

TRABAJO DE FIN DE GRADO



**Facultad de
Economía y Empresa
Universidad Zaragoza**

Valoración de una empresa multinacional: Grupo Inditex

Autor

Juan Pérez Bonilla

Director

José Antonio Laínez Gadea

Facultad de economía y empresa

2023-2024

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|---|-----------|
| 1. Introducción..... | 6 |
| 1.1 Tema objeto de estudio..... | 6 |
| 1.2 Razón de la elección del tema y justificación de su interés..... | 6 |
| 1.3 Objetivos y metodología..... | 6 |
| 2. Estudio de la empresa objeto de valoración. | 7 |
| 2.1 Descripción de la empresa..... | 7 |
| 2.2 Análisis DAFO..... | 8 |
| 2.2.1 Debilidades..... | 8 |
| 2.2.2 Amenazas..... | 8 |
| 2.2.3 Fortalezas..... | 9 |
| 2.2.4 Oportunidades..... | 9 |
| 3. Análisis sectorial: el sector de la Moda..... | 9 |
| 3.1 Participantes..... | 9 |
| 3.2 Competencia..... | 10 |
| 3.3 Canales de comercialización..... | 10 |
| 3.4 Tamaño de la Industria..... | 10 |
| 3.5 Estimaciones de crecimiento..... | 11 |
| 3.6 Rentabilidades medias..... | 11 |
| 3.7 Impacto ambiental y sostenibilidad..... | 11 |
| 4. Métodos de valoración de empresas: marco conceptual..... | 12 |
| 4.1 Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración..... | 12 |
| 4.2 Principales modelos de valoración. Clasificación..... | 12 |
| 4.2.1 Modelos estáticos..... | 12 |
| 4.2.2 Modelos dinámicos..... | 13 |
| 4.2.3 Modelos mixtos..... | 14 |
| 4.3 Métodos a aplicar en la valoración del Grupo Inditex..... | 14 |
| 5. Valoración del Grupo Inditex por el método del patrimonio neto ajustado. | 15 |
| 5.1 Objetivos y metodología..... | 15 |
| 5.2 Ajuste propuesto a realizar..... | 15 |
| 5.2.1 Valor de marca..... | 15 |
| 5.3 Valoración del Patrimonio Neto Ajustado del Grupo Inditex..... | 16 |
| 6. Valoración del Grupo Inditex por el método de descuento de flujos (DFC). | 17 |

| | | |
|---------|--|----|
| 6.1 | Objetivos y metodología..... | 17 |
| 6.2 | Horizonte temporal..... | 18 |
| 6.3 | Proyecciones financieras y establecimiento de escenarios..... | 18 |
| 6.3.1 | Ventas..... | 18 |
| 6.3.2 | Coste de las mercancías y gastos de explotación..... | 20 |
| 6.3.2.1 | Coste de las mercancías..... | 20 |
| 6.3.2.2 | Gastos de explotación..... | 21 |
| 6.3.3 | Inversión en inmovilizado y gasto por amortizaciones. | 22 |
| 6.3.3.1 | Inversión en inmovilizado. | 22 |
| 6.3.3.2 | Gastos de amortización. | 23 |
| 6.3.4 | Capital circulante..... | 23 |
| 6.3.5 | Tipo impositivo. | 24 |
| 6.4 | Valor de la empresa (<i>enterprise value</i>)..... | 25 |
| 6.4.1 | Determinación de la tasa de descuento..... | 25 |
| 6.4.1.1 | Estructura financiera..... | 25 |
| 6.4.1.2 | Coste del endeudamiento. | 26 |
| 6.4.1.3 | Coste de los recursos propios..... | 27 |
| 6.4.1.4 | Cálculo del coste de los recursos propios bajo el modelo CAPM. | 28 |
| 6.4.1.5 | Cálculo de la tasa de descuento. | 29 |
| 6.4.2 | Proyección de los flujos de caja libres (FCF)..... | 29 |
| 6.4.2.1 | Escenario realista..... | 29 |
| 6.4.2.2 | Escenario optimista. | 30 |
| 6.4.2.3 | Escenario pesimista. | 30 |
| 6.4.3 | Valor residual..... | 31 |
| 6.4.4 | Valor de la empresa..... | 32 |
| 6.4.4.1 | Análisis de sensibilidad. | 32 |
| 6.5 | Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (<i>equity value</i>). | 33 |
| 6.5.1 | Proyección de los resultados financieros. | 33 |
| 6.5.2 | Determinación de la tasa de descuento..... | 34 |
| 6.5.3 | Proyecciones de flujos..... | 35 |
| 6.5.3.1 | Escenario realista..... | 35 |
| 6.5.3.2 | Escenario optimista. | 35 |
| 6.5.3.3 | Escenario pesimista. | 36 |
| 6.5.4 | Valor residual..... | 36 |

