde hasta ahora no tenía presencia. También opera a través del comercio electrónico en tres nuevos mercados: Polonia, donde ya contaba con dos establecimientos físicos, Finlandia y Estados Unidos. En estos dos últimos casos, la marca sólo está presente de forma virtual. Con estas nuevas aperturas, Zara Home tiene ya tienda *online* en 20 países.

### Z A R A H O M E

Número de tiendas:  
Cifra de negocio año\*:  
EBIT\*:

### Año 2012

**357**  
**350** (\*en millones de euros)  
**41** (\*en millones de euros)



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## UTERQUE (UTERQÜE)

Es el último formato comercial creado por el Grupo Inditex. La oferta comercial de Uterqüe está formada principalmente por complementos de moda -bolsos, calzado y marroquinería, bisutería y otros accesorios tales como pañuelos, gafas, paraguas o sombreros, complementados con una cuidada selección de prendas en textil y piel. En la actualidad, Uterqüe cuenta con más de 90 tiendas en 18 mercados. La estética de las tiendas es elegante y el diseño de los espacios se ha concebido para hacerlas funcionales y con el máximo confort para los clientes.

Uterqüe experimenta un importante crecimiento de ventas, del 9%, al cierre del ejercicio 2012, hasta alcanzar los 74 millones de euros. En ese periodo, abre 3 nuevas tiendas, con lo que la cifra total de establecimientos de la cadena se coloca en 92 en 18 mercados de todo el mundo. En el terreno *online*, Uterqüe ha lanzado sus tiendas en Bélgica, Holanda y Austria, países estos dos últimos donde la cadena no tiene presencia física. Es una manera que utiliza para introducirse en nuevos mercados a un coste bajo y prepararse para la apertura de tiendas físicas.

### UTERQÜE

### Año 2012

Número de tiendas:

**92**

Cifra de negocio año\*:

**74** (\*en millones de euros)



Fuente: INDITEX



Fuente: INDITEX

## 6. INDITEX: ANÁLISIS EMPÍRICO

En este apartado vamos a realizar un análisis fundamental de Inditex mediante los tres tipos de procedimientos propuestos en el apartado 3, relativo a la metodología: el análisis de ratios según Warren Buffett; el análisis externo de la empresa, usando las cinco fuerzas de Porter y el DAFO; y varios métodos de cálculo del valor de la empresa, prestando especial atención a los modelos de descuento de flujos. En el apartado se explica también de dónde se obtienen los datos y cómo se realizan los cálculos.

### 6.1. ANÁLISIS RELATIVO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS (RATIOS)

Analizamos la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance de situación de INDITEX durante el periodo 2001 al 2012, con el objetivo de saber si **Inditex tiene una ventaja competitiva duradera**. Para ello, seguimos los consejos de Buffett y Clark (2009) y calculamos los ratios que nos aconsejan, primero de la cuenta de pérdidas y ganancias, para analizar la renta, y luego del balance de situación, para estudiar el patrimonio.

En todos los gráficos de este apartado 6.1 hemos utilizado un código semafórico para apreciar los resultados de forma gráfica: fondo verde para los ratios que están dentro del valor recomendado (posible ventaja competitiva); fondo rojo para los que están por debajo del valor recomendado (no competitiva); y fondo amarillo para los ratios cuyo valor está en medio. Es importante ver la evolución de los ratios durante este periodo para estimar la tendencia futura.

#### 6.1.1. Cuenta pérdidas y ganancias

Calculamos los principales ratios aconsejados por Warren Buffett y recogidos en el libro de Buffett y Clark (2009), relacionados con las cuentas de pérdidas y ganancias de Inditex desde el año 2001 al año 2012 (recogidas en el Anexo 2). El resultado obtenido para cada ratio se muestra en la tabla 6.1. Posteriormente, se explican los valores de cada uno de los ratios que indicarían ventaja competitiva de la empresa en esos factores, de acuerdo con Buffett, y se interpretan los valores obtenidos para Inditex en este contexto.

Tabla 6.1. Ratios cuenta de pérdidas y ganancias

RATIO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Margen bruto / Cifra de negocio Verde $\geq 40\%$ Rojo $< 20\%$	51,9%	51,5%	50,1%	55,4%	56,2%	56,2%	56,7%	56,8%	57,1%	59,3%	59,3%	59,8%
Gastos VGA (Explotación)/ Margen Bruto Verde $\leq 30\%$ Rojo $> 80\%$	58,2%	57,6%	62,1%	59,9%	60,6%	60,8%	60,3%	62,7%	62,5%	60,0%	60,1%	58,8%
Gastos I + D / Margen bruto Verde $\leq 5\%$ Rojo $> 7\%$	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de amortización / Margen bruto Verde $\leq 8\%$ Rojo $> 10\%$	9,4%	9,1%	9,6%	9,0%	8,9%	8,9%	9,2%	9,0%	9,5%	8,4%	8,4%	8,2%
Gastos financieros / Beneficio de explotación Verde $\leq 15\%$ Rojo $> 20\%$	4,5%	2,5%	2,4%	2,4%	1,9%	0,8%	0,3%	0,6%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%
Resultado neto DESPUÉS de i + t / Cifra de negocio Verde $\geq 20\%$ Rojo $< 10\%$	10,6%	11,1%	9,8%	11,6%	12,0%	12,3%	13,3%	12,1%	11,9%	13,9%	14,1%	14,8%

Fuente: Elaboración propia

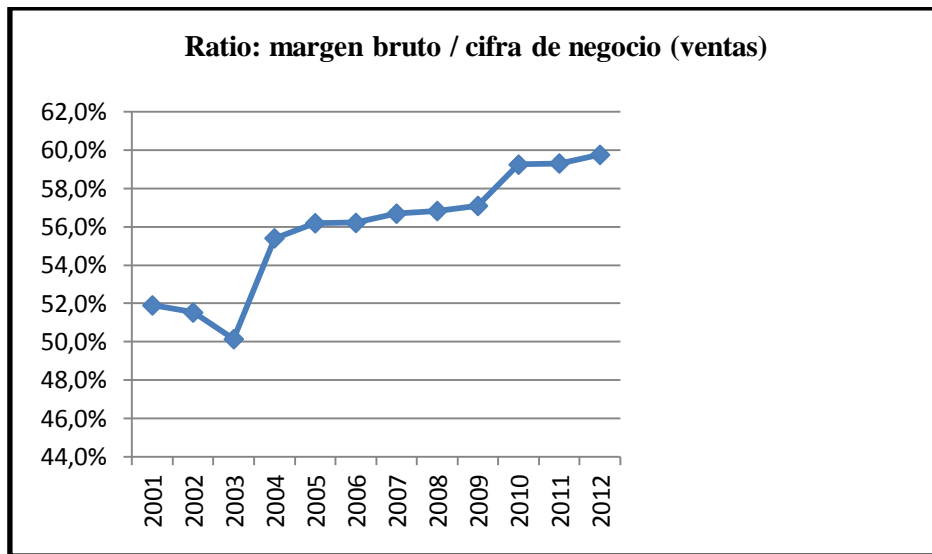
1º Ratio porcentaje de margen bruto

$\frac{\text{Margen Bruto}}{\text{Cifra de negocios}}$	$\geq 40\%$ Posible Ventaja competitiva $< 20\%$ No ventaja competitiva
--	--

En el objetivo de la búsqueda de compañías que tengan algún tipo de ventaja competitiva duradera, Warren Buffett ha descubierto que las compañías que tienen unos factores económicos excelentes a largo plazo acostumbran a presentar porcentajes de margen bruto altos (Ejs. Coca cola 60%, Wrigley 51%). Un porcentaje de margen bruto alto muestra que el precio de los productos que vende está muy por encima del coste de las mercancías vendidas. La prueba del porcentaje del margen bruto no es infalible pero es un primer paso muy importante.

En el caso de **Inditex**, el porcentaje de margen bruto ha pasado del 52% en el año 2001 al 59,8% en el 2012 y lo más importante es que la evolución durante los últimos 12 años ha sido creciente, obteniendo siempre porcentajes por encima del 50%.

Figura 6.2 Evolución del ratio porcentaje margen bruto



Fuente: Elaboración propia.

2º Ratio Gastos VGA sobre Margen bruto

$$\frac{\text{Gastos VGA (explotación)}}{\text{Margen bruto}}$$

≤ 30% Posible ventaja competitiva

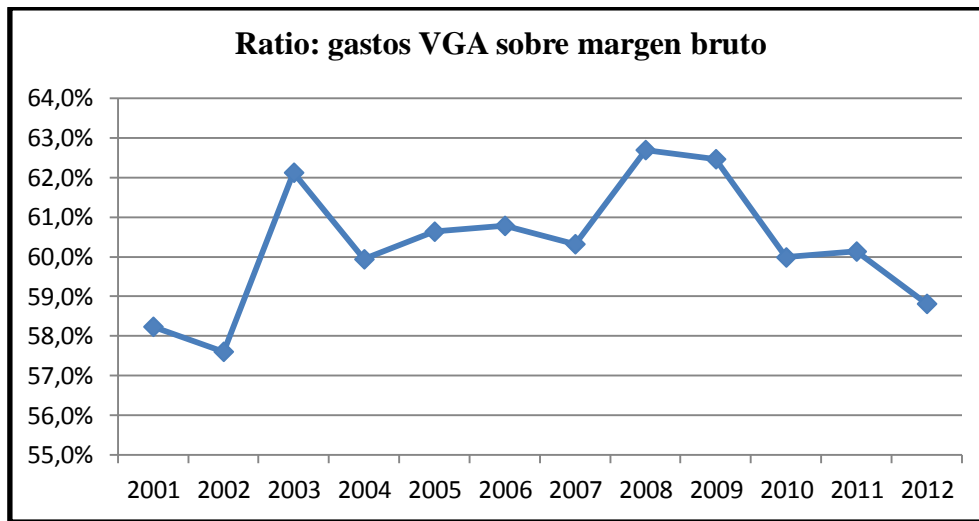
> 80% No ventaja competitiva

Los gastos de explotación son los costes directos, asociados a los costes de ventas y administrativos, de poner el producto en el mercado, la amortización, los gastos de reestructuración y los gastos varios que incluyen todos los gastos no de explotación y no recurrentes. Menores gastos VGA son más indicativos de una ventaja competitiva, y es deseable que se puedan mantener bajos de una manera sistemática.

En el caso de **Inditex**, están por encima del 30% que se aconseja, pero lejos del 80% que se considera inadecuado. Por tanto, la evolución con tendencia bajista de los últimos años (2008 al 2012) es muy positiva.



Figura 6.3. Evolución ratio gastos VGA sobre margen bruto



Fuente: Elaboración propia.

3º Ratio gastos I+D sobre margen bruto

<b>Gastos I + D</b>
<b>Margen bruto</b>

≤ 5% Posible ventaja competitiva

> 7% No ventaja competitiva

En el caso de **Inditex**, es una empresa que no tiene gastos en investigación y desarrollo, en el periodo 2001 al 2012; por su tipo de negocio no es necesario para ser una empresa líder en su sector.

Warren Buffett nos indica que el gasto en I+D con frecuencia es una ventaja temporal. Si la ventaja procede de una patente, como en las farmacéuticas, llega un día que la patente expira y desaparece la ventaja competitiva. Si la ventaja competitiva es el resultado de un avance tecnológico, siempre existe la amenaza de que una tecnología más moderna lo sustituya. Las compañías que dedican altas sumas de dinero a I+D, también deben inventar constantemente nuevos productos y ello obliga a rediseñar y actualizar sus programas de ventas, lo cual implica que sus gastos administrativos y de ventas son altos. La norma de Warren Buffett es que las compañías que realizan grandes inversiones en I+D presentan un fallo inherente en su ventaja competitiva que pone en riesgo su rendimiento económico a largo plazo, lo que significa que no son seguras.

4º Ratio gastos amortización sobre margen bruto

<b>Gastos de amortización</b>
<b>Margen bruto</b>

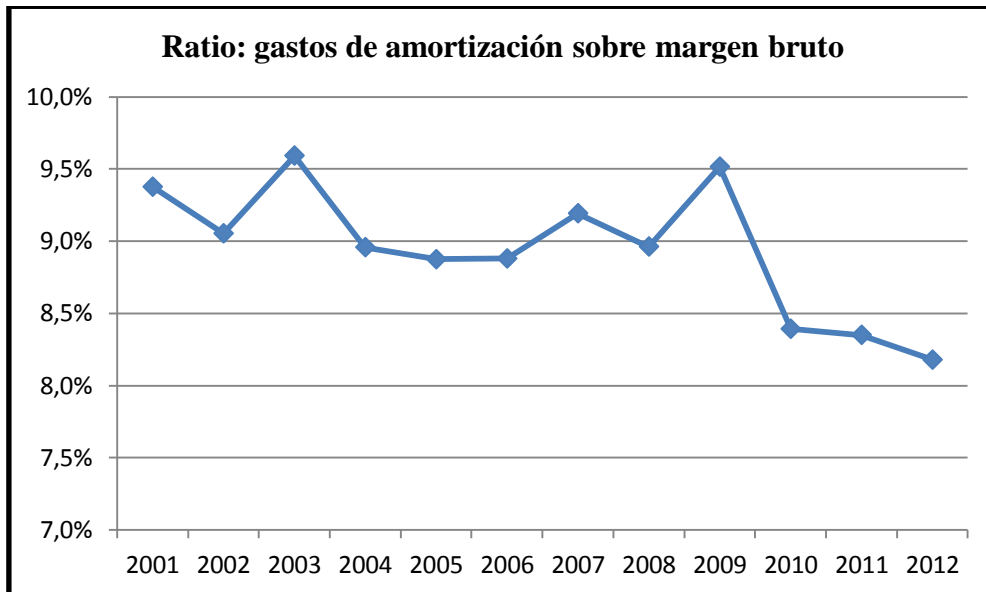
≤ 8% Posible ventaja competitiva

> 10% No ventaja competitiva

Las empresas con una ventaja competitiva duradera acostumbran a tener unos costes de amortización menores, expresados como porcentaje sobre el margen bruto, que las empresas sometidas a una competencia elevada, y menos gastos significan siempre mayor resultado.

En el caso de **Inditex**, el ratio de gastos de amortización sobre margen bruto, durante el periodo 2001 al 2012, está por debajo del 10% que aconseja Warren Buffett. En los últimos cuatro años, muestra una tendencia decreciente cercana a situarse en el 8%, lo que resulta muy positivo.

Figura 6.4. Evolución ratio gastos amortización sobre margen bruto



Fuente: Elaboración propia

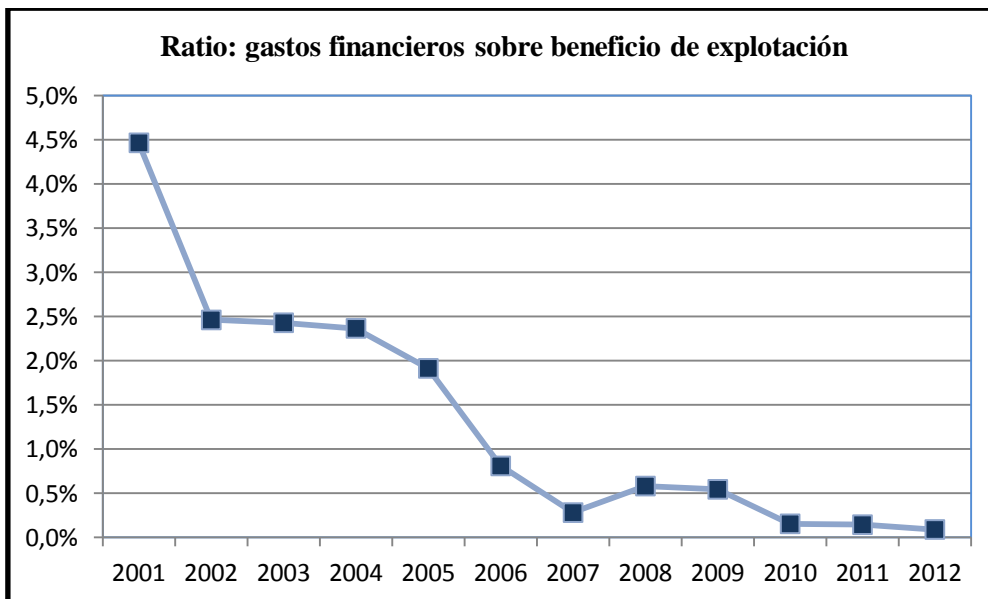
5º Ratio gastos financieros sobre beneficio de explotación

<b>Gastos financieros</b>	≤ 15% Posible ventaja competitiva
<b>Beneficio de explotación</b>	> 20% No ventaja competitiva

Las compañías con una ventaja competitiva duradera presentan, normalmente, unos gastos financieros muy pequeños. Pero hay que tener en cuenta que el porcentaje de pagos de intereses relativo a los ingresos de explotación varía entre los diferentes sectores.

En el caso de **Inditex**, el ratio de gastos financieros sobre beneficio de explotación durante el periodo 2001 al 2012 ha evolucionado con una tendencia decreciente, pasando del 4,5% del año 2001 al 0,1% del año 2012, lo que demuestra la solidez financiera de la empresa y la posiciona con una ventaja competitiva para afrontar el futuro.

**Figura 6.5. Evolución ratio gastos financieros sobre beneficio de explotación**



Fuente: Elaboración propia

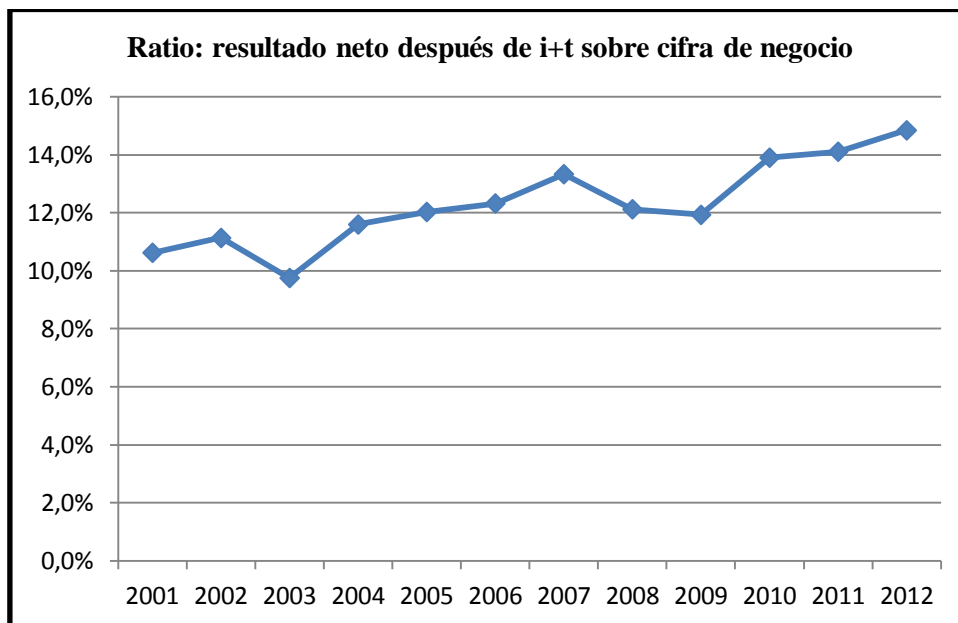
6º Ratio resultado neto sobre cifra de negocios

$\frac{\text{Resultado neto después de i + t}}{\text{Cifra de negocios (ventas)}}$	$\geq 20\%$ Ventaja competitiva
	$< 10\%$ No ventaja competitiva

Se analiza si existe o no una regularidad en los beneficios y si la tendencia a largo plazo es de crecimiento. Las compañías con ventaja competitiva duradera presentan un porcentaje superior de beneficios netos en relación con los ingresos totales de las empresas de la competencia.

En el caso de **Inditex**, el ratio resultado neto sobre cifra de negocios en los últimos 12 años ha seguido una tendencia creciente pasando del 10,6% del 2001 al 14,8% en el año 2012. En este periodo se ha pasado por una crisis financiera que ha repercutido en el consumo en sus mercados de España y del resto de Europa, sin que a la empresa le haya afectado negativamente, lo que demuestra su solidez. No ha alcanzado el recomendado 20%, pero se debe tener en cuenta que el negocio donde opera es muy competitivo.

Figura 6.6. Evolución resultado neto después de i+t sobre cifra de negocio



Fuente: Elaboración propia

### 6.1.2. Balance de Situación

Calculamos los ratios recomendados por Buffett y Clark (2009), que están relacionados con el balance de situación de Inditex desde el año 2001 al año 2012. Los balances se pueden consultar en el Anexo 1, y han sido obtenidos de sus Cuentas Anuales en la página web, [http://www.inditex.es/es/accionistas\\_e\\_inversores/relacion\\_con\\_inversores/](http://www.inditex.es/es/accionistas_e_inversores/relacion_con_inversores/)

El resultado obtenido para cada ratio se muestra en la tabla 6.7. Posteriormente, se explican los valores de cada uno de los ratios que indicarían ventaja competitiva de la empresa en esos factores, de acuerdo con los autores citados, y se interpretan los valores obtenidos para Inditex en este contexto.

**Tabla 6.7. Ratios balance de situación de Inditex**

RATIO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Coeficiente de solvencia = Activo corriente / Pasivo corriente <i>Verde <math>\geq 1</math></i>	1,02	1,13	1,21	1,14	1,11	1,14	1,21	1,37	1,71	1,94	2,01	1,92
Rentabilidad / Activo fijo = Rdo neto después de i + t / Activo fijo <i>Verde <math>\geq 30\%</math></i>	21%	25%	22%	26%	27%	30%	33%	30%	33%	42%	39%	42%
Número de años para pagar la deuda a largo= Deuda a largo / Rdo neto después de i + t <i>Verde <math>&lt; 1</math></i>	0,41	0,30	0,35	0,19	0,09	0,05	0,03	0,01	0,004	0,002	0,001	0,002
Pasivo total / Fondos propios ajustados <i>Verde <math>\leq 0,8</math></i>	0,74	0,71	0,67	0,76	0,78	0,65	0,68	0,64	0,55	0,53	0,47	0,52
ROE (Rentabilidad sobre fondos propios) = Rdo neto después de i + t / FP medios del ejercicio <i>Verde <math>\geq 13\%</math></i>	22,9%	27,0%	23,1%	28,4%	30,2%	31,3%	32,5%	28,0%	26,0%	29,4%	27,8%	29,6%
ROCE (Rentabilidad sobre el capital empleado) Rdo de explotación (EBIT) / Capitales medios del ejercicio <i>Verde <math>\geq 12\%</math></i>	38,3%	40,9%	32,8%	39,0%	38,7%	42,3%	40,4%	35,3%	34,7%	38,5%	37,0%	39,2%

Fuente: Elaboración propia.

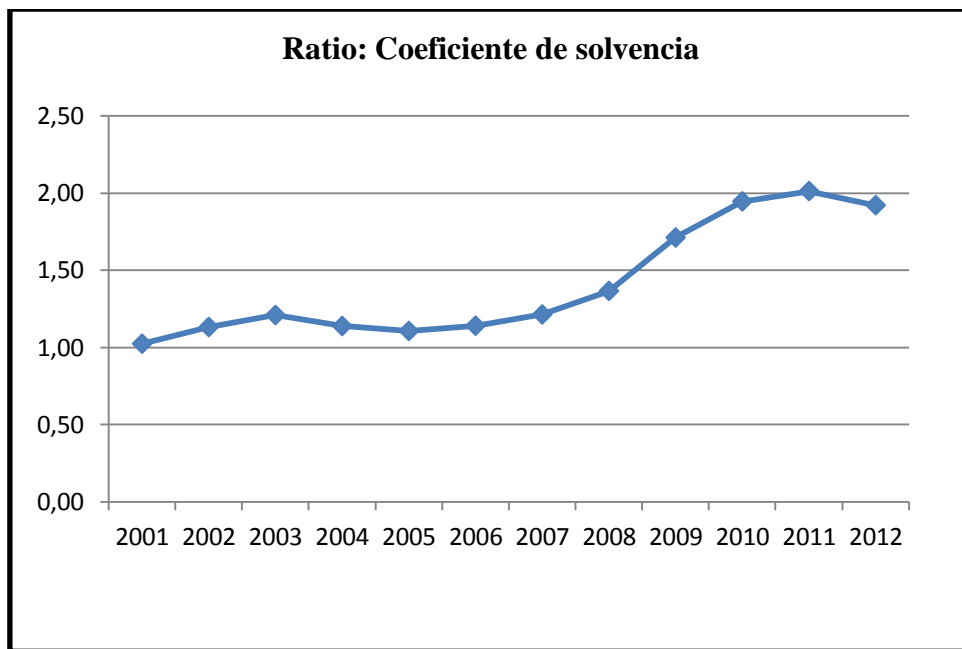
1º Coeficiente de solvencia

$\text{Coeficiente de solvencia} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	$\geq 1$ empresa sin problemas de solvencia.
	$< 1$ posibles problemas de solvencia.

Indica la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos a corto plazo, se debe calcular para varios ejercicios consecutivos con el objetivo de analizar la tendencia. Su valor depende del sector donde opera la empresa y de las circunstancias de la empresa.

En el caso de **Inditex**, el coeficiente de solvencia ha presentado una tendencia creciente en el periodo de estudio (2001 al 2012) situándose en el año 2012 en el 1,92 que significa que por cada 1€ de deuda a corto plazo la empresa tiene 1,92 € de activo que lo respalda. La empresa no presenta ningún problema de solvencia a corto plazo.

Figura 6.8. Coeficiente de solvencia Inditex



Fuente: Elaboración propia

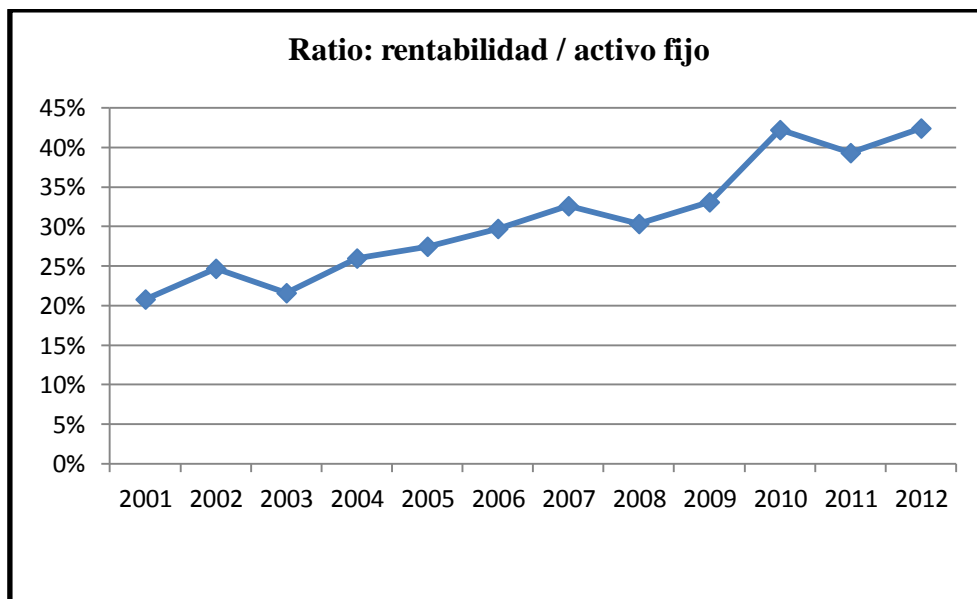
2º Rentabilidad del activo

$$\text{Rentabilidad del activo} = \frac{\text{Rdo neto después de i+t}}{\text{Activo fijo}} \begin{cases} \geq 30\% & \text{rentabilidad alta.} \\ < 20\% & \text{rentabilidad baja.} \end{cases}$$

Mide la rentabilidad obtenida por el activo disponible. Cuanto más alto sea el rendimiento, indicará que se obtiene más productividad del activo. Se debe calcular para varios ejercicios consecutivos para analizar la tendencia.

En el caso de **Inditex**, la rentabilidad del activo durante el periodo 2001 al 2012 ha seguido una tendencia creciente, situándose en el año 2012 en el 42%, un porcentaje alto que deberíamos comparar con los de sus principales competidores.

Figura 6.9. Ratio rentabilidad sobre activo fijo



Fuente: elaboración propia

3º Ratio nº años para pagar la deuda

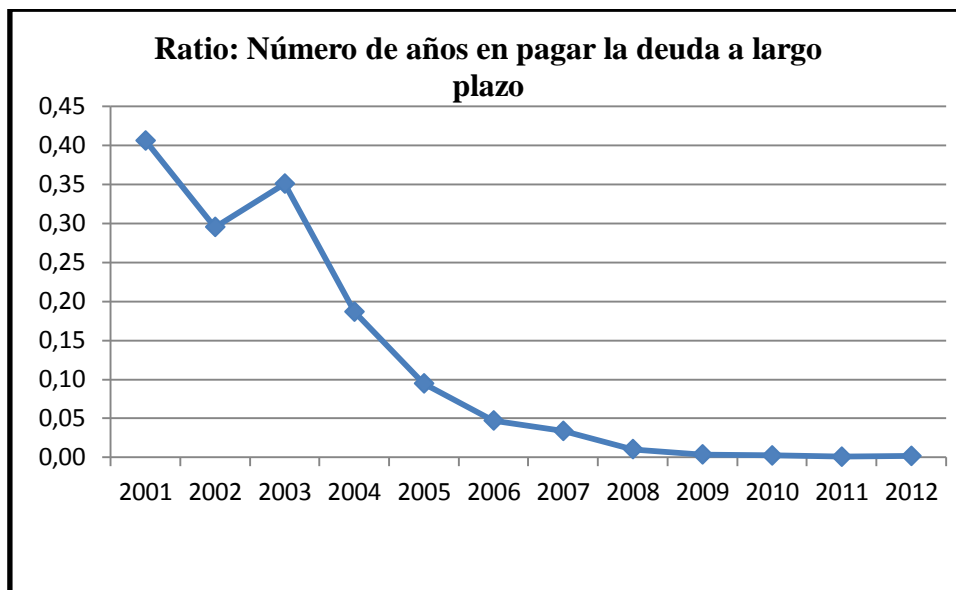
$$\text{Nº años pagar deuda} = \frac{\text{Deuda a largo}}{\text{Rdo neto después de i+t}} \begin{cases} < 3 & \text{Posible ventaja competitiva.} \\ > 4 & \text{Sin ventaja competitiva.} \end{cases}$$

El importe de la deuda a largo plazo nos indica mucho sobre la naturaleza económica del negocio. Las empresas con una ventaja competitiva duradera muestran normalmente muy poca deuda a largo plazo. Estas empresas son tan rentables que se autofinancian

cuando deben ampliar el negocio o realizar adquisiciones. Este ratio indica el tiempo en años que tardaría la empresa en pagar la deuda a largo plazo con el resultado neto obtenido en el año.

En el caso de **Inditex**, nos indica que podría pagar toda su deuda en un periodo inferior al año. Esto indica una gran ventaja competitiva pues apenas utiliza financiación ajena porque es independiente financieramente.

**Figura 6.10. Ratio número de años en pagar la deuda**



Fuente: elaboración propia

4º Ratio deuda sobre fondos propios

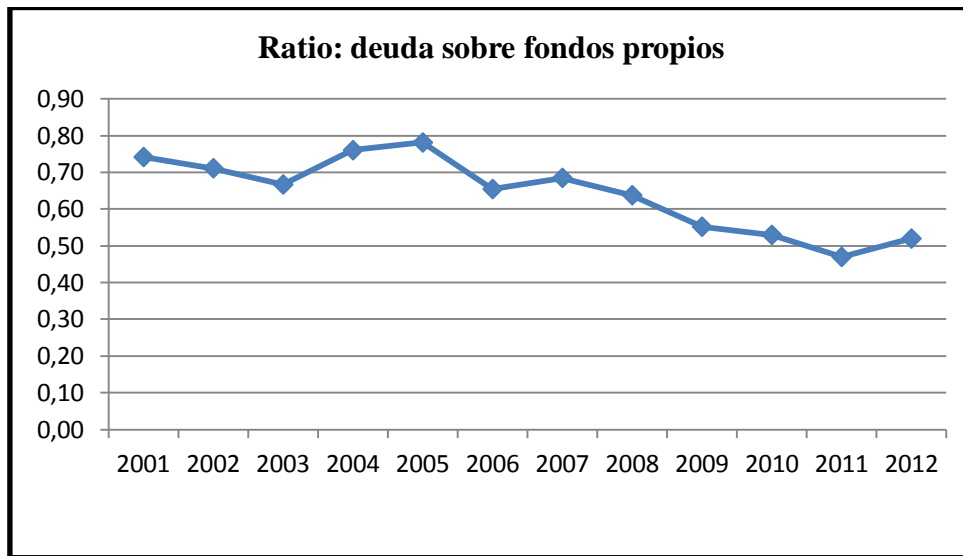
$\text{Deuda sobre fondos propios} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Fondos propios}}$	$\leq 0,8$ Posible ventaja competitiva. $> 0,9$ Sin ventaja competitiva.
---	---

La relación entre la deuda y los fondos propios se utiliza para saber si una compañía financia sus operaciones con mayor proporción de deuda o de fondos propios. La compañía con una ventaja competitiva duradera utilizará su rentabilidad para financiar sus operaciones, por lo que debería presentar un valor más alto de los fondos propios y un valor más bajo de deudas totales.



En el caso de **Inditex**, el ratio deuda sobre fondos propios muestra una tendencia a disminuir, situándose en el año 2012 en 0,52 (Si se restaran las inversiones financieras quedaría muy cercano de cero), por debajo del 0,80.

**Figura 6.11. Ratio deuda sobre fondos propios**



Fuente: Elaboración propia.

#### 5º Rentabilidad de los fondos propios (ROE)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Rdo neto después de i+t}}{\text{FP medios del ejercicio}}$$

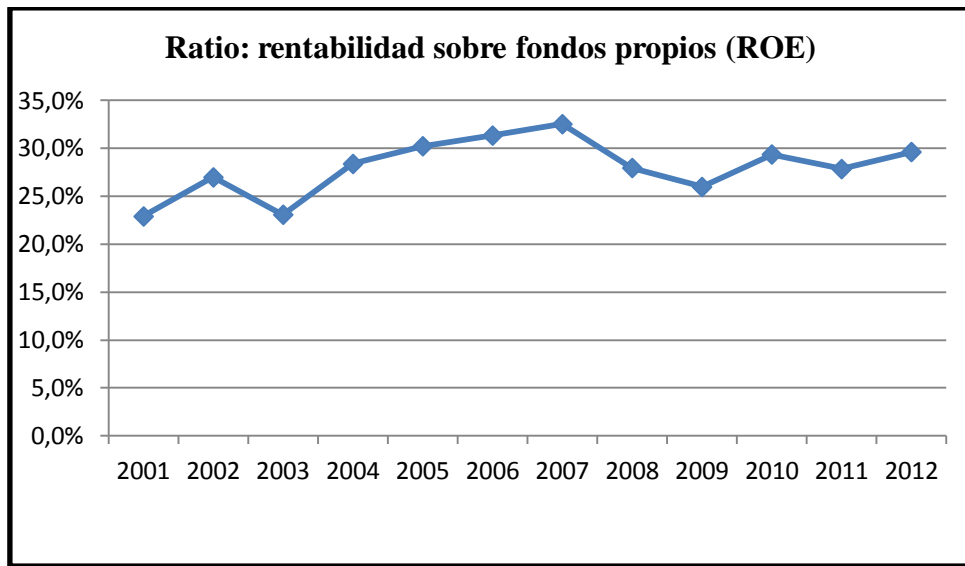
> 13% Posible ventaja competitiva.

< 10% Sin ventaja competitiva.

Mide el beneficio neto generado en relación con la inversión de los propietarios de la empresa. Cuanto mayor sea el ratio, mejor, más rentabilidad se obtiene de los fondos propios. Warren Buffett descubrió que las compañías que se benefician de una ventaja competitiva a largo plazo presentan un rendimiento sobre fondos propios superior a la media. Un rendimiento muy alto del capital significa que la compañía sabe utilizar bien las ganancias que guarda. Con el tiempo el alto rendimiento del capital se irá acumulando y hará aumentar el valor del negocio, que terminará siendo reconocido por el mercado bursátil con un precio cada vez más alto de las acciones de la compañía.

En el caso de **Inditex**, la rentabilidad sobre fondos propios en los últimos 12 años ha oscilado entre el 23% y 32%, siendo su tendencia alcista. En el año 2012 se ha situado en el 29,6% (significa que por cada 100 € invertidos se crean 29,6 € nuevos

Figura 6.12. Rentabilidad sobre fondos propios (ROE)



Fuente: elaboración propia.

6º Rentabilidad sobre capital empleado (ROCE)

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Rdo de explotación (EBIT)}}{\text{Capitales medios empleado en el ejerc.}} \begin{cases} \geq 12\% & \text{Posible ventaja competitiva.} \\ < 10\% & \text{Sin ventaja competitiva.} \end{cases}$$

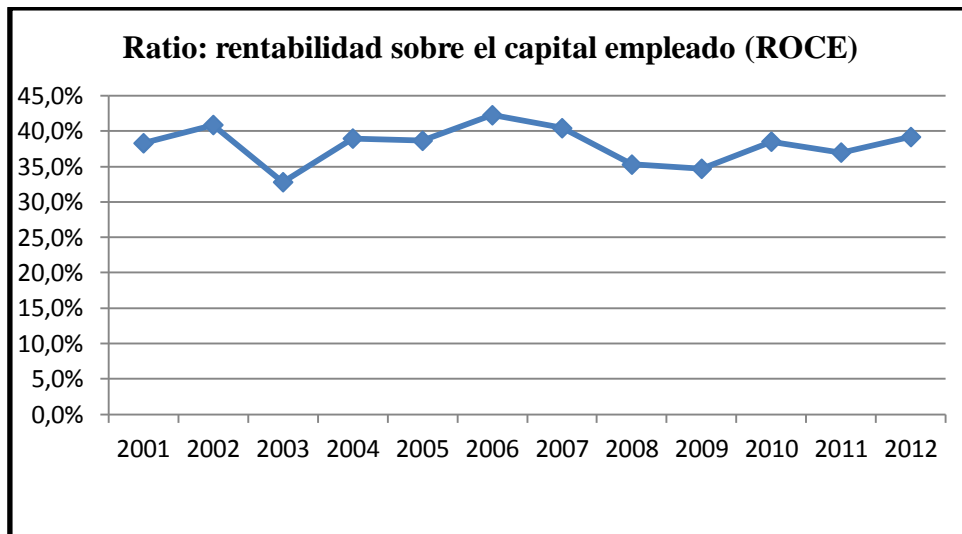
Lo calculamos siguiendo las indicaciones de Amat (2008), que nos dice que es beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT) sobre el volumen del capital requerido por el negocio, por lo tanto, lo descomponemos en margen sobre ventas y ventas sobre fondos propios, para una mejor comprensión en su cálculo nos queda:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Rdo explotación}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Inmov. Material + NOF}}$$

Las compañías de más valor son aquellas cuya rentabilidad sobre los recursos invertidos es más alta. No basta analizar la rentabilidad de un año, hay que analizar la rentabilidad durante un periodo amplio de 10 años. Cuanto más estable es el negocio, más interés tiene para el accionista, mayor “valor”.

En el caso de **Inditex**, la rentabilidad sobre capital empleado durante el periodo 2001-2012 ha sido constante, entre el 35% y el 42%, por lo que estamos ante un negocio estable de una alta rentabilidad que tendríamos que comparar con sus competidores.

Figura 6.13. Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE)



Fuente: elaboración propia

## 6.2. ANÁLISIS EXTERNO DE LA EMPRESA

Para realizar el análisis externo de la empresa vamos a utilizar dos herramientas bien conocidas: el modelo de las cinco fuerzas de Porter y el análisis DAFO.

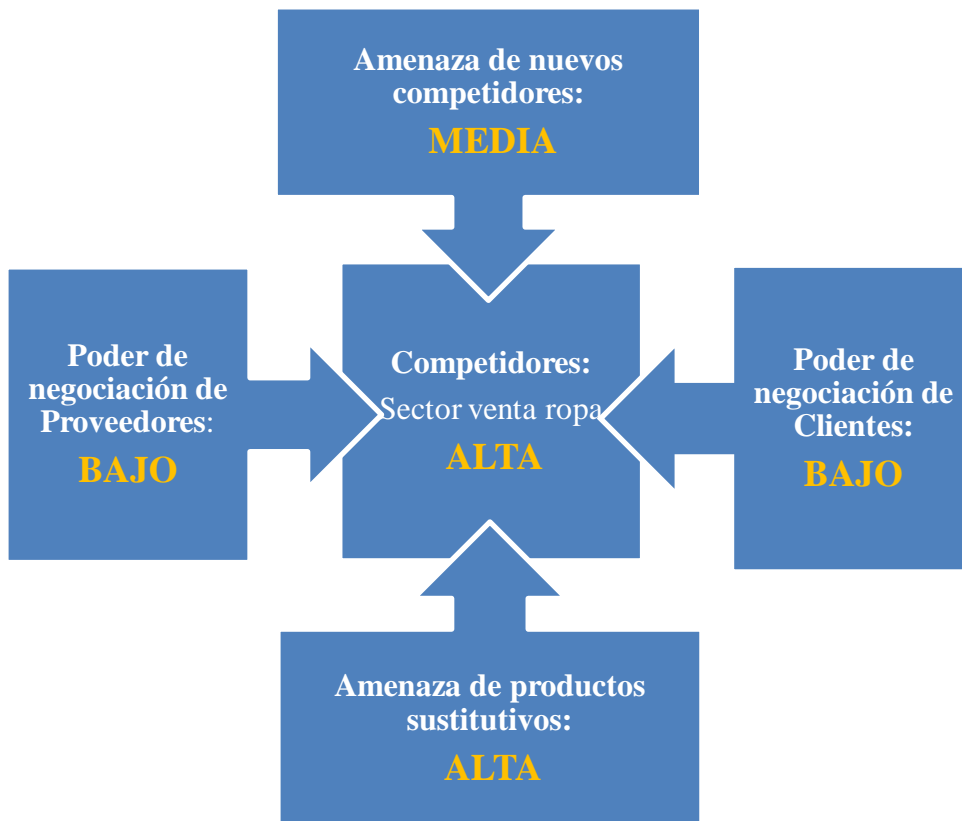
### 6.2.1. Modelo de las cinco fuerzas de Porter

En el libro de Porter (1982), se indica que hay cinco fuerzas que conforman básicamente la estructura de los sectores industriales. Estas cinco fuerzas delimitan precios, costes y requerimientos de inversión, que constituyen los factores básicos que explican la expectativa de rentabilidad a largo plazo, por lo tanto, el atractivo de la industria. Según Porter “la rivalidad con los competidores viene dada por cuatro fuerzas que combinadas crean una quinta fuerza: La rivalidad entre competidores”. Las cinco fuerzas de Porter son:

1. Poder negociador de los clientes
2. Poder negociador de los proveedores
3. Amenaza de nuevos competidores
4. Amenaza de productos sustitutivos
5. Rivalidad entre competidores

Cada una de estas cinco fuerzas afecta a la capacidad de una empresa para competir en un sector o mercado concreto, y juntas determinan la rentabilidad potencial de un sector determinado. Cada sector tiene unos análisis fundamentales diferentes pero las cinco fuerzas nos ayudan a determinar qué elementos impactan en la rentabilidad, cuáles son las tendencias, las reglas del juego, y las restricciones de acceso a ese sector. El resultado de las cinco fuerzas indica el atractivo del sector industrial que se estudia. Cuantos más fuertes son estos cinco elementos, la posibilidad de obtener beneficios disminuye. Si el conjunto de las cinco fuerzas es débil, la estructura del sector es favorable para la obtención de beneficios por encima de la media. Si la rivalidad no es intensa, no hay productos sustitutivos y el poder de negociación de los proveedores y compradores es débil frente a la empresa, el sector tiene buenas perspectivas de obtener beneficios. Aún siendo desfavorables las cinco fuerzas, se puede obtener una buena posición competitiva, si se aprovechan las condiciones para innovar y mejorar.

Figura 6.14. Análisis de las cinco fuerzas de Porter para Inditex



Fuente: Elaboración propia

### **1. Poder negociador de los clientes. (BAJO)** ↓

Los consumidores o clientes del sector de la venta minorista de ropa son muy numerosos y no están organizados. El volumen de compra individual de cada cliente es insignificante en comparación con el volumen total de ventas que realizan las distintas marcas de Inditex. En la venta minorista el cliente es el consumidor final, por lo que no hay riesgo de integración hacia atrás. Los clientes no tienen costes por cambiar a un competidor, y suelen ser muy poco fieles en el sector textil. Por lo tanto, el poder negociador de los clientes es muy bajo. En resumen, los principales aspectos de los clientes son:

- (+) No poder de concentración de la demanda, no están organizados
- (+) Imposibilidad para integrarse hacia atrás
- (-) Mínimo coste de cambio
- (-) Muchos compradores compran por precio.

### **2. Poder negociador de los proveedores (BAJO)** ↓

En el caso de Inditex los proveedores no tienen poder de negociación debido al gran número existente. Si no cumplen en calidad, precio o entrega frente a lo establecido, Inditex podrá cambiar de proveedor sin coste alguno, ya que existen muchos en el mercado. Además, Inditex está integrado verticalmente y gran parte de su proceso de producción se realiza en las fábricas pertenecientes al Grupo, subcontractando sólo la fase de confección, lo que resta poder de negociación a los proveedores. En resumen, los principales aspectos de los proveedores son:

- (+) Bajo coste de cambio de proveedor
- (+) Poco poder de negociación debido al gran número existente
- (+) Poca importancia de los proveedores en la cadena de valor.

### **3. Amenaza de nuevos competidores. (MEDIA)** →

La entrada de nuevos competidores depende de la existencia y fortaleza de las barreras de entrada. En este sector hay pocas barreras de entrada, pero son muy significativas, tales como, gran inversión de capital, economías de escala, requisitos de capital importantes, costes de transferencia, tener una distribución rápida, ubicarse en las

mejores zonas (difícil ya que los mejores locales están ocupados), establecer sus propias tiendas, imagen global de marca y conseguir información sobre los gustos de los consumidores a tiempo para poder dar respuesta.

En el caso de la distribución minorista de ropa, si bien cualquiera puede decidir abrir una nueva tienda, existen muchas barreras que obstaculizan la entrada de competidores significativos que operen a nivel global. Mientras Inditex compite con minoristas locales en la mayoría de sus mercados sus principales competidores internacionales son H&M, Gap, United Colors of Benetton, Primark, Uniqlo y C&A. Los seis tienen un alcance vertical más limitado que Inditex, que posee muchas de sus producciones y la mayoría de sus tiendas. Gap y H&M poseen la mayoría de sus tiendas pero tienen externalizada toda su producción. Benetton, por el contrario, ha invertido de un modo relativamente fuerte en producción, pero la mayoría de sus tiendas está en manos de propietarios autorizados.