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 6.5.5 | Valor de las acciones de la empresa..... | 36 |
| 6.5.5.1 | Análisis de sensibilidad. | 37 |
| 7. | Valoración del Grupo Inditex por el método de comparación por múltiplos. | 37 |
| 7.1 | Objetivos y metodología..... | 37 |
| 7.2 | Análisis y selección de empresas comparables. | 38 |
| 7.3 | Selección de los múltiplos a aplicar. | 39 |
| 7.4 | Aplicación de los múltiplos a la empresa y rango de valoración obtenido. | 40 |
| 8. | Conclusiones..... | 42 |
| | Referencias | 48 |
| | Anexo | 51 |
| | Anexo I..... | 51 |
| | Anexo II..... | 52 |
| | Anexo III..... | 52 |
| | Anexo IV | 52 |
| | Anexo V | 53 |
| | Anexo VI | 53 |
| | Anexo VII | 53 |
| | Anexo VIII | 54 |
| | Anexo IX..... | 54 |
| | Anexo X..... | 55 |
| | Anexo XI..... | 55 |
| | Anexo XII..... | 56 |
| | Anexo XIII..... | 57 |

RESUMEN

El presente Trabajo de Fin de Grado se centra en la valoración del Grupo Inditex, empresa española y líder mundial en el sector de la moda. El estudio de valoración empresarial se llevará a cabo mediante tres metodologías de valoración distintas: el método del patrimonio neto ajustado, el método de descuento de flujos y el método de comparación por múltiplos.

La valoración de empresas desempeña un papel crucial en la toma de decisiones estratégicas y en la asignación eficiente de recursos en el ámbito empresarial. Este enfoque analítico no solo persigue ofrecer una evaluación completa de la salud financiera y las perspectivas de crecimiento del Grupo Inditex, sino también destacar la relevancia estratégica de la valoración como herramienta fundamental para la toma de decisiones empresariales fundamentadas en el mercado actual.

Por tanto, el propósito principal es obtener una comprensión integral y precisa del verdadero valor intrínseco de Inditex a 31/12/2022. En esta línea, la aplicación de los diferentes métodos de valoración propuestos será clave para obtener una perspectiva más completa y equilibrada del valor intrínseco de la empresa, ya que cada método tiene sus propias suposiciones y enfoques, abordando distintos aspectos de la empresa.

ABSTRACT

This Final Degree Project focuses on the valuation of the Inditex Group, a Spanish company and world leader in the fashion sector. The business valuation study will be carried out using three different valuation methodologies: the adjusted equity method, the discounted cash flow method and the multiple comparison method.

Business valuation plays a crucial role in strategic decision-making and efficient allocation of resources in the business environment. This analytical approach aims not only to provide a comprehensive assessment of the financial health and growth prospects of the Inditex Group, but also to highlight the strategic relevance of valuation as a fundamental tool for making informed business decisions in today's market.

Therefore, the main purpose is to obtain a comprehensive and accurate understanding of the true intrinsic value of Inditex on 31/12/2022. Thus, the implementation of the different valuation methods proposed will be key to obtaining a more complete and balanced perspective of the company's intrinsic value, since each method has its assumptions and approaches, addressing different aspects of the company.

1. Introducción.

1.1 Tema objeto de estudio.

Tema central del presente Trabajo de Fin de Grado es la valoración de empresas. Esencialmente, la valoración busca determinar el valor intrínseco de una empresa, un proceso vital para inversores, analistas financieros y gestores. Este enfoque puede servir de gran ayuda para la toma de decisiones estratégicas, fusiones y adquisiciones, emisiones de acciones, y para la gestión de riesgos financieros.

En esta línea, la valoración de empresas constituye un proceso crítico en la determinación del verdadero valor de una entidad y en la evaluación de su capacidad para generar flujos de efectivo futuros. Esto posibilita a los inversores identificar oportunidades de inversión mediante el análisis detallado de sus estados financieros, estrategias comerciales y posición en el mercado global, permitiendo a los inversores tomar decisiones fundamentadas al considerar la discrepancia entre el precio de las acciones y su valor intrínseco. De este modo, se puede determinar si las acciones están infravaloradas o sobrevaloradas en el mercado.

Uno de los principales desafíos a la hora de valorar una empresa es el alto componente de subjetividad, que puede influir a la hora de valorar aspectos como la reputación de la marca, la calidad de la gestión y las perspectivas de crecimiento, aspectos que no siempre quedan reflejados en los estados financieros. Además, existen distintos métodos de valoración, como el del patrimonio neto ajustado, el de descuento de flujos y la comparación por múltiplos, cada uno con sus propias premisas y enfoques. Dichos métodos serán empleados en el presente trabajo y servirán de ayuda para obtener una visión más amplia del verdadero valor del Grupo Inditex.

1.2 Razón de la elección del tema y justificación de su interés.

La elección de valorar al Grupo Inditex como objeto de estudio en el presente Trabajo de Fin de Grado se sustenta en diversos motivos. En primer lugar, por la admiración personal hacia su fundador Amancio Ortega, por haber sido capaz de construir desde cero una de las empresas más destacadas y exitosas en el sector de la moda a nivel mundial.

En segundo lugar, por el notable crecimiento que ha experimentado el Grupo a lo largo de 2022, tras el reciente nombramiento de Marta Ortega como presidenta. En este sentido, la llegada de un nuevo liderazgo suele dar lugar a cambios estratégicos y puede tener un impacto significativo en la dirección y el rendimiento de la empresa, haciendo más atractiva su valoración.

En tercer y último lugar, la accesibilidad de información relacionada con Inditex también ha facilitado la selección, ya que la disponibilidad de informes financieros detallados, comunicados de prensa y datos sobre sus estrategias de crecimiento ha permitido un análisis más completo y fundamentado en la aplicación de cada uno de los métodos.

1.3 Objetivos y metodología.

El principal objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado es analizar y valorar al Grupo Inditex empleando múltiples métodos, con el fin de ofrecer una visión integral y precisa de su verdadero valor de mercado a 31/12/2022.

Para ello, el trabajo ha sido dividido en 8 capítulos. Los capítulos 2, 3 y 4 versan sobre el análisis del Grupo Inditex, estudio del sector en el que opera y breve explicación de los diferentes métodos de valoración existentes. La elaboración de dichos capítulos ha contribuido a la comprensión de la situación actual del grupo y del sector de la moda, que a su vez ha sido clave para el desarrollo y aplicación de los diferentes métodos de valoración comprendidos en los capítulos 5, 6 y 7 del presente trabajo.

Finalmente, el capítulo 8 ofrece las conclusiones extraídas de la aplicación de cada uno de los distintos métodos de valoración y muestra un resumen general sobre el rango de valoración del Grupo Inditex para cada uno de los distintos métodos de valoración empleados. Además, se realiza una comparación de las estimaciones de valor realizadas y del posterior desarrollo de la valoración efectuada por el mercado durante el año 2023, con el objetivo de estimar si el Grupo Inditex se encontraba infravalorado a finales de 2022, y por ende, constituía una buena oportunidad de inversión.

2. Estudio de la empresa objeto de valoración.

2.1 Descripción de la empresa.

El Grupo Inditex es una empresa multinacional española de distribución de moda fundada por Amancio Ortega Gaona en 1985. La actividad principal del Grupo consiste en la distribución al por menor de ropa, calzado, accesorios y productos textiles para el hogar, a través de tiendas y venta online de diferentes formatos comerciales adaptados a distintos públicos objetivos.

Así mismo, el Grupo Inditex es una familia de varias marcas: Zara, Pull & Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho y Zara Home. Todas ellas comparten el objetivo de ofrecer una propuesta de moda inspiradora, de calidad y producida de manera responsable, a través de los más de 200 mercados en los que opera el Grupo.

El Grupo Inditex se caracteriza por su modelo de negocio de *“fast fashion”*, entendido como un fenómeno de producción y consumo masivo que se incrementa a la misma velocidad a la que van cambiando las tendencias, lo que permite al Grupo el diseño, fabricación y distribución de productos de moda de alta calidad a precios asequibles y en tiempo récord.

Una de las claves para poder aplicar dicho modelo de negocio es la cadena de suministro. De este modo, el Grupo cuenta con una cadena de suministro estable, sostenible, altamente especializada, ágil y flexible. Dichas características permiten la creación y comercialización de prendas de moda adaptada a las preferencias de los clientes de todo el mundo. Además, el Grupo mantiene su compromiso con un modelo de producción y consumo responsable, asegurando la aplicación de sus principios de sostenibilidad a lo largo de toda la cadena de suministro, formada en 2022 por 1.729 proveedores y 8.271 fábricas.

Por otro lado, una de las principales características del Grupo Inditex es su estrategia de diversificación de marcas. Tal y como se ha mencionado, el Grupo cuenta con múltiples marcas, cada una dirigida a un segmento de mercado específico, proporcionando una base de clientes diversificada y la capacidad de atender a diferentes preferencias y estilos de moda. De acuerdo con las cuentas anuales del Grupo (2022), las marcas pertenecientes al mismo registraron una facturación de 32.569 millones de euros y lograron un beneficio neto de 4.130 millones de euros.

Por último, el Grupo Inditex cuenta con una presencia global significativa y una amplia base de clientes. En línea con los datos reflejados en la memoria de 2022, el área geográfica

donde se registraron un mayor número de ventas fue Europa (sin contar España), representando un 47,5% de las ventas totales. Por su parte, las ventas producidas en España ascendieron a un 14,4% del total, en América un 20%, y en Asia y el resto del mundo un 18,1%. De acuerdo con la memoria, dicha distribución de ventas por área geográfica se ha mantenido estable durante los últimos 5 años. Por tanto, el Grupo Inditex cuenta con una fuerte presencia en el mercado Europeo, siendo España uno de sus principales puntos de venta.

2.2 Análisis DAFO.

El análisis DAFO es una técnica utilizada para evaluar la situación de una empresa o proyecto. Consiste en examinar sus características internas (fortalezas y debilidades) y su entorno externo (oportunidades y amenazas), de ahí su nombre. El propósito principal de este análisis es obtener una imagen general de la situación actual y el contexto en el que se encuentra el Grupo Inditex, de tal forma que sea posible identificar factores clave y evaluar los riesgos potenciales que la empresa podría enfrentar. De este modo, el análisis DAFO podría ser de utilidad para tomar decisiones a la hora de ajustar el valor del patrimonio neto del Grupo o las proyecciones que se llevarán a cabo en el presente trabajo mediante el método de descuento de flujos.