Con respecto a estas particularidades, podemos deducir que la amenaza de nuevos entrantes en el mercado de la distribución minorista de ropa sigue siendo relativamente medio-baja. En resumen, los principales factores:

- (+,-) Pocas barreras de entrada pero significativas
- (+) Globalización: marcas más conocidas internacionalmente.

#### **4. Amenaza de productos sustitutivos (ALTA) ↑**

Estamos analizando el sector de la venta minorista de ropa, por este motivo nos debemos fijar en el conjunto de productos de cada marca y no en un producto específico. Al analizar el conjunto completo de productos de una empresa, dadas sus características, la mayoría de los productos tienen un alto grado de potencial de sustitución por productos de otra marca o de otra empresa del sector, debido a la gran oferta existente y a la competencia directa en los precios. Los productos con mayor potencial de sustitución suelen ser:

- Productos de gran demanda y poco diferenciados
- Productos estacionales y de fácil decisión de compra.

Debido a la externalización de la producción en países de bajo coste, las grandes empresas del sector textil compiten muy agresivamente en el precio de sus productos y

en el objetivo de ser los primeros en ofrecer los productos de nueva tendencia en moda. Inditex es el líder del mercado al ser la empresa que tiene el ciclo de producción más corto y ser el primero en tener en las tiendas las nuevas tendencias. Si una colección tiene una gran demanda consigue aumentar la producción para satisfacer la demanda. Finalmente, los márgenes comerciales de este sector pueden llegar a ser altos, sobre todo cuando la marca es conocida. Por tanto, la amenaza de sustitución es alta debido a las grandes ofertas y distintas opciones que se ofrecen en el mercado. En resumen, los principales aspectos son:

- (-) Muchas marcas que comercializan ropa de moda actual
- (-) Muchos productos sustitutivos de distintas marcas, calidad y precio
- (+) Productos de vida cortos por cambios constantes de tendencias
- (+) Productos de alto margen comercial.

## **5. Rivalidad entre competidores (ALTA) ↑**

Esta última fuerza es el elemento más determinante del modelo de Porter. Es la fuerza con que las empresas emprenden acciones para fortalecer su posicionamiento en el mercado y proteger así su posición competitiva frente a sus rivales en el sector. Los principales factores que contribuyen a incrementar la rivalidad entre los competidores son: concentración de empresas, costes fijos elevados, diferenciación de productos y crecimiento de la demanda. En el sector de la distribución minorista de ropa, la competencia entre rivales es muy alta. Pueden competir agresivamente en precios así como en otras dimensiones como la calidad, el diseño, la innovación o el marketing. La distribución textil es un sector altamente competitivo también en España, donde los grandes rivales de grupo Inditex son seis: H&M, Primark, Mango, United Colors of Benetton, el Grupo Cortefiel y El Corte Inglés.

Sin embargo, si hablamos de los rivales internacionales tendríamos que incluir a GAP, con 3.095 tiendas en todo el mundo, Abercrombie & Fitch, con 1.097 tiendas en el mundo y Uniqlo con cerca de 900 tiendas. En resumen, los principales aspectos son:

- (+) Buena imagen de marca
- (-) Competidores locales, nacionales, e internacionales
- (-) Asociaciones locales.

## 6.2.2. Análisis DAFO

A través del análisis DAFO, vamos a estudiar las características internas (debilidades y fortalezas) que tiene el grupo Inditex y la situación externa (amenazas y oportunidades) que se puede encontrar la empresa. Para hacer este análisis, seguimos las indicaciones de Guerras y Navas (2007).

**Figura 6.15. Análisis DAFO**



*Fuente: Elaboración propia*

### 6.2.2.1. Análisis interno: fortalezas y debilidades

#### ➤ Fortalezas

1. Integración vertical más amplia que sus competidores: control sobre toda la cadena de valor, fabrica la mayoría de sus producciones y posee la mayoría de sus tiendas.
2. Diseño e innovación constante: Cada línea de producto tiene un equipo creativo consistente en diseñadores, especialistas en suministros, y personal de desarrollo de producto. Los equipos de diseño trabajan simultáneamente productos de la temporada actual creando variaciones constantes según el éxito del producto. La organización de diseño es muy horizontal y se centra en una interpretación cuidadosa de las tendencias en pasarela adaptada para el mercado de masas.
3. Baja tasa de error en el lanzamiento de nuevos productos: Los nuevos productos son preparados y presentados en algunas tiendas claves y son producidos a gran escala si la



reacción de los consumidores es positiva. Como resultado, las tasas de error de nuevos productos suponen sólo un 1%, en contraste con una media del 10% en el sector. El aprendizaje a través de la práctica es la causa de un resultado tan favorable.

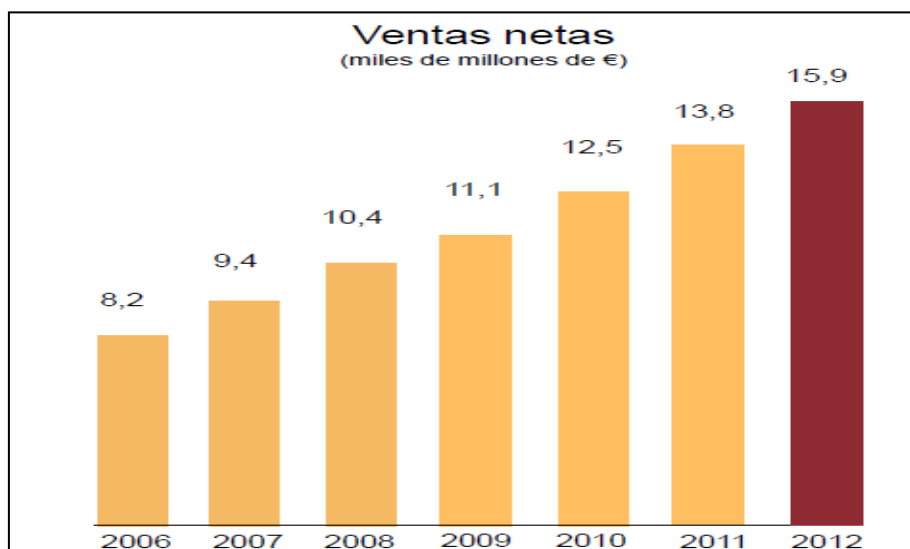
4. Sistema productivo just in time: fabricación de las prendas que estima que se van a vender y rápida distribución a las tiendas gracias a un avanzado sistema de telecomunicaciones que conecta la sede con la provisión, producción y localizaciones de venta. Alta rotación de producto que le permite no tener *stock*.

5. Ciclo de diseño y fabricación muy bajo: Consigue diseñar y tener los productos terminados en las tiendas en un tiempo de 4 a 5 semanas en el caso de un diseño nuevo y 2 semanas para las modificaciones (o reposiciones) de productos existentes. Mientras que la industria tradicional tiene ciclos de 6 meses para el diseño y 3 meses de fabricación.

6. Bajo coste de financiación: empresa muy saneada que no necesita financiación externa y dispone de fondos propios para financiar nuevas inversiones si son necesarias.

7. Fuerte crecimiento y constante: La empresa ha tenido un fuerte aumento de las ventas en los últimos años, la crisis económica no le ha afectado.

**Figura 6.16. Evolución ventas Inditex**



Fuente: INDITEX

8. Costes fijos de expansión bajos: El modelo de negocio evita los principales costes fijos asociados con la expansión internacional, ya que:

- No tiene centros de distribución
- No hace publicidad al entrar en un nuevo mercado
- Cuenta con una estructura ligera que da servicio a todas las cadenas
- Parte creciente de las ventas se realiza *online*.

9. Marcas de reconocido prestigio: La reputación de Inditex y sus marcas facilita la entrada en nuevos mercados, produciendo un aumento de ventas.

10. Cultura de escasez en las tiendas: Tratan de crear un clima de oportunidad y escasez en las tiendas para que los consumidores compren cuando entran. El cliente tiene que comprar lo que le gusta en el momento, porque puede quedarse sin ello.

11. Bajo gasto en publicidad: gasta el 0,3% de sus ingresos en publicidad en los medios, mientras que sus competidores entre el 3% - 4%. Su publicidad se limita al principio de la temporada de rebajas, al final y cuando abre una nueva tienda. Su publicidad se basa en el boca a boca, en el diseño y en la modificación de los escaparates.

12. Expansión internacional: Inditex ha exportado su modelo de negocio a 86 países y así sigue creciendo la empresa en otros mercados que no están saturados. Su modelo de expansión consiste en abrir primero una tienda (“buque insignia”) en una ciudad principal y, después de desarrollar alguna experiencia operando localmente, añadir tiendas contiguas para, finalmente, realizar la expansión por el resto del país.

13. Tiendas, imagen de marca: Las tiendas de Inditex son clave para la estrategia del grupo y todo está estudiado. Se trata de tiendas sofisticadas, situadas en las mejores ubicaciones de la ciudad, con locales amplios y ordenados en los que los clientes pueden disfrutar de la moda: mirar, tocar y probarse las prendas sin problema. Funcionan como la cara de la compañía en el mundo y se relocalizan como respuesta a la evolución de los distritos de compras.

14. Buen sistema post-venta: Inditex ofrece amplios plazos de devolución, lo que facilita la compra compulsiva. Además, cuenta con un servicio de arreglos de las prendas.

**15. Estrategia común de grupo:** Todas las enseñas tienen la misma política y estrategia. Se crea una imagen única y se traslada el éxito de unas a otras, se fortalece la marca, se ahorra dinero y se genera reconocimiento de marca. Los nuevos formatos incorporados al grupo desde 1991 comparten el mismo enfoque internacional de Zara. De hecho, esta es una de sus características básicas. Como consecuencia de ello, todos han crecido simultáneamente en España y en otros países. En la mayoría de los casos, Zara ha sido la primera cadena en llegar a los nuevos países, acumulando experiencia que ha facilitado la implantación posterior del resto de los conceptos. Esta experiencia acumulada ha permitido también que la expansión internacional se haya acelerado en las cadenas cuya creación es más reciente.

**16. Aplicación de nuevas tecnologías:** Inditex conoce la importancia de las nuevas tecnologías y hace años que usaron las PDA o avanzados programas informáticos que permiten insertar el patrón de la prenda a la hora del corte de telas para aprovecharlas al máximo, por ejemplo. También usa nuevas tecnologías para abrir nuevos formatos de venta, publicitarse y darse a conocer. Mediante las páginas *web*, *blogs*, campañas en las redes sociales y aplicaciones para móvil. Esta es una muestra de la continua innovación y adaptación de Inditex.

**17. Control exhaustivo de la distribución:** Inditex tiene su propio sistema centralizado de distribución (400.000 m<sup>2</sup> en Arteixo) y centros satélites menores que consolidan los envíos desde la central. Toda la mercancía desde proveedores internos y externos pasa a través del centro de distribución de Arteixo, que se caracteriza por un sistema de seguimiento móvil mediante códigos de barras (maneja unas 45.000 prendas/hora).

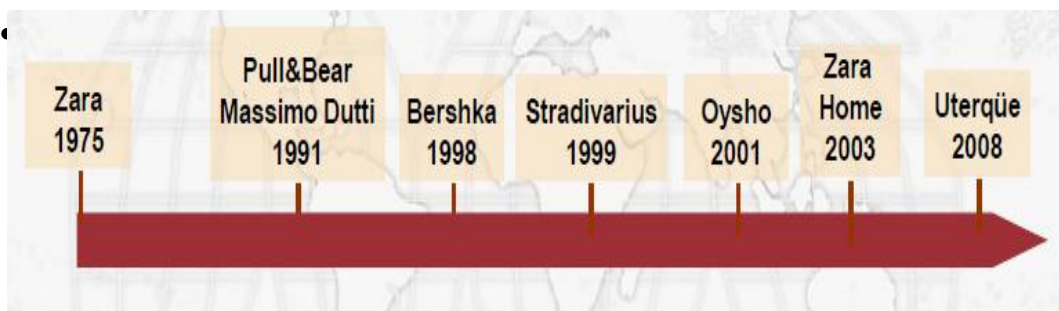
**18. Satisfacción del cliente a buen precio:** El objetivo de Inditex es ofrecer a los consumidores lo que desean, a un precio competitivo. Intenta sacar ventaja en cada uno de los procesos que realiza, desde el diseño, el aprovisionamiento, la fabricación interna o externa, la distribución y la venta, e intenta obtener retroalimentación en cada fase para mejorar cada actividad.

**19. Incentivar a los encargados de tienda:** Los encargados de las tiendas llevan un programa de formación exhaustivo; su sueldo está formado por una parte fija y un plus variable, en función de los objetivos conseguidos, representando la parte variable más

de la mitad del total. El objetivo es que los encargados sientan como si estuvieran dirigiendo su propio negocio.

20. Estrategia multi-cadena: Consiste en tener distintas marcas que operan de forma independiente, pero integradas en un grupo, para aprovechar las sinergias.

- Segmentación del mercado a través de cadenas diferenciadas
- Equipos directivos independientes
- Idéntico modelo de negocio
- Todas tienen potencial de expansión internacional.



Fuente: Inditex

21. Gran expansión internacional: Inditex está presente en la actualidad en 86 países con 6.009 tiendas y tiene una política constante de crecimiento internacional de todas sus marcas. De este modo, sus ingresos están diversificados en distintos mercados lo que hace a la empresa menos sensible a las crisis, al depender de muchos mercados.

**Tabla 6.17. Número de tiendas Inditex a 31/01/13**

Todo el mundo	
1º Zara	1.751
Zara Kids	174
2º Pull & Bear	816
3º Massimo Dutti	630
4º Bershka	885
5º Stradivarius	780
6º Oysho	524
7º Zara Home	357
8º Uterqüe	92

Última actualización: 31/01/2013

Fuente: [www.inditex.es](http://www.inditex.es)

**22. Responsabilidad social corporativa:** Implantación de una política de responsabilidad social corporativa que hace de Inditex una organización que intenta satisfacer las necesidades de todos los grupos de presión. Inditex ha sido elegida en el 2013 como empresa española con mejor reputación, liderazgo y responsabilidad social.

➤ Debilidades

1. Falta de exclusividad: al tener productos con buenos precios y calidad media, los puede adquirir todo el mundo, por lo que se pierde la exclusividad que buscan determinados consumidores en la moda. Esta debilidad la está intentando superar con la creación de muchas colecciones, cortas y con una limitada tirada.

2. Fuerte competencia entre marcas: De las ocho marcas, siete se hacen la competencia entre ellas en algunos productos básicos (camisetas, calcetines...etc.).

3. Distribución centrada en España: En el centro de distribución reciben los artículos procedentes de las fábricas propias o de proveedores externos, también gestionan los *stocks*, hacen el reparto y la expedición, para que cada punto de venta reciba lo que ha solicitado cuanto antes y en perfecto estado. Cada cadena tiene su propio centro logístico. Esta forma de trabajar que ha sido una de las claves del éxito puede perjudicar la expansión internacional, ya que no tiene sentido recibir un producto de un proveedor externo de Asia en España para después enviarlo de nuevo a una tienda en el mercado asiático, lo que está aumentando los costes de logística.

4. Débil publicidad: Limitada asignación de recursos para procesos de marketing y publicidad (0,3% de las ventas), mientras que sus competidores directos asignan entre un 3% a 4% de sus ventas. Esta debilidad la soluciona utilizando las tiendas como imagen de marca y cambiando con una frecuencia muy alta los escaparates.

5. Debe cuidar la “mala publicidad”: dos escándalos le perjudicaron en 2011, uno sobre trabajo esclavo en Brasil y otro relativo a una acusación de plagio a la marca Stradivarius.

6. Alto coste de alquiler: algunas de sus tiendas están ubicadas en locales comerciales alquilados y al estar en locales céntricos tienen un alto coste mensual de alquiler. Esta

debilidad la está superando con la adquisición de locales propios, pero debe buscar un buen equilibrio.

#### *6.2.2.2. Análisis externo: oportunidades y amenazas*

##### ➤ Oportunidades

1. Incremento de apertura de tiendas en outlets: En España ha abierto alguna tienda de su enseña Massimo Dutti en *outlets*, donde puede vender ropa de otras temporadas a precios más bajos. Esta posibilidad la puede abrir a otras cadenas del grupo y dar salida a los pocos productos no vendidos en temporada.
2. Envejecimiento de la población: con el aumento de la esperanza de vida, la población es más madura y es un sector muy atractivo, por lo tanto, podría pensar en abrir una nueva marca con el objetivo de cubrir ese segmento de población que por lo general tiene mayor poder adquisitivo. Es un buen camino para aumentar las ventas en todo el mundo.
3. Creciente interés por la imagen personal: también por la moda, de sectores más desinteresados en el pasado, como los más jóvenes, los hombres, e incluso las embarazadas. Por lo tanto, cada vez más sectores se gastan más dinero en moda.
4. Ropa para practicar deporte: en la actualidad, la población cada vez practica más deporte, por lo que Inditex podría abrir una nueva marca especializada en ropa, calzado y accesorios para la práctica deportiva, dirigido a todo el público lo que le permitiría aumentar las ventas. Es una oportunidad de negocio.
5. Continuos avances tecnológicos: que permiten crear sistemas de intercambio de información más rápidos, mantener la producción *just in time* con máquinas y sistemas de logística más complejos. Así, Inditex puede mantener su estrategia empresarial diferenciadora.
6. Ley de unificación de las tallas: que favorece a Inditex por tener diversas marcas y encontrarse en diferentes países.
7. Desarrollo de tiendas virtuales: cada marca utiliza las tiendas tradicionales para la distribución y devolución de los productos, esto le da seguridad a los consumidores para

comprar por internet, es una gran ventaja competitiva, donde tiene posibilidad de expandirse en todos los países donde está establecida sin costes adicionales.

➤ Amenazas

1. Impacto de la crisis económica: la moda no es una de las prioridades de la gente, por lo que gasta menos dinero en cosas innecesarias. Inditex es una empresa líder en su sector, está bien posicionada y presenta unas cuentas muy saneadas, por lo tanto, en este momento de falta de crédito en el mercado, puede salir beneficiada porque sus competidores tienden a aumentar sus costes de financiación, lo que les hace menos competitivos. La crisis ha hecho que se replanteen aquellas tiendas menos rentables para adaptarlas a la nueva situación. Por ejemplo, en Ponferrada, Zara ha reducido el tamaño de su tienda, dejando la parte del local que tenía en alquiler (reduciendo un alto coste) para quedarse solo con la parte que tiene en propiedad.

2. Aumento de la competencia en el sector: En los últimos años se están introduciendo nuevos competidores en sus mercados. Por ejemplo, en España ha entrado recientemente Primark y se ha anunciado la entrada de Uniqlo.

3. Imitación del modelo Inditex: sus principales competidores están introduciendo en sus negocios la forma de gestión de Inditex. Cada vez existen más estudios y publicaciones sobre la forma de trabajar de Inditex, por lo que resulta más fácil de imitar para sus competidores.

4. Creación de tiendas online: tienen menos costes y además permiten a la gente comprar ropa desde cualquier parte del mundo sin tener que desplazarse. El comercio electrónico puede ser una gran amenaza por la disminución de costes.

5. Falta de competitividad en los productos básicos: Los artículos básicos (como por ejemplo, camisetas de interior, pijamas, calcetines, etc.), que son más sensibles al precio que al tiempo de fabricación, los tiene externalizados principalmente en Asia. Esto lo están haciendo sus competidores, por lo que cada vez son menos rentables.

6. Imitación nuevos productos: las nuevas tendencias y productos más modernos que Inditex lanza al mercado son rápidamente copiados, especialmente en el mercado asiático donde las autoridades locales y las leyes son muy permisivas en este aspecto, lo que banaliza el producto en estos mercados.

7. Cuidar imagen: los *blogs* de moda están dando mala imagen de la empresa, porque se acusa a las cadenas de Inditex de copiar a las grandes marcas de lujo.

### 6.3. ANÁLISIS DE VALORACIÓN DE LA EMPRESA

Vamos a realizar la valoración de Inditex por distintos métodos, fijándonos en su valor patrimonial, en el valor descontado de varias modalidades de flujos futuros y en el valor de capitalización. El valor patrimonial refleja lo que la empresa ha conseguido acumular con su actividad pasada; el valor de capitalización es un valor de mercado, basado en las expectativas de los inversores; y los métodos de descuentos de flujos, que conceptualmente permiten obtener el valor intrínseco correcto, requieren la estimación de una serie de elementos subjetivos. Es por ello que la aplicación de todos los métodos considerados resulta complementaria para llegar a una estimación del valor de Inditex.

#### 6.3.1. Valor patrimonial.

Es el valor del patrimonio neto que figura en el balance (capital, reservas y resultados). Otra forma de calcularlo es por diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

**Valor patrimonial** = Patrimonio neto

**Valor patrimonial** = Activo total – Pasivo exigible

En el caso de Inditex calculamos la evolución de su valor patrimonial desde el año 2001 (año que empieza a cotizar en bolsa) hasta el año 2012, para compararlo con el valor de cotización al final de cada año. Los datos se han obtenido de los balances de situación presentados en las cuentas anuales de la empresa (Anexo 1).

**Tabla 6.18. Cálculo valor patrimonial acción frente a cotización Inditex**

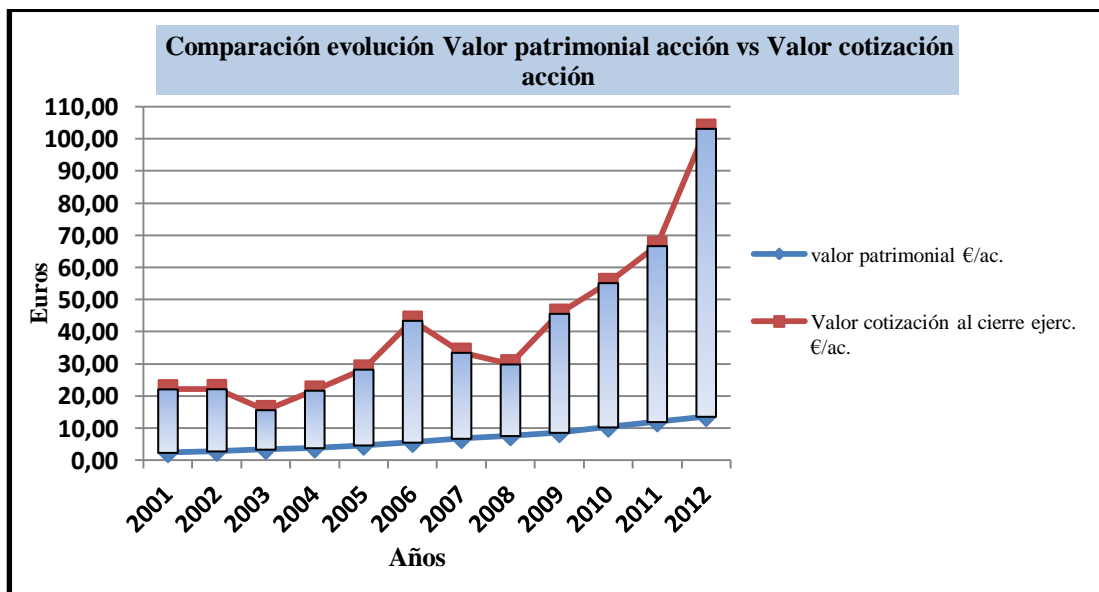
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Patrimonio Neto</b> (en mill.)	1.486 €	1.761 €	2.106 €	2.393 €	2.921 €	3.471 €	4.217 €	4.749 €	5.371 €	6.423 €	7.456 €	8.482 €
<b>Número acciones</b> (en mill.)	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33	623,33
<b>Valor patrimonial acción</b> (€/ac.)	2,38	2,83	3,38	3,84	4,69	5,57	6,77	7,62	8,62	10,30	11,96	13,61
<b>Valor cotización al cierre del ejercicio</b> (€/ac.)	22,13	22,18	15,66	21,72	28,27	43,47	33,50	29,90	45,64	55,19	66,70	103,20

Fuente: Elaboración propia.



El número de acciones y el valor de cotización al cierre del ejercicio se han tomado de la página web <http://es.finance.yahoo.com/>. Podemos ver en la Tabla 6.18 la evolución anual desde el año 2001 al año 2012 del valor patrimonial (valor en libros) por acción de Inditex y el valor de cotización al cierre del ejercicio. En el periodo considerado la diferencia entre ambos valores cada año es muy elevada, tal como esperábamos, porque según Fernández (1999), el valor patrimonial prácticamente nunca coincide con el valor de mercado.

**Figura 6.19. Comparación valor patrimonial acción vs valor cotización acción**



Fuente: elaboración propia.

En el gráfico anterior podemos ver la evolución del valor patrimonial por acción que ha sido un crecimiento constante medio anual del 14% desde el año 2001 al año 2012, permaneciendo constante el número de acciones.

El valor de cotización, que mide las expectativas de los inversores, ha tenido un fuerte crecimiento desde el año 2008 al año 2012, las barras muestran la diferencia entre el valor de cotización y el valor patrimonial siendo máxima esta diferencia en el año 2012.

### 6.3.2. Descuento de flujos de fondos (*cash flow*)

En este apartado vamos a utilizar distintos métodos de descuento de flujos para compararlos entre ellos y finalmente con el valor de cotización de la empresa.

6.3.2.1. Free cash flow

Para calcular el valor de la empresa mediante el descuento de flujos de fondos libres (*free cash flow*) que genera la empresa, seguimos los siguientes pasos:

1º Calculamos el flujo de fondos libre *free cash flow* (FCF) para cada año del periodo 2001 al 2012. La información para su cálculo la obtenemos de la cuentas anuales de Inditex, concretamente del balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias, que se recogen en los Anexos 1 y 2; y de la Memoria, que no se incluye en los anexos a causa de su gran extensión, pero puede consultarse en la página web de la empresa.

Tabla 6.20. Cálculo del *free cash flow* (FCF)

<i>cifras en mill. €</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
+ Beneficio neto	518	660	627	922	1.094	1.356	1.652	1.609	1.728	2.290	2.522	3.117
+ Amortización (gastos amortización)	137	107	177	235	251	312	387	465	493	559	557	421
- Variación de activos fijos (incremento)	369	264	478	580	723	740	820	772	380	746	1.353	1.050
- Aumento de NOF (variación NOF)	112	141	32	41	52	4	486	212	567	856	205	474
+ Intereses *(1-t) (gastos bancarios)	15,02	10,55	9,90	14,18	13,60	7,15	3,14	6,56	6,60	2,49	2,57	1,99
<b>Free cash flow (FCF)</b>	<b>188</b>	<b>371</b>	<b>304</b>	<b>550</b>	<b>583</b>	<b>932</b>	<b>737</b>	<b>1.096</b>	<b>1.281</b>	<b>1.250</b>	<b>1.523</b>	<b>2.015</b>

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Inditex

**Explicación de la obtención de los datos para cálculo del *free cash flow* :**

- **Beneficio neto:** Lo obtenemos directamente de la cuenta de pérdidas y ganancias, es el resultado de explotación (EBIT).
- **Amortización:** Lo obtenemos de la información anexa del balance en la memoria de cada año, en la información sobre inmovilizado material e inmaterial:

+ Variación Amort. Inmov. material año x = saldo inicial amort. (año x) - saldo final amort.(año x)
+ Variación Amort. Inmov. inmaterial año x = saldo inicial amort. (año x) - saldo final amort. (año x)
= <b>Amortización</b> del año x (gasto amortización)

- **Variación de activos fijos:** Lo obtenemos de la información anexa del balance de situación en la memoria de cada año, en la información del inmovilizado material e inmaterial:

Para el Inmovilizado material:

+ Variación Inmov. material año x = saldo inicial Mat. (año x) - saldo final Mat (año x)

+ Variación Pérdidas por deterioro inmov. Mat. año x = saldo inicial (año x) - saldo final (año x)

---

= *Variación del inmovilizado material del año x*

Para el Inmovilizado Inmaterial:

+ Variación Inmov. Inmaterial año x = saldo inicial Inmat. (año x) - saldo final Inmat. Mat (año x)

+ Variación Pérdidas por deterioro inmov. Inmat. año x = saldo inicial (año x) - saldo final (año x)

---

= *Variación del inmovilizado Inmaterial del año x*

La suma:

+ *Variación del inmovilizado material del año x*

+ *Variación del inmovilizado Inmaterial del año x*

---

= **Variación de activos fijos del año x**

- **Aumento de NOF (variación):** Lo obtenemos del balance de situación

NOF = Activo corriente – Pasivo corriente – Deuda financiera

**Aumento de NOF** = NOF (año x) – NOF (año x-1)

- **Intereses:** Lo obtenemos en la cuenta de pérdidas y ganancias, en el detalle del Resultado financiero. Son los gastos por intereses bancarios que deberemos aplicar el tipo impositivo que se aplica en cada año en el impuesto de sociedades.

2º Estimamos la proyección del FCF, hay varios métodos para la estimación, seguimos el que nos indica Damodaran (2002): dividimos el horizonte temporal en dos intervalos (esto lo utilizamos para todas las proyecciones)

- Un primer intervalo de duración  $n$  periodos (entre 5 y 10 años), donde realizamos la proyección detallada de los flujos de caja.
- Un segundo intervalo de duración  $(n+1, \infty)$  se calcula un valor terminal mediante una renta perpetua, aplicando la fórmula de descuento con crecimiento constante al último flujo de caja estimado en el primer intervalo.

Estimamos la proyección del crecimiento esperado para los próximos cinco años, del 2013E al 2017E. Para ello, calculamos la variación anual FCF de los años 2001 al 2012, después calculamos el promedio de la variación anual de los últimos cinco años (2008 al 2012), y a partir de valor promedio obtenido, estimamos lo que va a crecer en los próximos cinco años. Ejemplo:

Año 2013 = FCF año 2012 + promedio de la variación anual del 2008 al 2012

Año 2014 = FCF año 2013 + promedio de la variación anual del 2008 al 2012

Tabla 6.21. Estimación proyección *free cash flow*

cifras en mill. €	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Free cash flow (FCF)	188	371	304	550	583	932	737	1.096	1.281	1.250	1.523	2.015	2.271	2.527	2.782	3.038	3.294
Variación anual FCF		183	-67	246	33	349	-196	360	185	-31	273	492					
Promedio de la variación anual FCF del periodo 2008 al 2012												256					

Fuente: elaboración propia

3º Calculamos la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos. Al ser *free cash flow*, la tasa de descuento correcta es el WACC (*weighted average cost of capital* o coste de capital medio ponderado).

$$\text{WACC} = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

Donde:

$E = 59.403,39$  Mill. € (Valor cotización acciones x nº de acciones) (95,30€/ac. x 623,3 Mill. ac).

$D = 4.408$  Mill. € (pasivo corriente + pasivo no corriente) año 2012.

$K_d = 3,00\%$  (Inditex no tiene valor de mercado para la deuda, al no emitir obligaciones que cotizan, por ese motivo considero que la deuda del balance está bien negociada y coincide con el valor de mercado), estimamos que si Inditex necesitase emitir obligaciones, el cupón que tendría que pagar sería similar o más reducido que el cupón que pagan las principales empresas del Ibex 35. (Anexo 4)

$K_e = 6,99\%$  (estimada en función de la  $\beta$  de Inditex). Dependiendo de este valor va a variar el WACC.

$T = 30\%$  en el año 2012 (impuesto de sociedades en España)

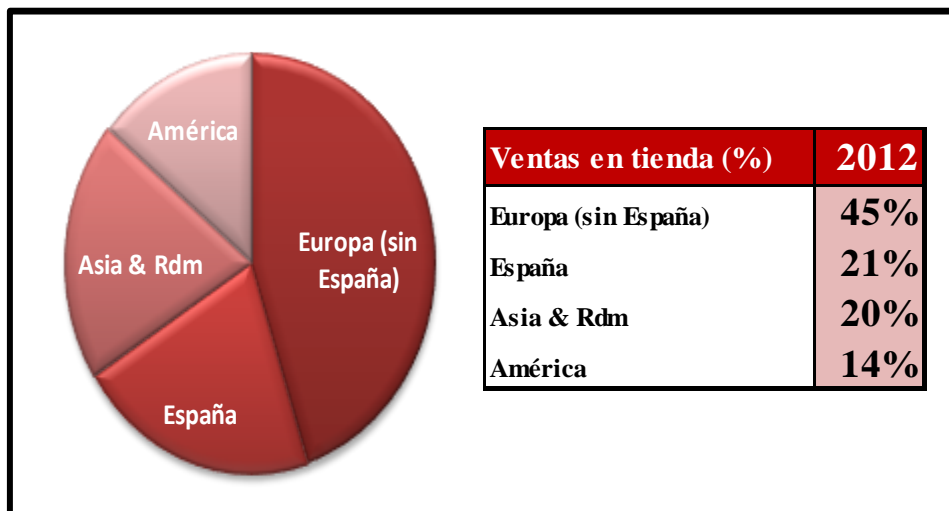
Según los parámetros anteriores, obtenemos: **WACC = 6,65%**

4º Cálculo de la tasa de crecimiento perpetuo (g): Es el porcentaje que se estima que va a crecer Inditex de forma perpetua, a partir del último año estimado, en este caso, a partir el año 2017. El valor se determina para poder calcular el valor residual de la empresa (VR):

$$VR = \frac{\frac{FCFn(1+g)}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n}$$

Para su cálculo, Damodaran (2002) suele utilizar como crecimiento perpetuo, la tendencia del producto interior bruto (PIB). La tasa de crecimiento perpetuo que se utilice no puede crecer más que la economía donde opera la empresa. Por lo tanto, vamos a estimar el crecimiento perpetuo para Inditex, relacionando las ventas por áreas geográficas, con el PIB correspondiente a esas áreas geográficas; la información del PIB por áreas geográficas lo obtenemos del Fondo Monetario Internacional (FMI) en su página web: [www.imf.org/external/datamapper/](http://www.imf.org/external/datamapper/). A partir de esta información calculamos la media ponderada del crecimiento de las ventas por área geográfica en función del crecimiento previsto del PIB en esas áreas geográficas.

**Figura 6.22. Ventas en tienda (%) por área geográfica 2012**



Fuente: Elaboración propia a partir datos Inditex

Tabla 6.23. Previsión crecimiento PIB por área geográfica según el FMI

Previsión crecimiento PIB	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Europa	0,5	1,7	2	2,1	2,2	<b>2,3</b>
España	-1,6	0,7	1,4	1,5	1,5	<b>1,6</b>
Asía & Pacífico	5,6	5,9	6,1	6,2	6,3	<b>6,4</b>
América	2,3	3,2	3,6	3,5	3,4	<b>3,2</b>

Fuente: elaboración propia a partir de información del FMI.

Tabla 6.24. Cálculo tasa de crecimiento perpetuo g

Calculo g (tasa crecimiento a perpetuo)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Media pond. de las ventas por área geografía en función de la previsión crecimiento del PIB	1,33	2,54	2,92	2,99	3,04	<b>g =3,10</b>

Fuente: elaboración propia

Consideramos,  $g = 3,10 \%$  para el cálculo del valor residual en los descuentos de flujos.

5º Cálculo valor de la empresa: Para la actualización de los *free cash flow* utilizamos la siguiente expresión.

$$\text{Valor empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFi}{(1+WACC)^i} = \frac{FCF1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFn}{(1+WACC)^n} + \frac{FCFn(1+g)}{(1+WACC)^n}$$

←
→

←
→

Σ FCF
VR

Vamos a hacer el análisis de valoración del *free cash flow* en función del valor de los siguientes parámetros que son esenciales en su cálculo:

- **La beta ( $\beta$ )**: mide el riesgo de la acción frente al comportamiento del mercado.
- **La prima de mercado (PM)**: La rentabilidad incremental que el inversor espera obtener por invertir en acciones en vez de en renta fija (aproximada ésta por la rentabilidad del bono a 10 años).

Estos dos factores son determinantes para obtener el valor de  $Ke$  y consecuentemente del WACC, que es la tasa de descuento que utilizamos para el cálculo del FCF.

Tabla 6.25. Valoración empresa por FCF, con distintos valores de  $\beta$  y  $PM = 3\%$

SUPUESTO	1	2	3
$\beta$	0,64	0,80	1,00
PM (prima de mercado)	3,00%	3,00%	3,00%
$k_e$	6,67%	7,16%	7,76%
WACC	6,36%	6,81%	7,37%
Valor empresa por valor neto actual FCF (mill.€)	88.091,43	77.067,25	66.825,62
Valor acción por valor neto actual FCF (€/ac.)	141,33	123,64	107,21

Fuente: elaboración propia

Tabla 6.26. Valoración empresa por FCF, distintos valores de  $\beta$  y  $PM = 3,50\%$

SUPUESTO	1	2	3
$\beta$	0,64	0,80	1,00
PM (prima de mercado)	3,50%	3,50%	3,50%
$k_e$	6,99%	7,56%	8,26%
WACC	6,65%	7,19%	7,84%
Valor empresa por valor neto actual FCF (mill.€)	80.641,93	69.928,10	60.137,39
Valor acción por valor neto actual FCF (€/ac.)	129,38	112,19	96,48

Fuente: elaboración propia

### 6.3.2.2. Cash flow disponible para las acciones

Para calcular el valor de la empresa mediante el descuento de flujos de fondos disponibles para las acciones (CFac) que genera la empresa, seguimos los siguientes pasos:

1º Calculamos el *cash flow* disponible para las acciones para cada año del periodo entre 2001 y 2012. La información para su cálculo la obtenemos de las cuentas anuales, concretamente del balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria. Partimos del valor *free cash flow* de cada año, calculado en el apartado anterior, según nos indica Fernández (1999), y las cuantías obtenidas se muestran en la Tabla 6.27.

Tabla 6.27. Cálculo *cash flow* disponible para las acciones (CFac) Inditex

<i>cifras en mill. €</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Free cash flow (FCF)	188	371	304	550	583	932	737	1.096	1.281	1.250	1.523	2.015
- Intereses *(1-t) (gastos bancarios)	15,02	10,55	9,90	14,18	13,60	7,15	3,14	6,56	6,60	2,49	2,57	1,99
+ Aumento de Deuda a corto plazo(variación)	22,65	27,21	-63,25	80,22	45,46	-64,12	226,20	-137,24	-198,98	-32,38	-2,00	1,75
- Disminución de Deuda a largo plazo(variación)	27,29	8,87	-27,23	37,38	43,09	28,79	4,96	29,12	8,25	0,82	2,63	-2,76
<b>Cash flow disponible para las acciones (Cfac)</b>	<b>169</b>	<b>379</b>	<b>258</b>	<b>578</b>	<b>572</b>	<b>832</b>	<b>955</b>	<b>923</b>	<b>1.068</b>	<b>1.214</b>	<b>1.516</b>	<b>2.018</b>

Fuente: elaboración propia.

### Explicación de la obtención de los datos para cálculo del CFac

- **Intereses:** Lo obtenemos en la información anexa sobre la cuenta de pérdidas y ganancias, en el detalle del Resultado financiero. Son los gastos por intereses bancarios que paga Inditex anualmente.
- **Aumento deuda a corto plazo:** Lo obtenemos del balance de situación de cada año, en el pasivo corriente:

Aumento deuda corto plazo (año x) = Deuda financiera del (año x) – Deuda financiera del (año x-1)
---

- **Aumento deuda a largo plazo:** Lo obtenemos del balance de situación de cada año, en el pasivo no corriente:

Aumento deuda largo plazo (año x) = Deuda financiera del (año x) – Deuda financiera del (año x-1)
---

### 2º Estimamos la proyección del CFac para los próximos cinco años del 2013E al 2017E:

Para ello calculamos la variación anual CFac de los años 2001 al 2012, después calculamos el promedio de la variación anual de los últimos cuatro años (2008 al 2012), a partir de valor promedio obtenido estimamos lo que va a crecer en los próximos cinco años. Fernández (1999) y Damoradan (2002) aconsejan estimar de 5 a 10 años. Su cálculo sería:

$$\text{Año 2013} = \text{CFac año 2012} + \text{promedio de la variación anual del 2008 al 2012}$$

$$\text{Año 2014} = \text{CFac año 2013} + \text{promedio de la variación anual del 2008 al 2012}$$



Tabla 6.28. Estimación proyección *cash flow* disponible para las acciones. Inditex

<i>cifras en mill. €</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Cash flow disponible para las acciones (Cfac)	169	379	258	578	572	832	955	923	1.068	1.214	1.516	2.018	2.291	2.565	2.839	3.112	3.386
Variación anual Cfac		210	-121	320	-7	261	122	-31	144	147	301	502					
Promedio de la variación anual Cfac del periodo 2009 al 2012												274					

Fuente: elaboración propia

3º Calculamos la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondo: Al ser *cash flow* disponible para las acciones, la tasa de descuento correcta es  $K_e$ , la rentabilidad exigida a las acciones, y la calculamos a partir del modelo de valoración de activos de capital (en inglés, *capital asset pricing model*, **CAPM**):

$$K_e = E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$\longleftrightarrow$   
 Prima riesgo mercado

Donde:

- $R_f = 4,76\%$  (rentabilidad del bono español a 10 años) el 07/06/2012

Figura 6.29. Rentabilidad activo sin riesgo (Bono Español 10 años)



Fuente: [www.eleconomista.es/bono/bono-espana-10-years](http://www.eleconomista.es/bono/bono-espana-10-years)

•  $\beta_{itx} = 0,64$  beta de Inditex, coeficiente que indica el riesgo de Inditex frente al mercado. En este caso, al ser menor de 1, significa que el comportamiento de la acción de Inditex es menos sensible a las subidas y bajadas del mercado, lo que indica la estabilidad de la acción. Calculamos la  $\beta$ , a partir de la expresión:

$$\beta_{itx} = \frac{\text{COV}(\text{rtb itx} ; \text{rtb ibex 35})}{\text{VAR}(\text{rtb ibex 35})}$$

Para su cálculo consideramos la cotización mensual de Inditex (ITX) y del índice de las treinta y cinco empresas de mayor cotización en el mercado español (IBEX 35) del periodo 2007 a 2012 (6 años). Los datos se han obtenido de la página web: [www.es.finance.yahoo.com](http://www.es.finance.yahoo.com), y tanto los datos como los cálculos se pueden consultar en el Anexo 3.

•  $PM = 3,00\%$  ó  $3,50\%$ , es la prima de riesgo del mercado que mide la rentabilidad incremental que un inversor exige a una acción sobre el activo libre de riesgo.

Hemos seleccionado estos dos valores siguiendo el criterio de López Lubián y De Luna (2002). Estos autores indican, tras analizar datos históricos, que “para estimar la prima de mercado puede utilizarse un multiplicador de la tasa sin riesgo de 0,5 – 0,6”. Si el bono a 10 años, siendo conservadores, está cercano a 5%, aplicando 0,6 obtenemos 3%. También Fernández (2005) en el estudio para España de la prima de riesgo en el periodo más reciente obtiene un diferencial entre la bolsa y la renta fija entre 2% y 3,5%.

	Rentabilidad acciones		Rentabilidad renta fija		sobre la renta fija	
	Media aritmética	Media geométrica	Media aritmética	Media geométrica	Media aritmética	Media geométrica
1991-2004	17,1%	14,7%	13,6%	12,7%	3,5%	2,0%

4º Cálculo del valor de la empresa: Actualizamos los flujos CFac utilizando la siguiente expresión.

$$\text{Valor empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{CFAC_i}{(1+ke)^i} = \frac{CFAC_1}{(1+Ke)^1} + \frac{CFAC_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{CFAC_n}{(1+Ke)^n} + \frac{CFAC_n(1+g)}{(Ke-g)(1+Ke)^n}$$

$\longleftarrow \hspace{10em} \longrightarrow \hspace{10em} \longleftarrow \hspace{10em} \longrightarrow$   
 $\hspace{10em} \Sigma \text{ CFac} \hspace{10em} \text{VR}$

Hacemos el análisis de valoración por el descuento CFac en función del valor de los siguientes parámetros (como en la valoración por el descuento del FCF) determinantes para obtener el valor de  $K_e$ :

- La beta ( $\beta$ )
- La prima de mercado ( $PM$ )

Tabla 6.30. Valoración empresa por CFac, distintos valores de  $\beta$  y  $PM = 3\%$

SUPUESTO	1	2	3
$\beta$	0,64	0,80	1,00
$PM$ (prima de mercado)	3,00%	3,00%	3,00%
$k_e$	6,67%	7,16%	7,76%
Valor empresa por valor neto actual CFac(mill.€)	82.333,51	72.194,26	62.728,69
Valor acción por valor neto actual CFac (€/ac.)	132,09	115,83	100,64

Fuente: elaboración propia

Tabla 6.31. Valoración empresa por CFac, distintos valores de  $\beta$  y  $PM = 3,50\%$

SUPUESTO	1	2	3
$\beta$	0,64	0,80	1,00
$PM$ (prima de mercado)	3,50%	3,50%	3,50%
$k_e$	6,99%	7,56%	8,26%
Valor empresa por valor neto actual CFac (mill.€)	75.487,61	65.600,77	56.523,30
Valor empresa por valor neto actual FCF (€/ac.)	121,11	105,25	90,68

Fuente: elaboración propia

6.3.2.3. Dividendos

1º Obtenemos el importe de los dividendos pagados por la empresa cada año, en función del beneficio del ejercicio anterior y la política de dividendos, de las cuentas anuales. Lo dividimos por el número de acciones y obtenemos el importe del dividendo por acción. También nos sirve de referencia saber qué porcentaje del beneficio reparte la empresa en dividendos para comprobar su evolución (Tabla 5.31).

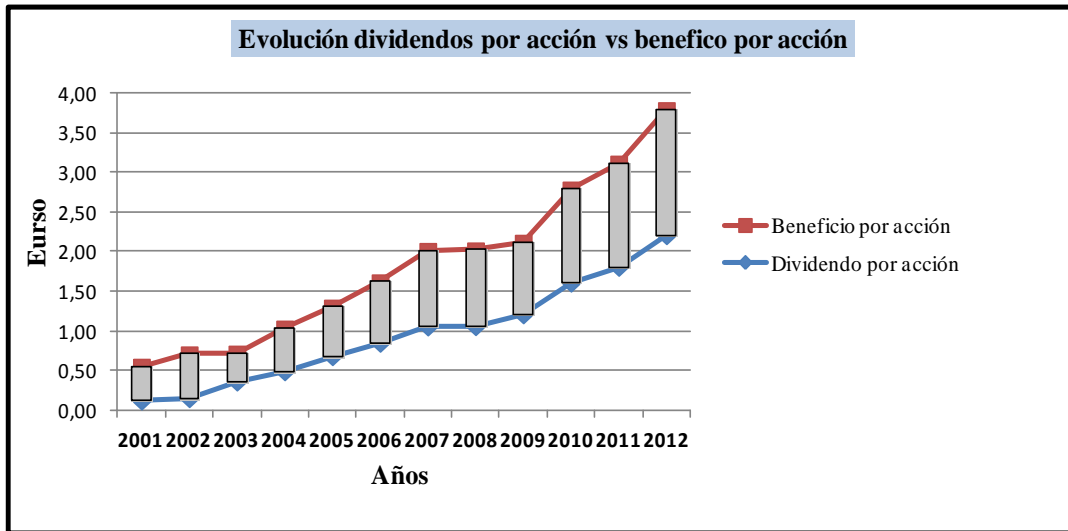
Inditex empezó a cotizar en bolsa en el año 2001 y repartió dividendos por primera vez en el ejercicio 2002 a cuenta del resultado del año 2001. Desde entonces la empresa ha repartido dividendos anualmente. En el año 2013 Inditex ya ha fijado el importe del dividendo a cuenta del resultado 2012.