2.2.1 Debilidades.

Como se ha venido precisando, pese a que el Grupo Inditex ha realizado esfuerzos en diversificar su presencia global, existe en gran medida una alta dependencia del mercado Europeo, pues las ventas en dicha área geográfica, según la memoria (2022), representaron el 62% del total. Por tanto, el Grupo podría ser vulnerable a las condiciones económicas que se den en Europa.

Otra de las debilidades proviene del modelo de negocio *“fast fashion”* sobre el que opera la empresa, ya que fomenta el consumo intensificado de ropa, lo que puede dar lugar a impactos ambientales y éticos, pudiendo afectar la imagen y reputación de la empresa. Esto ha llevado precisamente al Grupo a intensificar sus esfuerzos económicos en materia de sostenibilidad y medio ambiente, pudiendo estimar que aumentarán gradualmente en función del crecimiento.

2.2.2 Amenazas.

Como se muestra en el análisis de la industria de la moda, se trata de una industria altamente competitiva, ya que cuenta con un gran número de participantes, tanto empresas globales como marcas. Además, el auge del comercio electrónico también ha aumentado la intensidad de la competencia, ya que los comercios minoristas, a través de internet, pueden llegar a un mercado global y ofrecer una gama más amplia de productos a precios competitivos. Por otro lado, la naturaleza acelerada de la industria de la moda, con nuevas tendencias y estilos que surgen constantemente, también contribuye al alto nivel de competencia (Bhatia, 2023).

Por último, la industria de la moda es un sector ampliamente regulado, entre otras cosas, debido al impacto medioambiental y laboral que producen las empresas que operan en el mismo. En este sentido, empresas tan grandes como el Grupo Inditex se enfrentan a una alta presión regulatoria con normativas cada vez más estrictas en áreas como la sostenibilidad y los derechos laborales, lo que potencialmente puede dar lugar a un aumento de los costes y mayor responsabilidad social y legal.

2.2.3 Fortalezas.

Una de las principales fortalezas del Grupo Inditex es contar con una amplia gama de marcas reconocidas a nivel mundial que ofrecen los últimos diseños de moda a precios muy asequibles. Gracias a ello, el Grupo dispone de una presencia sólida en numerosos países, lo que le permite operar en diferentes segmentos del mercado y mantener sus fuentes de ingresos diversificadas.

Por otro lado, de acuerdo con lo anteriormente expuesto, el control que tiene el Grupo sobre la cadena de suministro le permite llevar a cabo su modelo de negocio y le otorga la capacidad de responder rápidamente a las demandas cambiantes del mercado de la moda manteniendo márgenes de beneficio saludables. Además, el Grupo ha hecho esfuerzos significativos mediante inversiones en I + D para adoptar prácticas sostenibles y llevar a cabo una gestión integral de la cadena de suministro, centrando los esfuerzos en obtener una mayor trazabilidad (Inditex, 2016).

2.2.4 Oportunidades.

El Grupo Inditex cuenta con oportunidades significativas de crecimiento en mercados donde la renta disponible y la urbanización están impulsando la demanda de los productos que comercializa la empresa. En este sentido, la región Asia-Pacífico es una de las mayores y de más rápido crecimiento en el mercado mundial de la confección, impulsada por factores como una gran población y el aumento de la renta disponible y la presencia de algunos de los mayores países del mundo en la fabricación de prendas de vestir, como China, Bangladesh y Vietnam (Informes de expertos, 2023).

Por otro lado, la memoria (2022) indica que en el último lustro las ventas online de la compañía han aumentado aproximadamente un 100%. No obstante, el porcentaje de ventas online de la compañía en el año 2022 fue del 22,4%. Por tanto, el Grupo cuenta con un amplio margen de mejora en cuanto a las ventas online, y podría aprovechar la creciente adopción del comercio por internet para llegar a un público todavía más amplio y seguir aumentando su cifra de negocios.

3. Análisis sectorial: el sector de la Moda.

Este análisis tiene como objetivo proporcionar una visión completa de la industria textil y ayudar a comprender las oportunidades y desafíos que enfrentan las empresas que operan en este mercado. Para ello, se examinará principalmente el estado actual y las expectativas de crecimiento del sector de la moda, tanto en España como en el resto del mundo.

La industria de la moda es una industria dinámica y en constante evolución que despierta la creatividad y el interés de consumidores de todo el mundo. Desde el diseño y la fabricación hasta la comercialización y la venta al por menor, la moda abarca una amplia gama de actividades económicas que influyen en la cultura, el estilo de vida y la economía de cada país.

3.1 Participantes.

El número total de empresas de moda en el mundo es de 38.100, siendo Estados Unidos el país donde se encuentra el mayor número de empresas de moda, con una participación de mercado del 69% en la industria de la moda a nivel mundial (26.215 empresas de moda). Las principales marcas que operan en la industria son Zara (Grupo Inditex), H&M (Hennes & Mauritz), Gap, Lululemon, Uniqlo (Fast Retailing), Gucci (Kering Group), Louis Vuitton (LVMH Group), Shein, Prada, Versace (Capri Holdings), Burberry, etc. (BoldData, 2023).