**Tabla 6.32. Cálculo y evolución del dividendo por acción**

Ejercicio	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fecha cierre del Ejercicio	31-01-02	31-01-03	31-01-04	31-01-05	31-01-06	31-01-07	31-01-08	31-01-09	31-01-10	31-01-11	31-01-12	01-02-13	20-06-13
Dividendos total		68,57	87,20	218,17	299	418	524	652	654	748	997	1.122	1.371
Capital social en número acciones		623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623
<b>Dividendo bruto por acción</b>		<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,35</b>	<b>0,48</b>	<b>0,67</b>	<b>0,84</b>	<b>1,05</b>	<b>1,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,60</b>	<b>1,80</b>	<b>2,20</b>
incremento anual de dividendos			27%	150%	37%	40%	25%	25%	0%	14%	33%	12%	22%
Rdo neto	345	442	449	646	811	1010	1258	1262	1322	1741	1946	2367	
Beneficio por acción = Rdo año x-1 / nº acciones		0,55	0,71	0,72	1,04	1,30	1,62	2,02	2,02	2,12	2,79	3,12	3,80
% del Beneficio destinado a dividendos		19,9%	19,7%	48,6%	46,3%	51,6%	51,8%	51,8%	51,9%	56,6%	57,3%	57,7%	57,9%

Fuente: elaboración propia

Figura 6.33. Evolución dividendos por acción vs beneficio por acción, Inditex



Fuente: elaboración propia

En la figura anterior vemos que Inditex ha ido aumentando el importe de los dividendos por acción que reparte. En los últimos 3 años ha destinado a dividendos en torno al 57% de su resultado que, a su vez, también ha aumentado. Por lo tanto, en términos absolutos el importe de las reservas destinadas a reinvertir en la empresa para seguir creciendo desde 2003 también es más elevado (Tablas 6.32 y 6.33).

## 2º Calculamos la proyección o estimación de dividendos para los próximos ejercicios.

Hay distintos métodos para calcular la proyección de dividendos, y sabemos que el reparto de dividendos a cuenta del beneficio del ejercicio anterior depende de la decisión de la dirección de empresa. Para calcular la proyección de dividendos, calculamos la media geométrica, pues como indica Fernández (2005): “la media aritmética sobreestima la rentabilidad diferencial, en tanto que la media geométrica subestima” y es un mejor indicador para calcular el % de incremento en periodos largos. Hemos calculado la media geométrica del dividendo por acción desde que la empresa ha repartido dividendos (desde 2002 a 2012). Para realizar la proyección, Damodaran (2002) propone en función de la empresa y el tipo de proyección, incluir un periodo intermedio de desaceleración que enlace el crecimiento del dividendo con el crecimiento estimado a perpetuidad. De este modo, no hay una caída brusca en el incremento de dividendos. Por lo tanto, aplicamos la media geométrica (% de crecimiento del dividendo) a partir del año 2014 hasta el 2016; y a partir del 2016,

reducimos el crecimiento en los próximos 3 años progresivamente del 2017 al 2019 hasta dejarlo en el 2019 con un crecimiento respecto al 2018 igual a la tasa de crecimiento perpetuo ( $g = 3,10\%$ ).

**Tabla 6.34. Cálculo de estimación de dividendos. Inditex**

Ejercicio	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Dividendos total	69	87	218	299	418	524	652	654	748	997	1.122							
Capital social en número acciones	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623
<b>Dividendo bruto por acción</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,35</b>	<b>0,48</b>	<b>0,67</b>	<b>0,84</b>	<b>1,05</b>	<b>1,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,60</b>	<b>1,80</b>	<b>2,20</b>	<b>2,54</b>	<b>2,93</b>	<b>3,38</b>	<b>3,76</b>	<b>4,03</b>	<b>4,15</b>
incremento anual de dividendos		27%	150%	37%	40%	25%	25%	0%	14%	33%	12%	22%	15%	15%	15%	11%	7%	3%
Previsión dividendos perpetuos (media geométrica) %											15,36							
% Decrecimiento anual a partir del 2017 (en 3 años)																4,09		

Fuente: elaboración propia.

Cálculo de la media geométrica dividendos =  $(2,20/0,11)-1 = 15,36$  (crecimiento 15,36%)

Cálculo del decrecimiento en 3 años =  $(15,36/(g*100))/3 = 4,09$  (para nuestra estimación previa de  $g=3,10\%$ )

3º Calculamos la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos. Al ser Dividendos (DPA), la tasa de descuento correcta es  $Ke$ , la rentabilidad exigida a las acciones, que ya habíamos estimado a partir del modelo de valoración de activos de capital (CAPM).

4º Cálculo del valor de la empresa. Actualizamos los dividendos (DPA) futuros estimados utilizando la siguiente expresión.

$$\text{Valor empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{DPA_i}{(1+ke)^i} = \frac{DPA_1}{(1+Ke)^1} + \frac{DPA_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{DPA_n}{(1+Ke)^n} + \frac{DPA_n(1+g)}{(Ke-g)(1+Ke)^n}$$

$\underbrace{\hspace{15em}}_{\Sigma \text{ DPA}} \qquad \underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Valor residual}}$

Calculamos la valoración de la empresa a partir del descuento de dividendos en función del valor de los parámetros utilizados en el cálculo del FCF, es decir, la beta ( $\beta$ ) y la prima de mercado (PM).

Tabla 6.35. Valoración por Dividendos, según valores de  $\beta$  y  $PM = 3\%$

SUPUESTO	1	2	3
$\beta$	0,64	0,80	1,00
PM (prima de mercado)	3,00%	3,00%	3,00%
$k_e$	6,67%	7,16%	7,76%
Valor empresa por valor neto actual DPA (mill.€)	58.689,77	51.104,81	44.306,39
Valor acción por valor neto actual DPA (€/ac.)	93,67	81,99	71,08

Fuente: elaboración propia

Tabla 6.36. Valoración por Dividendos, según valores de  $\beta$  y  $PM = 3,50$

SUPUESTO	1	2	3
$\beta$	0,64	0,80	1,00
PM (prima de mercado)	3,50%	3,50%	3,50%
$k_e$	6,99%	7,56%	8,26%
Valor empresa por valor neto actual DPA (mill.€)	53.470,85	46.368,91	39.851,23
Valor acción por valor neto actual DPA (€/ac.)	85,78	74,39	68,54

Fuente: elaboración propia

Como vemos, por este método el valor de la acción es menor, pero debería dar el mismo valor que por el método de descuento de flujos para el accionista (DFac), porque este es el dividendo teórico, si no da igual es porque la empresa no está repartiendo todo el dividendo teórico sino destinando una parte al crecimiento de la empresa, en los últimos dos años ha reservado el 42% del beneficio. Para que diese lo mismo tendríamos que ajustar el modelo en las tasas de crecimiento futuro del valor residual. Nosotros en este caso estamos considerando un aumento moderado del dividendo en el periodo 2014 al 2016 y una caída progresiva de los dividendos desde el 2017 al 2019, situándose este último año en un crecimiento del 3,10%, estamos siendo conservadores en las estimaciones.

6.3.2.4. Método de descuento de resultados anormales (beneficio económico)

Para calcular el valor de la empresa mediante el método de descuento de resultados anormales, seguimos los siguientes pasos:

1º Calculamos los resultados anormales (beneficio económico). Sabemos que se calcula del siguiente modo:

$$\text{BE} = \text{RDTO}_t^a = \text{RDTO}_t - k_e * \text{RP}_{t-1}$$

Donde:

- $\text{RDTO}_t^a$  = Resultado anormal del periodo.
- $\text{RDTO}_t$  = Resultado contable del periodo (t-1,t)
- $k_e$  = Rentabilidad exigida a las acciones.
- $\text{RP}_{t-1}$  = Recursos propios en el momento (t-1)

Por lo tanto, tenemos que obtener:

Resultado neto después de impuestos (RDTO) para cada año desde 2001 a 2012. Estos datos los obtenemos de la cuenta de pérdidas y ganancias (Anexo 2) de cada año.

Recursos propios (RP) o Fondos propios para cada año desde 2001 a 2012. Estos datos los tomamos del balance de situación (Anexo 1).

2º Calculamos la estimación o proyección de RDTO y RP para el periodo desde 2013 a 2017, para poder calcular los resultados anormales de esos años (Tabla 6.37).

**RDTO:** Calculamos el beneficio por acción (BPA) y el crecimiento del beneficio por acción de un año respecto del anterior, desde 2002 a 2012. Estimamos que el crecimiento del beneficio por acción para los años 2013 a 2017 será el promedio de los últimos 4 años (17,5%). A partir de ahí, calculamos BPA y del BPA estimado calculamos el RDTO estimado para los años 2013 a 2017.

**RP:** Calculamos el ROE (Rtdo/recursos propios medios) para el periodo 2001 a 2012, y estimamos que el ROE para el periodo 2013 a 2017 será el mínimo de los últimos 3 años (28,04%). Desde 2008 a 2012, el ROE ha variado entre un 28,10% y un 29,7%.



Tabla 6.37. Cálculo de RTDO y RP estimados 2013 a 2017

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
B° después de impuestos (RTDO)	345	442	449	646	811	1.010	1.258	1.262	1.322	1.741	1.946	2.367	2.781	3.266	3.837	4.508	5.295
Capital social en número acciones	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623	623
BPA (B° por acción)	0,55	0,71	0,72	1,04	1,30	1,62	2,02	2,02	2,12	2,79	3,12	3,80	4,46	5,24	6,16	7,23	8,50
% crecimiento BPA		28,2%	1,4%	44,0%	25,6%	24,6%	24,5%	0,3%	4,8%	31,7%	11,7%	21,7%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Recursos propios (valor contable total)	1.486	1.761	2.106	2.393	2.921	3.471	4.217	4.749	5.371	6.423	7.456	8.482	9.918	11.651	13.687	16.078	18.888
ROE (B° después de impuestos / Fondos propios medios)	23,2%	27,2%	23,2%	28,7%	30,5%	31,6%	32,7%	28,1%	26,1%	29,5%	28,0%	29,7%	28,04%	28,04%	28,04%	28,04%	28,04%

Fuente: elaboración propia.

3º Aplicamos la tasa de descuento apropiada para la actualización del resultado anormal. La tasa de descuento correcta es  $Ke$ , rentabilidad exigida a las acciones, calculada a partir del modelo de valoración de activos de capital (CAPM).

4º Calculamos el valor de la empresa. Empezamos por calcular los resultados anormales o beneficio económico que van a depender del valor de  $Ke$ , ya que:

$$BE = RDTO_t^a = RDTO_t - ke * RP_{t-1}$$

Finalmente, ya podemos calcular el valor de la empresa, hallando el valor actual del beneficio económico según la expresión siguiente, para una tasa de crecimiento  $g = 0$ :

$$\text{Valor empresa} = \underbrace{RP_t}_{\text{R. propios}} + \underbrace{\sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{BE_{t+\tau}}{(1+ke)^\tau}}_{\Sigma BE} + \underbrace{\frac{BE_{t+\tau}}{(Ke-g)}}_{\text{VR}} \frac{1}{(1+Ke)^\tau}$$

Tabla 6.38. Valoración por actualización de resultados anormales o beneficio económico. Prima riesgo mercado 3%

$\beta = 0,64$ da $K_e = 6,67$	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Ke x RP</b>	99	118	141	160	195	232	281	317	358	429	497	566	662	777	913	1.073	1.260
<b>BE=RDTO<sup>t</sup><sub>a</sub></b>		343	331	505	651	815	1.026	980	1.005	1.383	1.517	1.870	2.215	2.605	3.060	3.595	4.223
Valor empresa por valor neto actual (mill.€)													67.024				
Valor acción por valor neto actual (€/ac.)													107,53				
$\beta = 0,80$ da $K_e = 7,16$	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Ke x RP</b>	106	126	151	171	209	249	302	340	385	460	534	608	711	835	981	1.152	1.353
<b>BE=RDTO<sup>t</sup><sub>a</sub></b>		336	322	495	639	801	1.009	960	982	1.357	1.485	1.833	2.173	2.556	3.003	3.527	4.144
Valor empresa por valor neto actual (mill.€)													65.927				
Valor acción por valor neto actual (€/ac.)													105,77				
$\beta = 1$ da $K_e = 7,76$	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Ke x RP</b>	115	137	164	186	227	269	327	369	417	499	579	659	770	905	1.063	1.248	1.466
<b>BE=RDTO<sup>t</sup><sub>a</sub></b>		327	312	482	625	783	988	934	953	1.324	1.447	1.788	2.122	2.496	2.933	3.445	4.047
Valor empresa por valor neto actual (mill.€)													64.589				
Valor acción por valor neto actual (€/ac.)													103,62				

Fuente: elaboración propia

Al calcular el valor de la empresa, actualizado al momento actual año 2013, parte del valor de la empresa depende de los recursos propios del año anterior que nos lo proporciona el balance de situación y la otra parte depende de la previsión de los resultados anormales. Por este motivo, los errores de estimación del valor actual de los futuros resultados anormales tienen un impacto menor en el valor de la empresa que los que se derivan del empleo de modelos basados exclusivamente en el descuento de flujos futuros, lo que hace de éste un método más fiable pero conservador.

### 6.3.3. Valor de mercado

La cotización en bolsa de una acción es el precio que ésta tiene en el mercado bursátil. No se trata del valor de una acción; aunque precio y valor son dos conceptos que suelen confundirse.

El precio de las acciones depende de la oferta y la demanda de los inversores. Esta situación puede deberse a una gran cantidad de razones:

- Razones internas: Como por ejemplo, expectativas de ventas, deudas, entradas en nuevos mercados, etc.
- Razones externas: Como por ejemplo, tipo de interés, desarrollo económico de un país, modificación de la legislación laboral, etc.

En el caso de Inditex (ITX), el precio de cotización en bolsa ha tenido una evolución alcista desde su salida a bolsa.

**Tabla 6.39. Evolución precio cotización acción vs valor patrimonial en Inditex**

Ejercicio	OPV	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fecha cierre ejercicio	22-05-01	31-01-02	31-01-03	31-01-04	31-01-05	31-01-06	31-01-07	31-01-08	31-01-09	31-01-10	31-01-11	31-01-12	01-02-13
Valor cotización al cierre del ejercicio (€/ac.)	14,70	22,13	22,18	15,66	21,72	28,27	43,47	33,50	29,90	45,64	55,19	66,70	103,20
Crecimiento anual valor cotización		50,5%	0,2%	-29,4%	38,7%	30,2%	53,8%	-22,9%	-10,7%	52,6%	20,9%	20,9%	54,7%
Valor patrimonial acción (€/ac.)		2,38	2,83	3,38	3,84	4,69	5,57	6,77	7,62	8,62	10,30	11,96	13,61
Crecimiento anual valor patrimonial			18,5%	19,6%	13,6%	22,0%	18,8%	21,5%	12,6%	13,1%	19,6%	16,1%	13,8%

Fuente: elaboración propia

El precio de cotización de la acción de ITX muestra las expectativas de los inversores sobre el futuro de la compañía, esto es, sobre su capacidad para generar flujos de efectivo. Viendo la evolución del precio de cotización, en especial en los últimos 5 años (2008 al 2012), periodo de la actual crisis financiera en España, parece que la acción de ITX se ha convertido en un valor refugio, que los inversores han considerado seguro, por lo que ha sido el de mayor revalorización en el IBEX.

**Tabla 6.40. Evolución ratio Precio acción / Valor patrimonial en Inditex**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Precio / valor contable	9,28	7,85	4,64	5,66	6,03	7,81	4,95	3,92	5,30	5,36	5,58	7,58
PER = Precio cotización/BPA	39,96	31,25	21,76	20,96	21,73	26,83	16,60	14,77	21,52	19,76	21,37	27,18

Fuente: elaboración propia

El ratio precio (cotización) sobre valor contable nos muestra el número de veces que el precio de cotización contiene el valor contable. Compara el valor de Inditex en Bolsa con su valor contable, es decir, debería valer más que su contabilidad ya que ésta refleja el hecho de la actividad pero no las expectativas del negocio. Se considera que el valor contable es el valor mínimo de la empresa.

El ratio PER indica el número de veces que el beneficio neto anual de Inditex se encuentra incluido en el precio de una acción. Inditex tiene PER elevado, lo cual significa que las expectativas del valor son favorables y están anticipando un crecimiento de los beneficios en el futuro. Pero también puede significar que el precio de la acción está sobrevalorado y, por tanto, que resulte improbable que su cotización siga subiendo.

**Figura 6.41. Evolución cotización ITX vs evolución IBEX.**



Fuente: <http://es.finance.yahoo.com>

Las acciones de Inditex han experimentado una revalorización del 54,7% durante el ejercicio 2012, cerrando a 103,2 euros por acción el 31 de enero de 2013, lo que contrasta con el 14,6% de subida del Dow Jones Stoxx 600 Retail o el -1,7% de descenso del índice de referencia español Ibx 35 en el mismo periodo. El volumen medio negociado ha sido de aproximadamente 2,6 millones de acciones diarias.

La capitalización bursátil de Inditex se ha situado en 64.328 millones de euros al cierre del ejercicio 2012, un 602% superior al de su inicio de cotización el 23 de mayo de

2001, frente a un descenso del -13% del Ibex 35 en el mismo periodo. Lo que parece indicar que estamos ante una empresa que presenta una ventaja competitiva frente a sus competidores, que se ve reflejada en su cotización.

Finalmente, después de realizar el análisis de valoración, vamos a comparar los valores obtenidos en el método de descuento de flujos, con el valor de mercado de la acción, en función de los valores de  $\beta$  y  $PM$ .

Para la beta, estimamos  $\beta = 0,80$  superior a su valor calculado (ver página 82), pues, como indica Fernández (2007), el valor de la beta debe ser acorde con las expectativas de la empresa y a largo plazo la empresa tiende a comportarse como el mercado. Pero estimamos que estará por debajo del mercado, porque es una empresa con una ventaja competitiva.

Para la prima de riesgo del mercado, estimamos  $PM = 3\%$ , (tal como se ha explicado en la pág. 82).

**Tabla 6.42. Valoración por descuento de flujos vs Valor de mercado**

Metodo Valoración	FCF	Cfac	Resultados anormales	Dividendos	Valor de mercado	
descuento de flujos:					Fuente:	<a href="http://www.es.yahoo.es">www.es.yahoo.es</a>
$\beta$ (beta)	0,80	0,80	0,80	0,80	Fecha a cierre:	23/07/2013
$PM$ (prima de mercado)	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	Hora cierre:	17:38
$k_e$	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	Volumen del día:	554.373
WACC	6,81%	-	-	-	Valor empresa por el Valor de cotización	60.918,08
Valor empresa por el VNA de Flujos (mill.€)	77.067,25	72.194,26	65.927,13	51.104,81	Valor Acción por el Valor de cotización (€/ac.)	97,73
Valor Acción por el VNA de Flujos (€/ac.)	123,64	115,83	105,77	81,99		

Fuente: elaboración propia

En la tabla anterior, vemos la valoración por acción de Inditex, en el año 2013 por los 4 métodos de valoración por descuento de flujos utilizados y, lo comparamos con el valor de mercado de la acción al cierre del 23/07/2013 que fue de 97,73 €/acción, donde tres de los cuatro métodos nos indican que la acción está infravalorada. También podemos comparar el valor de mercado, con el valor patrimonial (en libros) al final del ejercicio (31/01/13) fue de 13,61 €/acción (ver tabla 6.39.) lo que demuestra la grandes expectativas que tienen los inversores en el futuro de Inditex.

## 7. CONCLUSIONES

En este trabajo se analiza la empresa Inditex desde su salida a bolsa en 2001 hasta el momento actual en 2013. Tras una descripción de la trayectoria del grupo, de la orientación estratégica del negocio, y de las peculiaridades de cada una de las ocho enseñas con las que actúa en el mercado, procedemos a realizar un análisis fundamental de la empresa al que contribuyen tres aproximaciones: 1) el análisis mediante ratios de la información financiera publicada por la empresa en sus cuentas anuales; 2) el análisis de la estrategia para identificar el poder de sus clientes y proveedores, las potenciales amenazas en cuanto a competidores y productos sustitutivos, y la rivalidad con sus competidores actuales (cinco fuerzas de Porter); así como las debilidades y fortalezas internas de la empresa frente a las amenazas y oportunidades que se le presentan en función del entorno (DAFO); y 3) la valoración de la empresa, aplicando diversos métodos de valoración complementarios, que permitan considerar distintos factores fundamentales para determinar el valor conjunto del grupo empresarial: el desempeño pasado de la empresa, la capacidad de generación de rentas futuras y las expectativas de los inversores que negocian sus acciones en los mercados de valores.

La empresa es un grupo global de moda que ha ido creciendo gradualmente, desde la empresa Zara inicial hasta las actuales ocho cadenas independientes, en plena expansión internacional. Se caracteriza por su elevada integración vertical, su flexibilidad y rapidez para captar las tendencias y adaptarse a ellas, la combinación de moda, calidad y precio en innumerables productos de elevadísima rotación, y por el papel activo de las tiendas en identificación de tendencias, publicidad, captación de clientes y potenciación de ventas.

Las conclusiones derivadas de los tres tipos de análisis empíricos realizados son las siguientes.

1º En el análisis de los ratios recomendados por Warren Buffett para identificar empresas con ventajas competitivas duraderas, tanto el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias como el análisis del balance de situación muestran ratios en su mayoría dentro de los valores recomendados y con tendencia positiva en el periodo 2001 a 2012. Destacamos el elevado y creciente margen bruto, la ausencia de gastos de I+D y los

mínimos gastos financieros de la empresa. La práctica ausencia de deuda neta genera valores óptimos en cuanto a solvencia, que unidos a porcentajes de rentabilidad económica y financiera muy buenos y crecientes, han situado a la empresa en una posición de ventaja competitiva en la mayoría de los indicadores. Además, en los últimos tres años ha destinado a reservas un 43% del beneficio para reinvertir en el negocio y aumentar su expansión internacional. Todo indica que la empresa va a continuar su expansión y que su ventaja competitiva es duradera.

2º En el análisis estratégico: a través del análisis de las cinco fuerzas de Porter, hemos detectado que Inditex ha sabido crear ventajas competitivas en un sector complejo. La relación calidad-precio resulta una buena estrategia para captar clientes. Su integración vertical, su internacionalización y su tamaño le otorgan ventaja en la negociación con los proveedores. Economías de escala, situación, financiación e imagen de marca funcionan como barreras de entrada para sus potenciales competidores. Y, finalmente, su rápida adaptación a los cambios en la demanda le permite defenderse en gran medida de la amenaza de los productos sustitutivos. La existencia de oportunidades en cuanto a productos y distribución permite a la empresa mantener expectativas de crecimiento en el negocio y no solo en la expansión internacional. Todos estos elementos han llevado a Inditex a ser líder mundial en el negocio textil del comercio minorista (diseño, fabricación, distribución y venta).