3.2 Competencia.

En la industria de la distribución minorista de ropa, la competencia entre rivales es muy alta, ya que pueden competir agresivamente en precios y en otras dimensiones como la calidad, el diseño, la innovación o el marketing. Además, es importante señalar que el top 10 de las empresas de moda más grandes del mundo representa un 10% de la cuota global de ventas. Por tanto, una pequeña parte de las empresas del sector concentra un gran volumen de negocio (Modaes, 2019). Esta tendencia hacia una mayor concentración en el sector puede venir explicada, entre otros factores, por la globalización, la consolidación de las grandes marcas y la creciente importancia de las plataformas de comercio electrónico.

Por otro lado, además de ser una industria altamente competitiva, existen barreras de entrada que obstaculizan la entrada de nuevos competidores significativos, tales como patentes, requisitos de capital importantes, costes de transferencia, acceso a la distribución, políticas gubernamentales y medioambientales, etc. Además, generalmente, las empresas textiles son empresas grandes que se benefician de economías de escala, por lo que pueden ejercer una fuerte competencia en precios, empujando hacia abajo a las empresas más pequeñas del mercado.

3.3 Canales de comercialización.

Los canales de venta dentro de la industria de la moda son dos: tiendas físicas y online. Aproximadamente el 70% de las ventas en el año 2023 se están realizando en tiendas físicas, mientras que el 30% restante se cierran a través de internet (Statista, 2023). Se estima que a lo largo de los años el porcentaje de ventas por internet aumente gradualmente, en detrimento de las ventas en tienda física.

En relación con España, las mujeres son las compradoras más habituales de ropa a través de internet. En el año 2021, el 53,4% de las mujeres mayores de quince años residentes en España realizaron alguna compra online de esta categoría, frente al 39,9% de los hombres (Modaes, 2022). Estas cifras indican que las mujeres españolas son más propensas a realizar compras online que los hombres. Esta diferencia es significativa y sugiere que existen factores culturales o sociales que llevan a las mujeres a ser más propensas a realizar compras online. Por tanto, las empresas que venden productos online deben tener en cuenta estas diferencias de género para adaptar sus estrategias de marketing y ventas.

3.4 Tamaño de la Industria.

A nivel mundial, se proyecta que a finales de 2023 la facturación total de la industria de la moda logre la cifra de 700,90 billones de dólares, liderada principalmente por Estados Unidos y China, consolidados mundialmente como los mayores mercados de comercialización de moda al por menor. Por otro lado, se estima que el número de usuarios dentro del mercado de la moda alcance los 2,3 billones en el año 2028, lo que ofrece una amplia oportunidad de crecimiento para la industria en los próximos años (Statista, 2023).

A nivel nacional, se estima que la facturación total de la industria de la moda en España alcance los 7,20 billones de dólares a finales de 2023 (Statista, 2023). Además, la industria de la moda española, en términos de valor añadido bruto, aporta un 2,7% del PIB, y el peso sobre el conjunto del empleo es del 3,9% (Modaes, 2022). Por tanto, la industria de la moda es un componente fundamental de la economía española y desempeña un papel importante en su desarrollo y crecimiento económico.

3.5 Estimaciones de crecimiento.

Respecto a las métricas de crecimiento, se espera que la industria obtenga un crecimiento cumulativo anual medio del 8,67% (CAGR 2023-2028). En cuanto a España, el crecimiento de la industria de la moda se estima en un 9,24% (CAGR 2023-2028).

En relación con dichas previsiones de crecimiento, se puede observar que la industria cuenta con un gran potencial de crecimiento. Esto se puede deber a diversos factores, tales como el crecimiento de la clase media en los países en desarrollo, que está impulsando la demanda de productos de moda, y la creciente importancia de la moda en las redes sociales, que está influyendo en las tendencias de consumo.

Este crecimiento ofrece oportunidades a las empresas de la industria de la moda, pero también plantea retos. Consecuentemente, las empresas deben estar preparadas para adaptarse a las nuevas tendencias del mercado y satisfacer las necesidades cambiantes de los consumidores.

Por tanto, el crecimiento previsto de la industria de la moda es una tendencia positiva. La moda es una parte importante de la cultura y la identidad humana, y el crecimiento de la industria significa que más personas tendrán acceso a productos de moda de alta calidad.

Sin embargo, es importante que el crecimiento de la industria se lleve a cabo de forma sostenible. En este sentido, las empresas deben tomar medidas para reducir su impacto medioambiental y social. Por ejemplo, pueden utilizar materiales reciclados y sostenibles, y pueden ofrecer condiciones laborales justas a sus empleados. Si la industria de la moda puede crecer de forma sostenible, tendrá un impacto muy positivo en el mundo.

3.6 Rentabilidades medias.

En relación con las rentabilidades medias en la industria minorista de moda, en el año 2022, de media, el margen bruto fue del 40,43%, el margen operativo del 10,57% y el margen neto del 5,72%. No obstante, según los datos más recientes disponibles, se puede afirmar una bajada generalizada en el margen de los operadores de la industria. Durante el segundo trimestre de 2023, el margen bruto promedio fue del 33,66%, el margen operativo promedio fue del 7,61%, y finalmente, el margen neto promedio se situó en el 5,07% (CSImarket, 2023).