3º Con la aplicación de diversos métodos de valoración, hemos detectado que el valor patrimonial creciente de la empresa es considerablemente menor que el valor de cotización, como corresponde a una empresa en auge. Tras utilizar cuatro métodos de descuento de flujos (FCF, CFac, dividendos y resultados anormales), y considerar el potencial de crecimiento en las distintas zonas geográficas donde opera, obtenemos un rango de valores de la empresa para cada método en función de tres niveles de riesgo de la empresa y dos niveles de riesgo de mercado.

Fernández (1999) para la valoración de empresa recomienda principalmente FCF que permite calcular directamente el valor total de la empresa (deuda y acciones) y CFac que permite obtener el valor de las acciones. También Ayala, Blanco y González (2007) aconsejan estos métodos para la valoración de una empresa. Por otro lado, el método de resultados anormales es un método más conservador con menos posibilidad de error en

la estimación del valor de la empresa pues solamente hay una parte del valor de la empresa que debemos estimar. El método de descuento de dividendos resulta menos representativo en este estudio por ser una empresa en crecimiento que no reparte el potencial dividendo teórico, similar al CFac (Damodaran, 2002). La estimación de crecimiento debería haberse ajustado teniendo en cuenta esta situación, dando como resultado un mayor valor residual.

**En nuestra opinión**, el método que mejor representa el valor de la empresa es el FCF, y según este método el valor de la empresa es de **123,64 €/acción** con una beta del 0,8 y un WACC de 6,81% (tasa libre de riesgo de 4,76%, con una beta de 0,8 y prima de mercado del 3%). Por tanto, según estos datos, el valor de mercado no está reflejando su valor real, por lo que la acción de Inditex está infravalorada y debería mantener su tendencia al alza. La fuerte apuesta del Grupo Inditex por la inversión durante el ejercicio 2012, tanto en el área logística como en la expansión, la renovación de su superficie comercial y la apuesta por la venta *online*, garantizan que la empresa siga en su fase de crecimiento. Si tuviésemos que fijar un valor mínimo de valoración y más fiable nos fijaríamos en el valor obtenido por el método de resultados anormales que valora la empresa en **105,77 €/acción**.

Por otro lado, señalar que el **valor de mercado** actual de Inditex, a **23/07/2012** es de **97,73 €/acción**. En términos absolutos, comparado con el precio de otras acciones del Ibex 35 es un valor alto. Otro aspecto importante a tener en cuenta es el volumen constante de acciones en circulación a lo largo de los últimos años (en torno a los 623 millones de acciones). En efecto, el escaso volumen de deuda de INDITEX le hace ser poco dependiente de eventuales ampliaciones de capital en busca de financiación extraordinaria. Esta estabilidad en el número de acciones en circulación y la previsible aumento de las ventas hace que la cifra de negocio por acción muestre una expansión equivalente en los próximos años, lo que añade atractivo al valor. Ni que decir tiene que una hipotética política de recompra de acciones, reduciendo en consecuencia la oferta de acciones en circulación, añadiría un atractivo aún mucho mayor.

Por último, señalar que pensamos que en los próximos años Inditex seguirá con su exitosa expansión internacional y aumento de la cifra de negocio, con la apertura de



entre 450 – 480 tiendas nuevas al año y el incremento de sus ventas *online* en todos los mercados.

Una vez realizado el análisis fundamental de la empresa Inditex, podemos indicar que hemos encontrado una empresa con ventaja competitiva duradera a largo plazo. Esta conclusión se fundamenta en los resultados obtenidos con las tres metodologías empíricas utilizadas en el estudio.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- AECA (2006): “Aplicabilidad del Modelo de Ohlson para la valoración de acciones”, Documento n.º 8, Valoración de empresas, Madrid.
- AMAT, O. (2008): *Análisis de estados financieros: Fundamentos y aplicaciones*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- AYALA, J.C.; BLANCO, L. Y GONZÁLEZ, L (2007): “Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y el valor terminal por múltiplos”, *Revista conocimiento, innovación y emprendedores: camino del futuro*, Universidad de la Rioja
- BUFFETT, M. Y CLARK, D. (2009): *Warren Buffett y la interpretación de estados financieros: invertir en empresas con ventaja competitiva*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- BUFFETT, M. Y CLARK, D. (2007): *Buffettología: Las técnicas jamás contadas que han hecho de Warren Buffett el inversor más famoso del mundo*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- BUFFETT, M. Y CLARK, D. (2007): *El Tao de Warren Buffett: La sabiduría de un genio*, Alienta, Barcelona.
- DAMODARAN, A. (2002): *Investment Valuation (2ª ed.)*, John Wiley & Sons, New York.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- FERNÁNDEZ, P. (2004): *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- FERNÁNDEZ, P. (2005): “La prima de riesgo del mercado (*Market Risk Premium*)”, *Documento de investigación del IESE – CIIF*, N° 771, Universidad de Navarra.
- FERNÁNDEZ, P. (2007): “120 errores en la valoración de empresa”, *Documento de investigación del IESE – CIIF*, N° 681, Universidad de Navarra.
- GINER INCHAUSTI, B. y ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. (2006): “La capacidad de los modelos de Feltham – Ohlson para predecir el resultado anormal: Una

- aplicación empírica,” *Revista española de financiación y contabilidad*, 132, pp. 729-759
- GÓMEZ-BEZARES, F. y SÁNCHEZ, J. L. (2002): *Las ratios: un instrumento de análisis y proyección*, Pirámide, Madrid.
  - GRAHAM, B. (2010): *Invertir según Benjamin Graham: Los primeros escritos del padre de la inversión*, Deusto S.A Ediciones, Bilbao.
  - GUERRAS, L.A. y NAVAS, J.E. (2007): *La dirección estratégica de la empresa: Teoría y aplicaciones 4 ed.*, Thomson- Civitas, Madrid. Cap. 6.
  - INDITEX (2013): *Informes anuales 2005 al 2012*.
  - LÓPEZ LUBIÁN, F. y DE LUNA, W. (2002): *Finanzas corporativas en la práctica*, McGraw-Hill, Madrid.
  - OHLSON, J. A. (1995): “Earnings, book values, and dividends in equity valuation”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n.º 2, pp. 661-687.
  - PORTER, M. (1982): *Estrategia Competitiva: Técnicas para el análisis de los sectores Industriales y de la Competencia*. Editorial Continental. México.
  - PORTER, M. (2009): *Ser Competitivo*. Edición actualizada y aumentada. Ediciones Deusto (colección: *Harvard Business School Press*). Bilbao.

**Páginas Web (www):**

- *Damodaran on line*. 2013. de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- *El economista*. 2013. de <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/unir13/bono/bono-espana-10-years>
- *IESE business school*. 2013. de <http://www.iese.edu/es/claustro-investigacion/claustro/directorio-profesores/pablo-fernandez/>
- *Internacional Monetary Fund (IFM)*. 2013.de <http://www.imf.org/external/datamapper/>
- *Industria del diseño textil S.A*. 2013.de <http://www.inditex.es/>
- *Yahoo finance*.2013. de <http://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIBEX>
- *Yahoo finance*.2013. de <http://es.finance.yahoo.com/q/hp?a=&b=&c=&d=6&e=23&f=2013&g=d&s=ITX.mc&q=1>

## ANEXO

### ANEXO 1: Balance de situación

#### Balance de situación: Año 2000 y 2001

(Cifra en miles de euros)

#### BALANCES DE SITUACION CONSOLIDADOS AL 31 DE ENERO DE 2002, 2001 Y 2000

miles de euros			
ACTIVO	31-ene-02	31-ene-01 (*)	31-ene-00 (*)
<b>B) INMOVILIZADO</b>			
I. Gastos de establecimiento (nota 5)	607	2.013	475
II. Inmovilizaciones Inmateriales (nota 6)	352.015	303.307	262.137
Bienes y derechos inmateriales	472.549	398.856	342.847
Amortizaciones	(119.677)	(95.500)	(80.662)
Provisiones	(857)	(49)	(48)
III. Inmovilizaciones materiales (nota 7)	1.228.267	1.045.929	870.824
Terrenos y construcciones	442.770	429.070	348.352
Instalaciones técnicas y maquinaria	1.042.924	800.145	642.296
Otro inmovilizado	174.542	100.016	102.376
Anticipos e inmovilizaciones materiales en curso	47.328	83.336	89.352
Amortizaciones	(479.297)	(366.638)	(311.348)
Provisiones	0	0	(204)
IV. Inmovilizaciones financieras (nota 8)	81.324	41.312	34.258
Participaciones puestas en equivalencia	23.793	9.065	8.095
Cartera de valores a largo plazo	8.489	12.363	5.145
Otros créditos	49.162	20.894	21.144
Provisiones	(120)	(1.010)	(129)
V. Acciones de la sociedad dominante	447	3.151	1.082
<b>Total Inmovilizado</b>	<b>1.662.660</b>	<b>1.395.712</b>	<b>1.168.776</b>
C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACION (nota 9)	72.136	89.112	98.115
D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (nota 10)	16.469	22.480	24.077
<b>E) ACTIVO CIRCULANTE</b>			
II. Existencias (nota 11)	353.802	245.049	188.459
III. Deudores	184.228	145.182	121.619
Clientes por ventas y prestación de servicios	95.989	71.038	58.838
Otros deudores	89.487	75.035	63.658
Provisiones	(1.248)	(891)	(877)
IV. Inversiones financieras temporales (nota 12)	52.310	84.911	50.009
Cartera de valores a corto plazo	46.300	62.764	33.409
Otros créditos	6.010	22.147	16.600
VI. Tesorería	256.768	118.960	114.457
VII. Ajustes por periodificación	6.563	6.213	7.362
<b>Total activo circulante</b>	<b>853.671</b>	<b>600.315</b>	<b>481.906</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.604.936</b>	<b>2.107.619</b>	<b>1.772.874</b>

Las notas 1 a 22 de la Memoria adjunta y el Anexo I forman parte integrante del balance de situación al 31 de enero de 2002  
 (\*) Se presentan exclusivamente a efectos comparativos

BALANCES DE SITUACION CONSOLIDADOS AL 31 DE ENERO DE 2002, 2001 Y 2000

miles de euros

PASIVO	31-ene-02	31-ene-01 (*)	31-ene-00 (*)
A) FONDOS PROPIOS (nota 14)			
I. Capital suscrito	93.500	93.500	92.556
II. Prima de emision	20.379	20.379	0
III. Reserva de revalorización	1.692	1.692	1.695
IV. Otras reservas de la sociedad dominante	586.866	480.029	289.928
Reservas distribuíbles	567.563	458.211	270.335
Reservas no distribuíbles	19.303	21.818	19.593
V. Reservas scdad. consolidadas integr. global o prop.	434.242	281.630	272.131
VI. Reservas en sociedades puestas en equivalencia	989	730	155
VII. Diferencias de conversión	8.112	34.908	31.949
De scdades. consolidadas por integr. Global	8.112	34.908	31.949
VIII. Beneficio atribuible a la sociedad dominante	340.412	259.241	204.771
Resultado consolidado (Beneficios y pérdidas)	345.244	261.921	206.246
Resultado atribuido a la minoría (Beneficios y Pérdidas)	(4.832)	(2.680)	(1.475)
IX. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	0	(1.202)	0
Total fondos propios	1.486.192	1.170.907	893.185
B) INTERESES MINORITARIOS (nota 15)	21.053	11.271	14.088
D) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (nota 16)	4.921	2.044	1.869
E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS (nota 17)	55.350	21.261	21.053
F) ACREEDORES A LARGO PLAZO			
II. Deudas con entidades de crédito (nota 18)	138.209	165.538	207.800
III. Otros acreedores (nota 19)	64.995	66.258	83.144
Total acreedores a largo plazo	203.204	231.796	290.944
G) ACREEDORES A CORTO PLAZO			
II. Deudas con entidades de crédito (nota 18)	118.488	96.871	116.338
III. Deudas con soc. puestas en equivalencia (nota 13)	1.064	1.827	1.448
IV. Acreedores comerciales	426.342	322.973	276.111
V. Otras deudas no comerciales (nota 19)	288.288	248.571	157.778
VII. Ajustes por periodificación	34	98	60
Total acreedores a corto plazo	834.216	670.340	551.735
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2.604.936</b>	<b>2.107.619</b>	<b>1.772.874</b>

Las notas 1 a 22 de la Memoria adjunta y el Anexo I forman parte integrante del balance de situación al 31 de enero de 2002  
 (\*) Se presentan exclusivamente a efectos comparativos

**Balance situación ( Año 2001 y 2002)**

Cifras en miles de Euros.

**BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS AL 31 DE ENERO DE 2003 Y 2002**

miles de euros		
ACTIVO	31-ENE-03	31-ENE-02 (*)
<b>B) INMOVILIZADO</b>		
I. Gastos de establecimiento (nota 5)	560	607
II. Inmovilizaciones inmateriales (nota 6)	378.113	352.015
Bienes y derechos inmateriales	494.985	472.549
Amortizaciones	(116.217)	(119.677)
Provisiones	(656)	(857)
III. Inmovilizaciones materiales (nota 7)	1.333.143	1.211.887
Terrenos y construcciones	477.100	442.770
Instalaciones técnicas y maquinaria	1.185.099	1.042.924
Otro inmovilizado	196.719	174.542
Anticipos e inmovilizaciones materiales en curso	87.542	47.328
Amortizaciones	(589.362)	(479.297)
Provisiones	(23.956)	(16.380)
IV. Inmovilizaciones financieras (nota 8)	79.003	81.324
Participaciones puestas en equivalencia	18.275	23.793
Cartera de valores a largo plazo	5.890	8.489
Otros créditos	54.940	49.162
Provisiones	(102)	(120)
V. Acciones de la sociedad dominante (nota 15)	447	447
<b>Total inmovilizado</b>	<b>1.791.266</b>	<b>1.646.280</b>
<b>C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (nota 9)</b>	<b>62.612</b>	<b>72.136</b>
<b>D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (nota 10)</b>	<b>13.931</b>	<b>16.469</b>
<b>E) ACTIVO CIRCULANTE</b>		
II. Existencias (nota 11)	382.439	353.802
III. Deudores (nota 12)	237.678	184.228
Clientes por ventas y prestación de servicios	97.704	96.989
Otros deudores	141.482	89.487
Provisiones	(1.508)	(1.248)
IV. Inversiones financieras temporales (nota 13)	294.343	52.310
Cartera de valores a corto plazo	52.057	46.300
Otros créditos	242.286	6.010
VI. Tesorería	221.689	256.768
VII. Ajustes por periodificación	9.838	6.563
<b>Total activo circulante</b>	<b>1.145.987</b>	<b>853.671</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.013.796</b>	<b>2.588.556</b>

Las notas 1 a 24 de la Memoria Adjunta y el Anexo I forman parte integrante del balance de situación al 31 de enero de 2003

(\*) Se presenta exclusivamente a efectos comparativos.

BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS AL 31 DE ENERO DE 2003 Y 2002

miles de euros			
PASIVO	31-ENE-03	31-ENE-02 (*)	
<b>A) FONDOS PROPIOS</b> (nota 15)			
I. Capital suscrito	93.500	93.500	
II. Prima de emisión	20.379	20.379	
III. Reserva de revalorización	1.692	1.692	
IV. Otras reservas de la sociedad dominante	773.302	586.866	
Reservas distribuíbles	753.999	567.563	
Reservas no distribuíbles	19.303	19.303	
V. Reservas en sdades. consolidadas integr. global o prop.	556.571	434.242	
VI. Reservas en sociedades puestas en equivalencia	(874)	989	
VII. Diferencias de conversión de sdades. consolidadas por integr. global (nota 2.d)	(121.407)	8.112	
VIII. Beneficio atribuible a la sociedad dominante	438.091	340.412	
Resultado consolidado (Beneficios)	442.476	345.244	
Resultado atribuido a la minoría (Beneficios y Pérdidas)	(4.385)	(4.832)	
IX. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	0	0	
<b>Total fondos propios</b>	<b>1.761.254</b>	<b>1.486.192</b>	
<b>B) SOCIOS EXTERNOS</b> (nota 16)	<b>19.336</b>	<b>21.053</b>	
<b>D) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS</b> (nota 17)	<b>8.535</b>	<b>4.921</b>	
<b>E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS</b> (nota 18)	<b>41.147</b>	<b>38.970</b>	
<b>F) ACREEDORES A LARGO PLAZO</b>			
II. Deudas con entidades de crédito (nota 19)	129.343	138.209	
III. Otros acreedores (nota 20)	41.443	64.995	
<b>Total acreedores a largo plazo</b>	<b>170.786</b>	<b>203.204</b>	
<b>G) ACREEDORES A CORTO PLAZO</b>			
II. Deudas con entidades de crédito (nota 19)	144.522	118.488	
III. Deudas con sociedades puestas en equivalencia (nota 14)	2.243	1.064	
IV. Acreedores comerciales	506.173	426.342	
V. Otras deudas no comerciales (nota 20)	359.403	288.288	
VII. Ajustes por periodificación	397	34	
<b>Total acreedores a corto plazo</b>	<b>1.012.738</b>	<b>834.216</b>	
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.013.796</b>	<b>2.588.556</b>	

Las notas 1 a 24 de la Memoria Adjunta y el Anexo I forman parte integrante del balance de situación al 31 de enero de 2003

(\*) Se presenta exclusivamente a efectos comparativos.

**Balance de situación (año 2002 – 2003)**  
(cifra en miles de Euros)

ACTIVO	31-ener-04	31-ener-03*
<b>B) INMOVILIZADO</b>		
<b>I. Gastos de establecimiento (nota 5)</b>	528	560
<b>II. Inmovilizaciones inmateriales (nota 6)</b>	412.944	378.113
Bienes y derechos inmateriales	547.237	494.985
Amortizaciones	(133.889)	(116.217)
Provisiones	(404)	(655)
<b>III. Inmovilizaciones materiales (nota 7)</b>	1.599.266	1.333.143
Terrenos y construcciones	557.362	477.100
Instalaciones técnicas y maquinaria	1.526.191	1.185.099
Otro inmovilizado	240.728	196.719
Anticipos e inmovilizaciones materiales en curso	54.045	87.542
Amortizaciones	(748.900)	(589.362)
Provisiones	(30.160)	(23.955)
<b>IV. Inmovilizaciones financieras (nota 8)</b>	105.424	79.003
Participaciones puestas en equivalencia	23.188	18.275
Cartera de valores a largo plazo	5.991	5.890
Otros créditos	76.263	54.940
Provisiones	(18)	(102)
<b>V. Acciones de la sociedad dominante (nota 15)</b>	89	447
<b>Total inmovilizado</b>	2.118.251	1.791.266
<b>C. FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (nota 9)</b>	53.253	62.612
<b>D. GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (nota 10)</b>	17.902	13.931
<b>E. ACTIVO CIRCULANTE</b>		
<b>II. Existencias (nota 11)</b>	486.440	382.439
<b>III. Deudores (nota 12)</b>	328.856	237.678
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	129.501	97.704
Otros deudores	201.451	141.482
Provisiones	(2.096)	(1.508)
<b>IV. Inversiones financieras temporales (nota 13)</b>	180.342	294.343
Cartera de valores a corto plazo	44.302	52.057
Otros créditos	136.040	242.286
<b>VI. Tesorería</b>	316.023	221.689
<b>VII. Ajustes por periodificación</b>	9.285	9.838
<b>Total activo circulante</b>	1.320.946	1.145.987
<b>TOTAL ACTIVO</b>	3.510.352	3.013.796

(\*) Se presenta exclusivamente a efectos comparativos



PASIVO	31-ener-04	31-ener-03*
<b>A) FONDOS PROPIOS (nota 15)</b>		
I. Capital suscrito	93.500	93.500
II. Prima de emisión	20.379	20.379
III. Reserva de revalorización	1.692	1.692
IV. Otras reservas de la sociedad dominante	871.527	773.302
Reservas distribuibles	852.582	753.999
Reservas no distribuibles	18.945	19.303
V. Reserva en sociedades consolidadas por integración global o proporcional	799.755	556.571
VI. Reservas en sociedades puestas en equivalencia	(540)	(874)
VII. Diferencias de conversión de sociedades consolidadas por integración global (nota 2.d)	(126.817)	(121.407)
VIII. Beneficio atribuible a la sociedad dominante	446.451	438.091
Resultado consolidado (Beneficios)	448.631	442.476
Resultado atribuido a la minoría (Beneficios y Pérdidas)	(2.180)	(4.385)
<b>Total fondos propios</b>	<b>2.105.947</b>	<b>1.761.254</b>
<b>B) SOCIOS EXTERNOS (nota 16)</b>		
	27.217	19.336
<b>D) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (nota 17)</b>		
	29.663	8.535
<b>E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS (nota 18)</b>		
	23.079	41.147
<b>F) ACREEDORES A LARGO PLAZO</b>		
II. Deudas con entidades de crédito (nota 19)	156.568	129.343
III. Otros acreedores (nota 20)	75.167	41.443
<b>Total acreedores a largo plazo</b>	<b>231.735</b>	<b>170.786</b>
<b>G) ACREEDORES A CORTO PLAZO</b>		
II. Deudas con entidades de crédito (nota 19)	81.492	144.522
III. Deudas con sociedades puestas en equivalencia (nota 14)	2.026	2.243
IV. Acreedores comerciales	652.422	506.173
V. Otras deudas no comerciales (nota 20)	356.771	359.403
VII. Ajustes por periodificación	0	397
<b>Total acreedores a corto plazo</b>	<b>1.092.711</b>	<b>1.012.738</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.510.352</b>	<b>3.013.796</b>

(\*) Se presenta exclusivamente a efectos comparativos

**Balance de Situación (Año 2003 y 2004)**  
(cifra en mil. de euros)

b) Balance de situación consolidado al 31 de enero de 2005

	Datos en millones de euros	
	31 enero 2005	31 enero 2004
<b>Activo</b>		
Inmovilizado neto (*)	2.507,2	2.118,3
Fondo de comercio	98,5	53,3
Gastos a distribuir en varios ejercicios	21,5	17,9
<b>Total activo fijo</b>	<b>2.627,1</b>	<b>2.189,4</b>
Existencias	514,0	486,4
Deudores	282,5	328,9
Inversiones fin. temporales y tesorería	773,3	496,4
Ajustes por periodificación	12,3	9,3
<b>Total activo circulante</b>	<b>1.582,0</b>	<b>1.320,9</b>
<b>Total Activo</b>	<b>4.209,2</b>	<b>3.510,4</b>
<b>Pasivo</b>		
<b>Fondos propios</b>	<b>2.502,7</b>	<b>2.105,9</b>
Minoritarios, Ingresos a distribuir y provisiones	144,0	80,0
Deuda financiera a largo plazo	107,3	156,6
Otras deudas a largo plazo	86,3	75,2
<b>Pasivo largo plazo</b>	<b>337,6</b>	<b>311,7</b>
Deuda financiera a corto plazo	160,7	81,5
Acreedores comerciales y no comerciales	1.208,1	1.011,2
<b>Pasivo a corto plazo</b>	<b>1.368,9</b>	<b>1.092,7</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>4.209,2</b>	<b>3.510,4</b>

(\*) Incluye autocartera por 0,89 millones de euros

**Balance de Situación (año 2004 – 2005)**  
(cifra en miles de euros)

8.2

Industria de Diseño Textil S.A. y sociedades filiales  
**BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS**

(Cifras en miles de euros)