Con base en las cuentas anuales del Grupo Inditex (2022), el margen bruto fue del 57%, el margen operativo se situó en 26,56% y el margen neto fue de 12,68%. Poniendo en relación dichas cifras con las registradas por los operadores de la industria, es posible afirmar que el Grupo Inditex se encuentra holgadamente por encima de la media del sector, denotando una clara ventaja competitiva y eficiencia en costes.

3.7 Impacto ambiental y sostenibilidad.

Por último, si nos centramos en el impacto medioambiental, la contribución de la industria de la moda al cambio climático es realmente impactante. Entre otros aspectos, se debe a que la producción textil utiliza mucha agua, además de tierras para cultivar algodón y otras fibras. De este modo, se estima que la producción textil, a través de los tintes y los productos de acabado, es responsable aproximadamente del 20% de la contaminación mundial de agua potable.

Así mismo, se calcula que la industria de la moda es responsable del 10 % de las emisiones mundiales de carbono (CO₂), más que los vuelos internacionales y el transporte marítimo combinados. En este sentido, se prevé la inclusión de normativas que exijan la implementación de estrategias con nuevos requisitos de diseño ecológico para los productos textiles, información más clara para el consumidor, un pasaporte digital de producto y una mayor

exigencia a las empresas para que asuman su responsabilidad y actúen para minimizar sus huellas de carbono y medioambientales (Parlamento Europeo, 2020).

4. Métodos de valoración de empresas: marco conceptual.

4.1 Aspectos conceptuales claves y determinantes de la valoración.

La valoración de una empresa es un proceso subjetivo, ya que se basa en argumentos o juicios de valor que pueden conducir a diferentes valores para una misma empresa. Sin embargo, para que una valoración sea correcta, debe basarse en una fundamentación técnica y en supuestos reales y correctos, todo ello sin olvidar la subjetividad sobre la que se apoya la valoración. En esta línea, Damodaran (2002) señala que todas las valoraciones están sujetas a factores subjetivos, tanto a nivel empresarial como institucional. Por ello, la mejor valoración es aquella que está menos sesgada o sea objeto de menos criterios parciales.

Además, es importante tener en cuenta el objeto de la valoración, el propósito para el que se realiza, el destinatario y las circunstancias. Por ejemplo, el ciclo económico puede influir en el valor de una empresa. A la hora de realizar una valoración, es necesario tener en cuenta aspectos que van más allá de la propia empresa. Por ejemplo, la situación del sector, la situación económica nacional e internacional, los riesgos financieros y legales, y la globalización. En resumen, la valoración de una empresa es un proceso complejo que requiere una fundamentación técnica y una consideración de los factores subjetivos y objetivos.

Otro de los aspectos clave y determinantes de la valoración de una empresa es la diferenciación entre *enterprise value* y *equity value*. Dichos conceptos son dos formas comunes para valorar una empresa. No obstante, cada uno ofrece una visión diferente. Por un lado, el *enterprise value* revela cuánto vale una empresa, lo que resulta útil para comparar empresas con diferentes estructuras de capital, ya que la estructura de capital no afecta el valor de una empresa. Por otro lado, el *equity value* es el valor que queda para los accionistas después de que se hayan pagado las deudas, y representa el valor de las acciones y préstamos de la empresa que los accionistas han puesto a disposición de la empresa. (Investopedia, 2022).

En conclusión, el *equity value* simplemente se enfoca en el valor disponible para los accionistas después de cubrir las obligaciones financieras, mientras que el *enterprise value* ofrece una visión más detallada del valor de una empresa, ya que considera la deuda y proporciona una visión integral del valor total de la empresa.

4.2 Principales modelos de valoración. Clasificación.

4.2.1 Modelos estáticos.

Los métodos estáticos de valoración se basan en los estados financieros de la empresa para calcular su valor. Es decir, son métodos que pretenden valorar el activo o el negocio como un valor fijo en un momento determinado del tiempo, atendiendo a determinadas circunstancias del bien a valorar.

Valor Teórico Contable/Patrimonio Neto

Este método consiste en calcular el valor de una empresa en función de su balance en un momento determinado en el tiempo. Se calcula como la diferencia entre sus activos y sus pasivos exigibles, equivalente al patrimonio neto. Generalmente no es un método universalmente aceptado, porque entre otros aspectos, no incluye el valor de mercado de los

activos, pasivos contingentes, estimaciones de las capacidades futuras de generación de beneficios, etc.

Valor del activo neto real

Este valor es igual al valor real/de mercado de sus activos menos el valor real de sus pasivos en un momento dado, incluidos los impuestos relacionados con las posibles ganancias de capital. Este método se utiliza a menudo para la valoración de empresas inmobiliarias u otras empresas con un balance elevado de activos tangibles (edificios, terrenos) y el componente de deuda asociado a ellos.