	(notas)	31 enero 2006	31 enero 2005
<b>ACTIVO</b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>		<b>2.046.612</b>	<b>1.561.713</b>
Efectivo y equivalentes	(20)	988.405	771.842
Deudores	(10)	327.322	240.035
Existencias	(11)	684.392	517.870
Activos por Impuestos sobre Beneficios	(24)	30.609	14.064
Otros activos corrientes		15.884	17.902
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>		<b>3.156.251</b>	<b>2.651.153</b>
Inmovilizado material	(12)	2.410.032	2.002.151
Propiedades de inversión	(13)	14.227	10.535
Derechos sobre locales arrendados	(14)	410.690	366.632
Otros activos intangibles	(14)	9.269	9.098
Fondo de comercio	(15)	79.094	68.777
Inversiones financieras	(16)	61.021	53.470
Inversiones en empresas asociadas	(17)	7.040	7.232
Activos por impuestos diferidos	(24)	77.716	61.367
Otros	(18)	87.162	71.891
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>5.202.863</b>	<b>4.212.866</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>		<b>1.850.828</b>	<b>1.372.355</b>
Acreedores	(19)	1.509.526	1.075.453
Deuda financiera	(20)	209.192	163.733
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios	(24)	132.110	133.169
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>		<b>431.162</b>	<b>447.211</b>
Deuda financiera	(20)	76.099	119.185
Pasivos por impuestos diferidos	(24)	106.735	89.177
Provisiones	(21)	41.965	31.728
Otros pasivos a largo plazo	(22)	206.363	207.121
<b>PATRIMONIO NETO</b>		<b>2.920.873</b>	<b>2.393.300</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		2.898.878	2.376.078
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		21.995	17.222
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>5.202.863</b>	<b>4.212.866</b>

**Balance de Situación ( Año 2005 -2006)**  
(cifra en miles de euros)

Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales			
Balances de situación consolidados			
<b>(en miles de euros)</b>			
<b>Activo</b>	(notas)	<b>31-01-07</b>	<b>31-01-06</b>
<b>Activos corrientes</b>		<b>2.148.332</b>	<b>2.046.612</b>
Efectivo y equivalentes	(20)	906.148	988.405
Deudores	(10)	363.635	327.322
Existencias	(11)	823.903	684.392
Activos por Impuestos sobre Beneficios	(24)	20.870	30.609
Otros activos corrientes		33.776	15.884
<b>Activos no corrientes</b>		<b>3.593.830</b>	<b>3.156.251</b>
Inmovilizado material	(12)	2.788.816	2.410.032
Propiedades de inversión	(13)	11.851	14.227
Derechos sobre locales arrendados	(14)	454.196	410.690
Otros activos intangibles	(14)	15.220	9.269
Fondo de comercio	(15)	98.992	79.094
Inversiones financieras	(16)	33.375	61.021
Inversiones en empresas asociadas	(17)	4.446	7.040
Activos por impuestos diferidos	(24)	88.851	77.716
Otros	(18)	98.083	87.162
<b>Total activo</b>		<b>5.742.162</b>	<b>5.202.863</b>
<b>(en miles de euros)</b>			
<b>Pasivo</b>			
<b>Pasivos corrientes</b>		<b>1.884.741</b>	<b>1.850.828</b>
Acreedores	(19)	1.618.825	1.509.526
Deuda financiera	(20)	145.077	209.192
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios	(24)	120.839	132.110
<b>Pasivos no corrientes</b>		<b>386.817</b>	<b>431.162</b>
Deuda financiera	(20)	47.314	76.099
Pasivos por impuestos diferidos	(24)	104.319	106.735
Provisiones	(21)	45.114	41.965
Otros pasivos a largo plazo	(22)	190.070	206.363
<b>Patrimonio neto</b>		<b>3.470.604</b>	<b>2.920.873</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		3.448.377	2.898.878
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		22.227	21.995
<b>Total pasivo</b>		<b>5.742.162</b>	<b>5.202.863</b>

**Balance de Situación (Año 2006 – 2007)**  
(cifra miles de euros)

**2 Balance de situación consolidado**

Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales

(Cifras en miles de euros)	(Notas)	31-01-08	31-01-07
<b>Activo</b>			
<b>Activos corrientes</b>		<b>2.981.595</b>	<b>2.148.332</b>
Efectivo y equivalentes	(19)	1.465.835	906.148
Deudores	(9)	463.716	363.635
Existencias	(10)	1.007.213	823.903
Activos por impuestos sobre beneficios	(23)	1.719	20.870
Otros activos corrientes		43.112	33.776
<b>Activos no corrientes</b>		<b>4.124.007</b>	<b>3.593.830</b>
Inmovilizado material	(11)	3.182.112	2.788.816
Propiedades de inversión	(12)	9.475	11.851
Derechos sobre locales arrendados	(13)	504.604	454.196
Otros activos intangibles	(13)	13.344	15.220
Fondo de comercio	(14)	125.583	98.992
Inversiones financieras	(15)	36.174	33.375
Inversiones en empresas asociadas	(16)	-	4.446
Activos por impuestos diferidos	(23)	133.020	88.851
Otros	(17)	119.695	98.083
<b>Total activo</b>		<b>7.105.602</b>	<b>5.742.162</b>
<b>Pasivo</b>			
<b>Pasivos corrientes</b>		<b>2.458.067</b>	<b>1.884.741</b>
Acreedores	(18)	1.975.251	1.618.825
Deuda financiera	(19)	371.276	145.077
Pasivos por impuestos sobre beneficios	(23)	111.540	120.839
<b>Pasivos no corrientes</b>		<b>430.484</b>	<b>386.817</b>
Deuda financiera	(19)	42.358	47.314
Pasivos por impuestos diferidos	(23)	110.957	104.319
Provisiones	(20)	47.681	45.114
Otros pasivos a largo plazo	(21)	229.488	190.070
<b>Patrimonio neto</b>		<b>4.217.051</b>	<b>3.470.604</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		4.193.129	3.448.377
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		23.922	22.227
<b>Total pasivo</b>		<b>7.105.602</b>	<b>5.742.162</b>

**Balance de Situación (Año 2007 – 2008)**  
(Cifra en miles de Euros)

## 2. BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO

### Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales

(Cifras en miles de euros)	(notas)	31-01-09	31-01-08
<b>ACTIVO</b>			
<b>Activos corrientes</b>		<b>3.264.041</b>	<b>2.981.595</b>
Efectivo y equivalentes	(19)	1.466.291	1.465.835
Deudores	(9)	585.311	463.716
Existencias	(10)	1.054.840	1.007.213
Activos por Impuestos sobre Beneficios	(23)	15.342	1.719
Otros activos corrientes		142.257	43.112
<b>Activos no corrientes</b>		<b>4.512.605</b>	<b>4.124.007</b>
Inmovilizado material	(11)	3.442.321	3.182.112
Propiedades de inversión	(12)	8.455	9.475
Derechos sobre locales arrendados	(13)	531.468	504.604
Otros activos intangibles	(13)	16.476	13.344
Fondo de comercio	(14)	131.685	125.583
Inversiones financieras	(15)	14.416	36.174
Activos por impuestos diferidos	(23)	203.100	133.020
Otros	(17)	164.684	119.695
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>7.776.646</b>	<b>7.105.602</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>Pasivos corrientes</b>		<b>2.390.848</b>	<b>2.458.067</b>
Acreedores	(18)	2.073.141	1.975.251
Deuda financiera	(19)	234.037	371.276
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios	(23)	83.670	111.540
<b>Pasivos no corrientes</b>		<b>637.198</b>	<b>430.484</b>
Deuda financiera	(19)	13.241	42.358
Pasivos por impuestos diferidos	(23)	213.847	110.957
Provisiones	(20)	101.820	47.681
Otros pasivos a largo plazo	(21)	308.290	229.488
<b>Patrimonio neto</b>		<b>4.748.600</b>	<b>4.217.051</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		4.721.714	4.193.129
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		26.886	23.922
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>7.776.646</b>	<b>7.105.602</b>

## Balance de Situación (año 2008 – 2009)

Cifra en miles de euros

### 2. BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO

#### Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales

(Cifras en miles de euros)	(notas)	31-01-09	31-01-08
<b>ACTIVO</b>			
<b>Activos corrientes</b>		<b>3.264.041</b>	<b>2.981.595</b>
Efectivo y equivalentes	(19)	1.466.291	1.465.835
Deudores	(9)	585.311	463.716
Existencias	(10)	1.054.840	1.007.213
Activos por Impuestos sobre Beneficios	(23)	15.342	1.719
Otros activos corrientes		142.257	43.112
<b>Activos no corrientes</b>		<b>4.512.605</b>	<b>4.124.007</b>
Inmovilizado material	(11)	3.442.321	3.182.112
Propiedades de inversión	(12)	8.455	9.475
Derechos sobre locales arrendados	(13)	531.468	504.604
Otros activos intangibles	(13)	16.476	13.344
Fondo de comercio	(14)	131.685	125.583
Inversiones financieras	(15)	14.416	36.174
Activos por impuestos diferidos	(23)	203.100	133.020
Otros	(17)	164.684	119.695
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>7.776.646</b>	<b>7.105.602</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>Pasivos corrientes</b>		<b>2.390.848</b>	<b>2.458.067</b>
Acreedores	(18)	2.073.141	1.975.251
Deuda financiera	(19)	234.037	371.276
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios	(23)	83.670	111.540
<b>Pasivos no corrientes</b>		<b>637.198</b>	<b>430.484</b>
Deuda financiera	(19)	13.241	42.358
Pasivos por impuestos diferidos	(23)	213.847	110.957
Provisiones	(20)	101.820	47.681
Otros pasivos a largo plazo	(21)	308.290	229.488
<b>Patrimonio neto</b>		<b>4.748.600</b>	<b>4.217.051</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		4.721.714	4.193.129
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		26.886	23.922
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>7.776.646</b>	<b>7.105.602</b>

**Balance de Situación (año 2009 – 2010)**  
(cifra en miles de euros)

**3. BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO**

INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. Y SOCIEDADES FILIALES			
(Cifras en miles de euros)	(Notas)	31-01-11	31-01-10
<b>ACTIVO</b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>		<b>5.202.512</b>	<b>3.943.795</b>
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES	(18)	3.433.452	2.420.110
DEUDORES	(9)	481.844	421.781
EXISTENCIAS	(10)	1.214.623	992.570
ACTIVOS POR IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS CORRIENTE	(22)	16.958	15.663
OTROS ACTIVOS CORRIENTES		55.635	93.671
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>		<b>4.623.568</b>	<b>4.391.642</b>
INMOVILIZADO MATERIAL	(11)	3.397.083	3.293.535
PROPIEDADES DE INVERSIÓN	(12)	17.354	13.273
DERECHOS SOBRE LOCALES ARRENDADOS	(13)	526.306	514.159
OTROS ACTIVOS INTANGIBLES	(13)	29.444	19.118
FONDO DE COMERCIO	(14)	131.685	131.685
INVERSIONES FINANCIERAS	(15)	8.921	15.392
ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	(22)	299.350	234.203
OTROS	(16)	213.425	170.277
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>9.826.079</b>	<b>8.335.437</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>		<b>2.674.907</b>	<b>2.304.960</b>
ACREEDORES	(17)	2.458.857	2.103.029
DEUDA FINANCIERA	(18)	2.682	35.058
PASIVOS POR IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS CORRIENTE	(22)	213.368	166.873
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>		<b>728.005</b>	<b>659.931</b>
DEUDA FINANCIERA	(18)	4.172	4.996
PASIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS	(22)	172.648	172.892
PROVISIONES	(19)	156.610	127.054
OTROS PASIVOS A LARGO PLAZO	(20)	394.575	354.989
<b>PATRIMONIO NETO</b>		<b>6.423.167</b>	<b>5.370.546</b>
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE		6.386.183	5.329.166
PATRIMONIO NETO ATRIBUIDO A LOS MINORITARIOS		36.984	41.380
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>		<b>9.826.079</b>	<b>8.335.437</b>



## Balance de Situación (año 2010 – 2011)

Cifra de miles de euros.

INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL,S.A. Y SOCIEDADES FILIALES

### 3. Balance de situación consolidado

(Cifras en miles de euros)	Notas	31-01-12	31-01-11
<b>ACTIVO</b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>		<b>5.437.289</b>	<b>5.202.512</b>
Efectivo y equivalentes	(19)	3.466.752	3.433.452
Deudores	(10)	531.048	481.844
Existencias	(11)	1.277.009	1.214.623
Otros activos financieros	(26)	50.684	81
Activos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(23)	17.235	16.958
Otros activos corrientes		94.561	55.554
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>		<b>5.521.889</b>	<b>4.623.568</b>
Inmovilizado material	(12)	4.063.066	3.397.083
Propiedades de inversión	(13)	19.807	17.354
Derechos sobre locales arrendados	(14)	499.960	526.306
Otros activos intangibles	(14)	114.148	29.444
Fondo de comercio	(15)	218.094	131.685
Inversiones financieras	(16)	9.501	8.921
Activos por impuestos diferidos	(23)	356.372	299.350
Otros	(17)	240.941	213.425
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>10.959.178</b>	<b>9.826.079</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>		<b>2.702.774</b>	<b>2.674.907</b>
Acreedores	(18)	2.475.140	2.419.583
Deuda financiera	(19)	686	2.682
Otros pasivos financieros	(26)	22.880	39.274
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(23)	204.068	213.368
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>		<b>800.827</b>	<b>728.005</b>
Deuda financiera	(19)	1.544	4.172
Pasivos por impuestos diferidos	(23)	182.531	172.648
Provisiones	(20)	147.318	156.610
Otros pasivos a largo plazo	(21)	469.434	394.575
<b>PATRIMONIO NETO</b>		<b>7.455.577</b>	<b>6.423.167</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		7.414.806	6.386.183
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		40.771	36.984
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>		<b>10.959.178</b>	<b>9.826.079</b>

**Balance de Situación Año 2011 – 2012**  
(Cifra en miles de Euros.)

**INDITEX**

**INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL,S.A. Y SOCIEDADES FILIALES**

**BALANCE DE SITUACION CONSOLIDADO**  
(CIFRAS EN MILES DE EUROS)

	(notas)	31-01-13	31-01-12
<b><u>ACTIVO</u></b>			
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>			
		<b>6.692.150</b>	<b>5.437.289</b>
Efectivo y equivalentes	(18)	3.842.918	3.466.752
Inversiones Financieras Temporales	(18)	260.632	0
Deudores	(9)	847.608	531.048
Existencias	(10)	1.581.297	1.277.009
Otros activos financieros	(25)	7.831	50.684
Activos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(22)	58.936	17.235
Otros activos corrientes		92.928	94.561
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>			
		<b>6.198.166</b>	<b>5.521.889</b>
Inmovilizado material	(11)	4.662.407	4.063.066
Propiedades de inversión	(12)	82.567	19.807
Derechos sobre locales arrendados	(13)	487.474	499.960
Otros activos intangibles	(13)	125.326	114.148
Fondo de comercio	(14)	207.089	218.094
Inversiones financieras	(15)	3.992	9.501
Activos por impuestos diferidos	(22)	382.554	356.372
Otros activos no corrientes	(16)	246.757	240.941
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>12.890.316</b>	<b>10.959.178</b>
<b><u>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u></b>			
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>			
		<b>3.485.064</b>	<b>2.702.774</b>
Acreedores	(17)	3.243.281	2.475.140
Deuda financiera	(18)	2.437	686
Otros pasivos financieros	(25)	73.918	22.880
Pasivos por Impuestos sobre Beneficios corriente	(22)	165.428	204.068
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>			
		<b>923.391</b>	<b>800.827</b>
Deuda financiera	(18)	4.306	1.544
Pasivos por impuestos diferidos	(22)	191.654	182.531
Provisiones	(19)	144.331	147.318
Otros pasivos a largo plazo	(20)	583.100	469.434
<b>PATRIMONIO NETO</b>			
		<b>8.481.861</b>	<b>7.455.577</b>
Patrimonio neto atribuido a la dominante		8.445.936	7.414.806
Patrimonio neto atribuido a los minoritarios		35.925	40.771
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>		<b>12.890.316</b>	<b>10.959.178</b>

## ANEXO 2: Cuenta pérdidas y ganancias

### Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicios 2000 – 2001)

Cifra en millones de euros.

#### 1. estados financieros consolidados

El presente documento recoge las explicaciones que los Administradores estiman oportunas sobre la evolución del Grupo INDITEX durante el ejercicio 2001, finalizado el 31 de enero de 2002. Dichas informaciones complementan la recogida en las cuentas anuales.

Los estados financieros contenidos en este documento se presentan en formato de cascada o con las agrupaciones habituales para facilitar su comprensión. Toda la información aquí contenida ha sido obtenida de las cuentas anuales consolidadas y de otros registros de gestión del Grupo.

Grupo Inditex			
Cuenta de resultados del ejercicio 2001 Datos en millones de euros	Ejercicio		Var %
	2001	2000	01/00
Cifra de negocios	3.249,8	2.614,7	24%
Coste de ventas	(1.563,1)	(1.277,0)	
Margen Bruto	1.686,7	1.337,7	26%
Margen Bruto porcentual	51,9%	51,2%	
Gastos operativos	(982,3)	(816,2)	20%
Cash flow de explotación (EBITDA)	704,5	521,5	35%
Margen EBITDA	21,7%	19,9%	
Amortizaciones	(158,2)	(124,5)	27%
Amortización fondo de comercio	(17,1)	(10,5)	
Provisiones	(11,6)	(6,7)	
Resultado de operaciones (EBIT)	517,5	379,9	36%
Margen EBIT	15,9%	14,5%	
Resultado financiero neto	(21,3)	(13,7)	
Resultado ordinario	496,2	366,2	36%
Margen Ordinario	15,3%	14,0%	
Resultados extraordinarios	(1,1)	2,7	
Beneficio antes de impuestos	495,1	368,8	34%
Margen antes de impuestos	15,2%	14,1%	
Impuestos	(149,9)	(106,9)	
Beneficio consolidado	345,2	261,9	32%
	10,6%	10%	
Beneficio (Pérdida) atribuido a la minoría	(4,8)	(2,7)	80%
Beneficio atribuido a la sociedad dominante	340,4	259,2	31%
Margen Neto	10,5%	9,9%	
Beneficio por acción, céntimos de euro (*)	54,6	41,6	31%

**Cuenta pérdidas y ganancias (ejercicio 2001 – 2002)**  
(cifra en millones de euros)

**CUENTA DE RESULTADOS DEL EJERCICIO 2002**

millones de euros	EJERCICIO 2002	EJERCICIO 2001	VAR % 02/01
Cifra de negocios	3.974,0	3.249,8	22%
Coste de ventas	(1.926,2)	(1.563,1)	
<b>Margen bruto</b>	<b>2.047,8</b>	<b>1.686,7</b>	<b>21%</b>
Margen Bruto porcentual	51,5%	51,9%	
Gastos operativos	(1.179,7)	(982,3)	20%
<b>Cash flow de explotación (EBITDA)</b>	<b>868,1</b>	<b>704,5</b>	<b>23%</b>
Margen EBITDA	21,8%	21,7%	
Amortizaciones	(185,4)	(158,2)	17%
Amortización fondo de comercio	(9,5)	(17,1)	
Provisiones	(13,7)	(11,6)	
<b>Resultado de operaciones (EBIT)</b>	<b>659,5</b>	<b>517,5</b>	<b>27%</b>
Margen EBIT	16,6%	15,9%	
Resultado financiero neto	(30,0)	(21,3)	
<b>Resultado ordinario</b>	<b>629,5</b>	<b>496,2</b>	<b>27%</b>
Margen Ordinario	15,8%	15,3%	
Resultados extraordinarios	(14,5)	(1,1)	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>615,1</b>	<b>495,1</b>	<b>24%</b>
Margen antes de impuestos	15,5%	15,2%	
Impuestos	(172,6)	(149,9)	
<b>Beneficio consolidado</b>	<b>442,5</b>	<b>345,2</b>	<b>28%</b>
	11,1%	10,6%	
Beneficio (Pérdida) atribuido a la minoría	(4,4)	(4,8)	
<b>Beneficio atribuido a la sociedad dominante</b>	<b>438,1</b>	<b>340,4</b>	<b>29%</b>
Margen Neto	11,0%	10,5%	
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro (*)</b>	<b>70,3</b>	<b>54,6</b>	<b>29%</b>

(\*) calculado sobre 623.330.400 acciones

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2002 – 2003)**  
(cifra en millones de euros)

**GRUPO INDITEX**

**CUENTA DE RESULTADOS DEL EJERCICIO 2003** (Datos en millones de euros)

	EJERCICIO 2003	EJERCICIO 2002	VAR % 03/02
Cifra de negocios	4.598,9	3.974,0	16%
Coste de ventas	(2.293,0)	(1.926,2)	
<b>Margen bruto</b>	<b>2.306,0</b>	<b>2.047,8</b>	<b>13%</b>
<i>Margen Bruto porcentual</i>	<i>50,1%</i>	<i>51,5%</i>	
Gastos operativos	(1.432,5)	(1.179,7)	21%
<b>Cash flow de explotación (EBITDA)</b>	<b>873,5</b>	<b>868,1</b>	<b>1%</b>
<i>Margen EBITDA</i>	<i>19,0%</i>	<i>21,8%</i>	
Amortizaciones	(221,2)	(185,4)	19%
Amortización fondo de comercio	(9,4)	(9,5)	
Provisiones	(15,9)	(13,7)	
<b>Resultado de operaciones (EBIT)</b>	<b>627,0</b>	<b>659,5</b>	<b>-5%</b>
<i>Margen EBIT</i>	<i>13,6%</i>	<i>16,6%</i>	
Resultado financiero neto	(7,9)	(30,0)	
<b>Resultado ordinario</b>	<b>619,1</b>	<b>629,5</b>	<b>-2%</b>
<i>Margen Ordinario</i>	<i>13,5%</i>	<i>15,8%</i>	
Resultados extraordinarios	(5,7)	(14,5)	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>613,4</b>	<b>615,1</b>	<b>0%</b>
<i>Margen antes de impuestos</i>	<i>13,3%</i>	<i>15,5%</i>	
Impuestos	(164,8)	(172,6)	
<b>Beneficio consolidado</b>	<b>448,6</b>	<b>442,5</b>	<b>1%</b>
	<i>9,8%</i>	<i>11,1%</i>	
Resultados atribuidos a la minoría	(2,2)	(4,4)	
<b>Beneficio atribuido a la sociedad dominante</b>	<b>446,5</b>	<b>438,1</b>	<b>2%</b>
<i>Margen Neto</i>	<i>9,7%</i>	<i>11,0%</i>	
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro *</b>	<b>71,6</b>	<b>70,3</b>	<b>2%</b>

\* Calculado sobre 623.330.400 acciones

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2003 y 2004)**

(Cifra en millones de Euros.)