Valor de liquidación

Este método supone que la empresa se liquidará y que los activos se venderán por su valor de mercado. Para calcular el valor de liquidación se utiliza el valor de mercado de los activos menos los pasivos, incluidos todos los costos incurridos en la liquidación de la empresa (compensación, descuentos por venta de liquidación, impuestos y otros).

Valor de reposición a nuevo

Este método se suele utilizar para la valoración de activos tangibles y se basa en estimar lo que valdría el activo si fuera necesario reponerlo. Utilizar este método puede ser útil en situaciones en las que el activo o el conjunto de activos es esencial para la actividad de la empresa y en las que existe la posibilidad de que el activo o el conjunto de activos se destruya o se dañe.

(Márquez, 2017)

4.2.2 Modelos dinámicos.

Los métodos dinámicos consideran a la empresa en movimiento. Por tanto, no se basan en el balance como los anteriores, sino que estiman la riqueza (beneficios, flujos de caja o dividendos futuros) que generará una empresa o unos activos. Los dos métodos fundamentales son el de los flujos de caja descontados y el de los dividendos.

Método de descuento de flujos de caja

El método de descuento de los flujos de caja trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para posteriormente descontarlos a una tasa apropiada. Es decir, bajo este método, se considera a la empresa como un ente generador de flujos de efectivo, y para calcular el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos aplicando una tasa de descuento.

Este método suele ser considerado como el más apropiado para valorar una empresa, ya que el valor de las acciones depende de la capacidad de la empresa para generar dinero (flujos) para los propietarios de dichas acciones. Por tanto, el método del descuento de los flujos de caja ha de basarse en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de efectivo correspondientes a las operaciones de la empresa.

(Fernández, 2008)

Como se ha mencionado antes, en la valoración basada en el descuento de flujos ha de aplicarse una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La tasa de descuento es la rentabilidad que un inversor espera obtener por una inversión, teniendo en

cuenta el riesgo que conlleva. Por tanto, el nivel mínimo de la tasa de descuento debe ser igual o superior al coste de oportunidad de una inversión con el mismo riesgo. En este sentido, la tasa de descuento se basa generalmente en el coste de capital medio ponderado de empresas similares en actividad y riesgo, ya que refleja el riesgo relativo del proyecto (Alcover, 2009).

No obstante, el cálculo de la tasa de descuento suele también realizarse teniendo en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas, aunque en la práctica muchas veces la marcan los interesados. Por ejemplo, un comprador o vendedor puede no estar dispuesto a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad.

Método de descuento de dividendos

Los modelos de dividendos descontados (DDM) son métodos para calcular el precio de una acción en función de los dividendos que la empresa va a pagar en el futuro. Estos modelos se basan en la idea de que el valor de una acción es igual al valor actual de los dividendos futuros que va a pagar la empresa. Consecuentemente, si el precio de mercado de la acción es inferior al precio calculado por el DDM, la acción está infravalorada y es una buena oportunidad de inversión. Por el contrario, si el precio de mercado es superior al precio calculado por el DDM, la acción está sobrevalorada (Arias, 2016).

4.2.3 Modelos mixtos.

Los métodos de valoración mixtos combinan elementos de los métodos estáticos y dinámicos. Por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa, y por otro, añaden cierto dinamismo a dicha valoración, ya que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. Es decir, el objetivo de estos métodos es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía que representa el valor de los beneficios futuros.

Uno de los aspectos más importantes de estos modelos es la inclusión del fondo de comercio, ya que éste refleja de una forma simplificada los activos intangibles de una empresa, como el know-how, la posición en el mercado o el poder de marca, que no aparecen en los estados financieros de la empresa, pero indudablemente aportan una ventaja competitiva sólida para el negocio. Sin embargo, la determinación del valor del fondo de comercio suele ser problemática, debido a los muy diferentes criterios utilizados en su valoración.

En resumen, los métodos mixtos tratan de determinar el valor de una empresa como la suma del valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio, calculado a través de alguna de las múltiples fórmulas existentes, como el Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC), el Método anglosajón o el Método de compra de resultados anuales. Además, dichos métodos son útiles para valorar empresas con activos intangibles importantes, como marcas, patentes o tecnología. También son útiles para valorar empresas que operan en mercados competitivos, donde el valor del fondo de comercio puede ser significativo, como es el caso del Grupo Inditex.

(Gascó, 2022)

4.3 Métodos a aplicar en la valoración del Grupo Inditex.

A continuación, una vez explicados los principales modelos de valoración de empresas, se va a proceder a valorar al Grupo Inditex por los métodos de patrimonio o valores contables (en su caso ajustado), descuento de flujos de caja (DFC) y valoración por múltiplos.

5. Valoración del Grupo Inditex por el método del patrimonio neto ajustado.

5.1 Objetivos y metodología.

Según el método del patrimonio ajustado, los activos y los pasivos se deben valorar por su valor de mercado. Por tanto, se deben realizar ajustes cuantitativos, obteniendo con ello el Valor Contable Ajustado o Patrimonio Neto Ajustado por las diferencias de valoración entre los valores contables y de mercado.