07\_1 Estados financieros consolidados

a) Cuenta de resultados del ejercicio 2004

Datos en millones de euros

	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003	Var % 04/03
Cifra de negocios	5.670,4	4.598,9	23%
Coste de ventas	(2.636,2)	(2.293,0)	
<b>Margen bruto</b>	<b>3.034,2</b>	<b>2.306,0</b>	<b>32%</b>
<i>Margen Bruto porcentual</i>	53,5%	50,1%	
Gastos operativos	(1.794,5)	(1.432,5)	25%
<b>Cash flow de explotación (EBITDA)</b>	<b>1.239,7</b>	<b>873,5</b>	<b>42%</b>
<i>Margen EBITDA</i>	21,9%	19,0%	
Amortizaciones	(276,4)	(221,2)	25%
Amortización fondo de comercio	(12,9)	(9,4)	
Provisiones	(25,2)	(15,9)	
<b>Resultado de operaciones (EBIT)</b>	<b>925,2</b>	<b>627,0</b>	<b>48%</b>
<i>Margen EBIT</i>	16,3%	13,6%	
Resultado financiero neto	(22,5)	(7,9)	
<b>Resultado ordinario</b>	<b>902,7</b>	<b>619,1</b>	<b>46%</b>
<i>Margen Ordinario</i>	15,9%	13,5%	
Resultados extraordinarios	(16,5)	(5,7)	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>886,2</b>	<b>613,4</b>	<b>44%</b>
<i>Margen antes de impuestos</i>	15,6%	13,3%	
Impuestos	(248,0)	(164,8)	
<b>Beneficio consolidado</b>	<b>638,2</b>	<b>448,6</b>	<b>42%</b>
	11,3%	9,8%	
Resultado atribuido a la minoría	(10,1)	(2,2)	
<b>Beneficio atribuido a la sociedad dominante</b>	<b>628,1</b>	<b>446,5</b>	<b>41%</b>
<i>Margen Neto</i>	11,1%	9,7%	
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro (*)</b>	<b>101</b>	<b>72</b>	<b>41%</b>

(\*) Calculado sobre 623.330.400 acciones

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2004 y 2005)**  
(Cifra en millones de euros)

Grupo Inditex			
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA DEL EJERCICIO 2005</b>			
<i>Cifras en millones de euros</i>			
	Ejercicio 2005	Ejercicio 2004	Var % 05/04
Ventas	6.740,8	5.568,6	21%
Coste de ventas	(2.953,1)	(2.483,4)	
<b>Margen bruto</b>	<b>3.787,8</b>	<b>3.085,2</b>	<b>23%</b>
Margen Bruto porcentual	56,2%	55,4%	
Gastos de explotación	(2.296,8)	(1.849,3)	24%
Otras ganancias y pérdidas netas	(31,7)	(8,6)	
<b>Resultado operativo (EBITDA)</b>	<b>1.459,3</b>	<b>1.227,4</b>	<b>19%</b>
Margen EBITDA	21,6%	22,0%	
Amortizaciones y depreciaciones	(365,7)	(305,4)	20%
<b>Resultado de explotación (EBIT)</b>	<b>1.093,6</b>	<b>922,0</b>	<b>19%</b>
Margen EBIT	16,2%	16,6%	
Resultados financieros	8,0	(24,8)	
Resultados por puesta en equivalencia	(0,2)	(0,4)	
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1.101,4</b>	<b>896,8</b>	<b>23%</b>
Margen antes de impuestos	16,3%	16,1%	
Impuesto sobre beneficios	(290,6)	(251,0)	
<b>Resultado neto</b>	<b>810,9</b>	<b>645,8</b>	<b>26%</b>
Margen Neto	12,0%	11,6%	
Resultado atribuido a accionistas minoritarios	7,7	7,3	
<b>Resultado neto atribuido a la dominante</b>	<b>803,2</b>	<b>638,5</b>	<b>26%</b>
Margen Neto	11,9%	11,5%	
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro (*)</b>	<b>129,3</b>	<b>102,8</b>	<b>26%</b>

(\*) Cálculo BPA sobre 620,9 millones de acciones en 2005 y 620,8 millones en 2004

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2005 y 2006)**

(Cifra en millones de euros)

Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales  
Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas

(en miles de euros)	(notas)	Ejercicio 2006	Ejercicio 2005
Ventas	(3)	8.196.265	6.740.826
Coste de la mercancía	(4)	(3.589.276)	(2.953.073)
<b>Margen bruto</b>		<b>4.606.989</b>	<b>3.787.753</b>
Gastos de explotación	(5)	(2.800.243)	(2.296.759)
Otras pérdidas y ganancias netas	(6)	(17.060)	(31.672)
<b>Resultado operativo (EBITDA)</b>		<b>1.789.686</b>	<b>1.459.322</b>
Amortizaciones y depreciaciones	(12,13,14)	(433.427)	(365.730)
<b>Resultados de explotación (EBIT)</b>		<b>1.356.259</b>	<b>1.093.592</b>
Resultados financieros	(7)	(14.035)	8.046
Resultados por puesta en equivalencia	(17)	(2.786)	(192)
<b>Resultados antes de impuestos</b>		<b>1.339.438</b>	<b>1.101.446</b>
Impuestos sobre beneficios	(24)	(329.502)	(290.583)
<b>Resultado neto del ejercicio</b>		<b>1.009.936</b>	<b>810.863</b>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios		8.396	7.701
<b>Resultado neto atribuido a la dominante</b>		<b>1.001.540</b>	<b>803.162</b>
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro</b>	<b>(8)</b>	<b>161</b>	<b>129</b>



## Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2006 y 2007)

Cifra en miles de euros.

### 1 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

#### Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales

(Cifras en miles de euros)	(Notas)	2007	2006
Ventas	(2)	9.434.670	8.196.265
Coste de la mercancía	(3)	(4.085.959)	(3.589.276)
<b>Margen bruto</b>		<b>5.348.711</b>	<b>4.606.989</b>
Margen bruto sobre ventas		56,7%	56,2%
Gastos de explotación	(4)	(3.226.369)	(2.800.243)
Otras pérdidas y ganancias netas	(5)	26.501	(17.060)
<b>Resultado operativo (EBITDA)</b>		<b>2.148.843</b>	<b>1.789.686</b>
Amortizaciones y depreciaciones	(11,12,13)	(496.663)	(433.427)
<b>Resultados de explotación (EBIT)</b>		<b>1.652.180</b>	<b>1.356.259</b>
Resultados financieros	(6)	964	(14.035)
Resultados por puesta en equivalencia	(16)	(7.508)	(2.786)
<b>Resultados antes de impuestos</b>		<b>1.645.636</b>	<b>1.339.438</b>
Impuestos sobre beneficios	(23)	(387.872)	(329.502)
<b>Resultado neto del ejercicio</b>		<b>1.257.764</b>	<b>1.009.936</b>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios		7.495	8.396
<b>Resultado neto atribuido a la dominante</b>		<b>1.250.269</b>	<b>1.001.540</b>
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro</b>	(7)	<b>201,4</b>	<b>161,3</b>

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2007 y 2008)**  
(Cifra en miles de euros)

## 1. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA

### Industria de Diseño Textil, S.A. y sociedades filiales

(Cifras en miles de euros)	(notas)	Ejercicio 2008	Ejercicio 2007
Ventas	(2)	10.406.960	9.434.670
Coste de la mercancía	(3)	(4.492.720)	(4.085.959)
<b>Margen bruto</b>		<b>5.914.240</b>	<b>5.348.711</b>
Margen bruto sobre ventas		56,8%	56,7%
Gastos de explotación	(4)	(3.707.887)	(3.226.369)
Otras pérdidas y ganancias netas	(5)	(19.497)	26.501
<b>Resultado operativo (ebitda)</b>		<b>2.186.856</b>	<b>2.148.843</b>
Amortizaciones y depreciaciones	(11,12,13)	(578.320)	(496.663)
<b>Resultados de explotación (ebit)</b>		<b>1.608.536</b>	<b>1.652.180</b>
Resultados financieros	(6)	(21.599)	964
Resultados por puesta en equivalencia	(16)		(7.508)
<b>Resultados antes de impuestos</b>		<b>1.586.937</b>	<b>1.645.636</b>
Impuestos sobre beneficios	(23)	(325.322)	(387.872)
<b>Resultado neto del ejercicio</b>		<b>1.261.615</b>	<b>1.257.764</b>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios		8.164	7.495
<b>Resultado neto atribuido a la dominante</b>		<b>1.253.451</b>	<b>1.250.269</b>
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro</b>	(7)	<b>202</b>	<b>201</b>

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2008 y 2009)**  
(Cifra en miles de euros)

# 1.- Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada

*Industria de Diseño Textil, S.A.  
y sociedades filiales*

(Cifras en miles de euros)	Notas	Ejercicio 2009	Ejercicio 2008
Ventas	(2)	11.083.514	10.406.960
Coste de la mercancía	(3)	(4.755.505)	(4.492.720)
<b>Margen bruto</b>		<b>6.328.009</b>	<b>5.914.240</b>
Margen bruto sobre ventas		57,1%	56,8%
Gastos de explotación	(4)	(3.952.702)	(3.707.887)
Otras pérdidas y ganancias netas	(5)	(1.118)	(19.497)
<b>Resultado operativo (EBITDA)</b>		<b>2.374.189</b>	<b>2.186.856</b>
Amortizaciones y depreciaciones	(11,12,13)	(645.801)	(578.320)
<b>Resultado de explotación (EBIT)</b>		<b>1.728.388</b>	<b>1.608.536</b>
Resultados financieros	(6)	3.782	(21.599)
<b>Resultado antes de impuestos</b>		<b>1.732.170</b>	<b>1.586.937</b>
Impuestos sobre beneficios	(22)	(410.033)	(325.322)
<b>Resultado neto del ejercicio</b>		<b>1.322.137</b>	<b>1.261.615</b>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios		7.783	8.164
<b>Resultado neto atribuido a la dominante</b>		<b>1.314.354</b>	<b>1.253.451</b>
<b>Beneficio por acción, céntimos de euro</b>	(7)	<b>211,4</b>	<b>201,6</b>

## Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2009 y 2010)

(Cifra en miles de euros.)

### I. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA

INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. Y SOCIEDADES FILIALES			
(Cifras en miles de euros)	(Notas)	Ejercicio 2010	Ejercicio 2009
VENTAS	(2)	12.526.595	11.083.514
COSTE DE LA MERCANCÍA	(3)	(5.104.573)	(4.755.505)
<b>MARGEN BRUTO</b>		<b>7.422.022</b>	<b>6.328.009</b>
		59,3%	57,1%
GASTOS DE EXPLOTACIÓN	(4)	(4.452.211)	(3.952.702)
OTRAS PÉRDIDAS Y GANANCIAS NETAS	(5)	(3.604)	(1.118)
<b>RESULTADO OPERATIVO (EBITDA)</b>		<b>2.966.207</b>	<b>2.374.189</b>
AMORTIZACIONES Y DEPRECIACIONES	(11,12,13)	(675.738)	(645.801)
<b>RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (EBIT)</b>		<b>2.290.469</b>	<b>1.728.388</b>
RESULTADOS FINANCIEROS	(6)	31.116	3.782
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>		<b>2.321.585</b>	<b>1.732.170</b>
IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS	(22)	(580.305)	(410.033)
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>		<b>1.741.280</b>	<b>1.322.137</b>
RESULTADO ATRIBUIDO A ACCIONISTAS MINORITARIOS		9.451	7.783
<b>RESULTADO NETO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE</b>		<b>1.731.829</b>	<b>1.314.354</b>
BENEFICIO POR ACCIÓN, CÉNTIMOS DE EURO	(7)	277,9	211,4

## Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2010 y 2011) (Cifra en miles de euros)

INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. Y SOCIEDADES FILIALES

### 1. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

(Cifras en miles de euros)	Notas	2011	2010
Ventas	(3)	13.792.612	12.526.595
Coste de la mercancía	(4)	(5.612.216)	(5.104.573)
<b>MARGEN BRUTO</b>		<b>8.180.396</b>	<b>7.422.022</b>
		59,3%	59,3%
Gastos de explotación	(5)	(4.919.328)	(4.452.211)
Otras pérdidas y ganancias netas	(6)	(3.396)	(3.604)
<b>RESULTADO OPERATIVO (EBITDA)</b>		<b>3.257.672</b>	<b>2.966.207</b>
Amortizaciones y depreciaciones	(12,13,14)	(735.666)	(675.738)
<b>RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (EBIT)</b>		<b>2.522.006</b>	<b>2.290.469</b>
Resultados financieros	(7)	37.006	31.116
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>		<b>2.559.012</b>	<b>2.321.585</b>
Impuestos sobre beneficios	(23)	(613.480)	(580.305)
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>		<b>1.945.532</b>	<b>1.741.280</b>
Resultado atribuido a accionistas minoritarios		13.244	9.451
<b>RESULTADO NETO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE</b>		<b>1.932.288</b>	<b>1.731.829</b>
<b>BENEFICIO BÁSICO Y DILUIDO POR ACCIÓN, céntimos de euro</b>	<b>(8)</b>	<b>310,0</b>	<b>277,9</b>

### 2. Estado del resultado global consolidado

(Cifras en miles de euros)	2011	2010
<b>Beneficio del ejercicio</b>	<b>1.945.532</b>	<b>1.741.280</b>
<b>Otro resultado global</b>		
Diferencias de conversión de estados financieros de negocios en el extranjero	47.233	61.282
Cobertura de los flujos de efectivo	39.915	-40.864
Resto de ingresos y gastos imputados directamente a patrimonio	2.723	38.860
Efecto impositivo	(11.975)	12.259
<b>Resultado global total del ejercicio</b>	<b>2.023.428</b>	<b>1.812.817</b>
<b>Resultado global total atribuible a:</b>		
Tenedores de instrumentos de patrimonio neto de la dominante	2.012.041	1.804.748
Intereses minoritarios	11.387	8.069
<b>Resultado global total del ejercicio</b>	<b>2.023.428</b>	<b>1.812.817</b>

**Cuenta pérdidas y ganancias (Ejercicio 2011 y 2012)**  
(cifras en miles de euros)

**INDITEX**

**INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL,S.A. Y SOCIEDADES FILIALES**

**CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA**  
(CIFRAS EN MILES DE EUROS)

	(notas)	2012	2011
Ventas	(2)	15.946.143	13.792.612
Coste de la mercancía	(3)	(6.416.825)	(5.612.216)
<b>MARGEN BRUTO</b>		<b>9.529.318</b>	<b>8.180.396</b>
		59,8%	59,3%
Gastos de explotación	(4)	(5.604.783)	(4.919.328)
Otras pérdidas y ganancias netas	(5)	(11.578)	(3.396)
<b>RESULTADO OPERATIVO (EBITDA)</b>		<b>3.912.957</b>	<b>3.257.672</b>
Amortizaciones y depreciaciones	(11,12,13)	(796.117)	(735.666)
<b>RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (EBIT)</b>		<b>3.116.840</b>	<b>2.522.006</b>
Resultados financieros	(6)	14.129	37.006
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>		<b>3.130.969</b>	<b>2.559.012</b>
Impuestos sobre beneficios	(22)	(763.956)	(613.480)
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>		<b>2.367.013</b>	<b>1.945.532</b>
<b>RESULTADO ATRIBUIDO A ACCIONISTAS MINORITARIOS</b>		<b>6.254</b>	<b>13.244</b>
<b>RESULTADO NETO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE</b>		<b>2.360.759</b>	<b>1.932.288</b>
<b>BENEFICIO BÁSICO Y DILUIDO POR ACCIÓN, céntimos de euro</b>	(7)	<b>378,7</b>	<b>310,0</b>

ANEXO 3: Datos mensuales cotización Inditex e Índice IBEX 35

IBEX 35 (^IBEX) - MCE			INDITEX (ITX.MC)		
Fecha	Cotización en cierre	Rentabilidad Mensual	Fecha	Cotización en cierre	Rentabilidad Mensual
ene-07	14.553,20		ene-07	43,47	
feb-07	14.248,40	-2,09%	feb-07	43,99	1,20%
mar-07	14.641,70	2,76%	mar-07	46,53	5,77%
abr-07	14.374,60	-1,82%	abr-07	45,38	-2,47%
may-07	15.329,40	6,64%	may-07	46,91	3,37%
jun-07	14.892,00	-2,85%	jun-07	43,77	-6,69%
jul-07	14.802,40	-0,60%	jul-07	44,37	1,37%
ago-07	14.479,80	-2,18%	ago-07	43,05	-2,97%
sep-07	14.576,50	0,67%	sep-07	47,26	9,78%
oct-07	15.890,50	9,01%	oct-07	51,35	8,65%
nov-07	15.759,90	-0,82%	nov-07	47,62	-7,26%
dic-07	15.182,30	-3,66%	dic-07	42,02	-11,76%
ene-08	13.229,00	-12,87%	ene-08	33,50	-20,28%
feb-08	13.170,40	-0,44%	feb-08	34,35	2,54%
mar-08	13.269,00	0,75%	mar-08	35,19	2,45%
abr-08	13.798,30	3,99%	abr-08	34,98	-0,60%
may-08	13.600,90	-1,43%	may-08	31,62	-9,61%
jun-08	12.046,20	-11,43%	jun-08	29,26	-7,46%
jul-08	11.881,30	-1,37%	jul-08	31,05	6,12%
ago-08	11.707,30	-1,46%	ago-08	31,86	2,61%
sep-08	10.987,50	-6,15%	sep-08	29,69	-6,81%
oct-08	9.116,00	-17,03%	oct-08	26,36	-11,22%
nov-08	8.910,60	-2,25%	nov-08	26,30	-0,23%
dic-08	9.195,80	3,20%	dic-08	31,33	19,13%
ene-09	8.450,40	-8,11%	ene-09	29,88	-4,63%
feb-09	7.620,90	-9,82%	feb-09	29,93	0,17%
mar-09	7.815,00	2,55%	mar-09	29,35	-1,94%
abr-09	9.038,00	15,65%	abr-09	32,39	10,36%
may-09	9.424,30	4,27%	may-09	31,82	-1,76%
jun-09	9.787,80	3,86%	jun-09	34,17	7,39%
jul-09	10.855,10	10,90%	jul-09	37,74	10,45%
ago-09	11.365,10	4,70%	ago-09	37,96	0,58%
sep-09	11.756,10	3,44%	sep-09	39,21	3,29%
oct-09	11.414,80	-2,90%	oct-09	40,00	2,01%
nov-09	11.644,70	2,01%	nov-09	42,43	6,08%
dic-09	11.940,00	2,54%	dic-09	43,39	2,26%
ene-10	10.947,70	-8,31%	ene-10	45,63	5,16%
feb-10	10.333,60	-5,61%	feb-10	43,31	-5,08%
mar-10	10.871,30	5,20%	mar-10	48,81	12,70%
abr-10	10.492,20	-3,49%	abr-10	46,63	-4,47%
may-10	9.359,40	-10,80%	may-10	45,42	-2,59%
jun-10	9.263,40	-1,03%	jun-10	47,08	3,65%
jul-10	10.499,80	13,35%	jul-10	50,75	7,80%
ago-10	10.187,00	-2,98%	ago-10	52,65	3,74%
sep-10	10.514,50	3,21%	sep-10	58,27	10,67%
oct-10	10.812,90	2,84%	oct-10	60,01	2,99%
nov-10	9.267,20	-14,29%	nov-10	58,06	-3,25%
dic-10	9.859,10	6,39%	dic-10	56,03	-3,50%
ene-11	10.806,00	9,60%	ene-11	55,19	-1,50%
feb-11	10.850,80	0,41%	feb-11	52,46	-4,95%
mar-11	10.576,50	-2,53%	mar-11	56,62	7,93%
abr-11	10.878,90	2,86%	abr-11	60,54	6,92%

may-11	10.476,00	-3,70%		may-11	63,17	4,34%
jun-11	10.359,90	-1,11%		jun-11	62,84	-0,52%
jul-11	9.630,70	-7,04%		jul-11	63,14	0,48%
ago-11	8.718,60	-9,47%		ago-11	59,30	-6,08%
sep-11	8.546,60	-1,97%		sep-11	64,36	8,53%
oct-11	8.954,90	4,78%		oct-11	65,76	2,18%
nov-11	8.449,50	-5,64%		nov-11	63,03	-4,15%
dic-11	8.566,30	1,38%		dic-11	63,28	0,40%
ene-12	8.509,20	-0,67%		ene-12	66,70	5,40%
feb-12	8.465,90	-0,51%		feb-12	69,31	3,91%
mar-12	8.008,00	-5,41%		mar-12	71,82	3,62%
abr-12	7.011,00	-12,45%		abr-12	67,95	-5,39%
may-12	6.089,80	-13,14%		may-12	66,82	-1,66%
jun-12	7.102,20	16,62%		jun-12	81,53	22,01%
jul-12	6.738,10	-5,13%		jul-12	83,83	2,82%
ago-12	7.420,50	10,13%		ago-12	88,41	5,46%
sep-12	7.708,50	3,88%		sep-12	96,63	9,30%
oct-12	7.842,90	1,74%		oct-12	98,44	1,87%
nov-12	7.934,60	1,17%		nov-12	105,40	7,07%
dic-12	8.167,50	2,94%		dic-12	105,50	0,09%

FUENTE: [www.es.finance.yahoo.com](http://www.es.finance.yahoo.com)

Cálculo de la beta en función de los datos anteriores:

$$\text{BETA (B itx)} = \frac{\text{COVAR (rtb ITX ; rtb IBEX)}}{\text{VARP (rtb IBEX)}} \quad \mathbf{0,64}$$



## ANEXO 4: Emisión de deuda, en empresas IBEX 35 en el año 2013

### Atractivo solo si baja el riesgo país

#### Las emisiones realizadas en 2013

	EMISOR	TIPO DE DEUDA	CUPÓN (%)	VENCIMIENTO	TIR ACTUAL (%)
	BBVA	Deuda senior	3,750	17/01/2018	3,340
	Banco Popular	Deuda senior	4,000	17/07/2015	3,532
	Telefónica	Deuda senior	3,987	23/01/2023	3,993
	gasNatural	Deuda senior	3,875	11/04/2022	3,745
	CaixaBank	Deuda senior	3,250	22/01/2016	2,626
	Bankinter	Cédulas hipotecarias	2,750	26/07/2016	2,408
	Sabadell	Cédulas hipotecarias	3,375	23/01/2018	3,058
	Red Eléctrica	Deuda senior	3,875	25/01/2022	3,435
	gasNatural	Deuda senior	2,125	08/02/2019	2,096
	Banco Popular	Cédulas hipotecarias	3,750	22/01/2019	3,619
	Santander	Deuda senior	4,000	24/01/2020	3,630
	BBVA	Cédulas hipotecarias	3,875	30/01/2023	3,460
	Ferrovial	Deuda senior	3,375	30/01/2018	2,798
	Kutxabank	Cédulas hipotecarias	3,000	01/02/2017	2,403
	Santander	Cédulas hipotecarias	2,875	30/01/2018	2,760
	Iberdrola	Deuda senior	3,500	01/02/2021	3,127
	Ence	Deuda senior	7,250	15/02/2020	6,238
	Bankinter	Cédulas hipotecarias	3,125	05/02/2018	2,880
	Abengoa	Deuda senior	8,875	05/02/2018	8,620
	BBVA	Deuda senior	3,250	21/03/2016	2,744
	Telefónica	Deuda senior	3,961	26/03/2021	3,600
	Prosegur	Deuda senior	2,750	02/04/2018	2,594
	gasNatural	Deuda senior	3,875	11/04/2022	3,745

#### Emisiones de deuda senior en las que conseguir rentabilidades atractivas en el

##### Deuda que vence entre 3 y 5 años

	EMISOR	CUPÓN (%)	VENCIMIENTO	TIR ACTUAL (%)
	BBVA	4,875	15/04/2016	2,78
	Repsol	4,75	16/02/2017	2,03
	abertis	5,125	12/06/2017	2,64
	Telefónica	3,661	18/09/2017	2,58
	enagas	4,25	05/10/2017	2,35
	gasNatural	5	13/02/2018	2,51
	Red Eléctrica	4,75	16/02/2018	2,41
	Telefónica	4,797	21/02/2018	2,68
	Iberdrola	5,625	09/05/2018	2,54

##### Deuda que vence entre 5 y 10 años

	EMISOR	CUPÓN (%)	VENCIMIENTO	TIR ACTUAL (%)
	Telefónica	4,693	11/11/2019	3,20
	abertis	4,375	30/03/2020	3,43
	Red Eléctrica	4,875	29/04/2020	2,99
	gasNatural	5,125	02/11/2021	3,54
	Iberdrola	5,808	10/03/2023	3,52

Fuente: Banif y elaboración propia