En consecuencia, el objetivo de este método no es otro que aproximar el valor contable de una empresa a su valor real, de tal forma que sea posible obtener un valor más ajustado a la realidad que el valor contable, el cual puede presentar distorsiones debido a diferentes factores como la inflación, la obsolescencia de los activos o la existencias de activos ocultos.

En cuanto a la metodología, este método requiere en primer lugar una revisión de los estados financieros de la empresa, con el objetivo de identificar los posibles desajustes entre los valores contables y de mercado de los activos y pasivos de la empresa. En segundo lugar, teniendo en cuenta los desajustes identificados, ajustar a su valor de mercado los activos y pasivos de la empresa, para finalmente, calcular el patrimonio neto ajustado, el cual se obtiene de la diferencia entre los activos y pasivos ajustados a su valor de mercado.

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

5.2 Ajuste propuesto a realizar.

5.2.1 Valor de marca.

Tal y como se ha mencionado en el segundo capítulo, el Grupo Inditex es una familia de varias marcas: Zara, Pull & Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho y Zara Home. Dichas marcas son susceptibles de tener un impacto positivo en el funcionamiento del negocio a través del valor de marca. En esta línea, el valor de marca puede definirse como un activo intangible construido a lo largo del tiempo, el cual representa la percepción, la confianza y la lealtad que los consumidores tienen hacia este.

Por otro lado, también está la cuestión de la diferenciación: en un escenario empresarial lleno de opciones, destacar se ha convertido en un factor diferencial. Cuando los consumidores pueden entender lo que representa una marca, es más probable que la elijan una y otra vez. Por tanto, el valor de una marca es vital para cualquier empresa, ya que afecta la forma en que las personas conciben sus productos o servicios. Cuando una marca tiene un buen valor, se asocia con confiabilidad, calidad y satisfacción, lo que no sólo retiene a los clientes leales sino que también atrae a otros nuevos (CEUPE, n.d).

En línea con lo expuesto, debido a su importancia y a la capacidad de constituir una pieza fundamental del negocio de cualquier empresa, el valor de marca es reconocido como un activo intangible, y suele estar encuadrado en el balance dentro del *goodwill* o fondo de comercio. No obstante, únicamente se reconoce cuando se produce la compraventa de una empresa, y representa la parte del precio de compra que es mayor que la suma del valor razonable de todos los activos y pasivos adquiridos en la operación. Es decir, el fondo de comercio es el valor de la plusvalía que soporta la parte compradora en una operación de adquisición empresarial.

Actualmente, con base en la memoria (2022) del Grupo Inditex, el fondo de comercio está únicamente representado por la adquisición o rescisión de los contratos con las franquicias, y ostenta un valor de 193 millones. En consecuencia, el valor actual de las marcas bajo las que opera el Grupo Inditex no se encuentra reconocido en el fondo de comercio de su balance.

Al objeto de calcular el valor del patrimonio neto ajustado del Grupo Inditex, podría considerarse sumar al valor del patrimonio neto actual el valor de mercado de las marcas pertenecientes al Grupo. De esta forma, sería posible obtener el valor del patrimonio neto ajustado del Grupo Inditex, el cual permitiría acercar la valoración del patrimonio neto de la compañía a un escenario más realista.

5.3 Valoración del Patrimonio Neto Ajustado del Grupo Inditex.

El balance de situación simplificado del Grupo Inditex del ejercicio 2022 es el siguiente:

Cuadros 1 y 2: Balance de situación simplificado del Grupo Inditex correspondiente al ejercicio 2022 (cifras en millones de euros).

| ACTIVO | | PN y PASIVO | |
|--------------------------------|---------------|--------------------------|---------------|
| Tesorería | 5,561 | Proveedores | 6,297 |
| Existencias | 3,191 | Deuda bancaria | 59 |
| Deudores | 851 | Otras deudas a c/p | 1,781 |
| Activos Financieros corrientes | 5,036 | Deuda a l/p | 4,813 |
| Activos fijos | 15,344 | PN | 17,033 |
| <i>Fondo de comercio</i> | <i>193</i> | Total PN y Pasivo | 29,983 |
| Total Activo | 29,983 | | |

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Tal y como reflejan los Cuadros 1 y 2, el valor del patrimonio neto del Grupo Inditex al final del ejercicio 2022 es de 17.033 millones de euros. Una vez determinado el valor actual del patrimonio neto, es posible aplicar el ajuste sugerido en la sección anterior y obtener el valor del patrimonio neto ajustado del Grupo Inditex. Para ello, de acuerdo con lo establecido en el apartado anterior, será necesario obtener el valor de las marcas bajo las que opera el Grupo Inditex.

Según el último informe Kantar BrandZ (2023) “Most Valuable Spanish Brands”, el valor actual de las marcas del Grupo Inditex es el siguiente:

Cuadro 3: Valor de las marcas del Grupo Inditex (cifras en millones de dólares).

| Valor de las Marcas del Grupo Inditex | |
|---------------------------------------|---------------|
| Zara | 18,856 |
| Stradivarius | 1,258 |
| Pull&Bear | 1,353 |
| Massimo Dutti | 1,594 |
| Bershka | 1,383 |
| Oysho | 361 |
| Total | 24,805 |
| USD/EUR a 30/12/2022 | 0.9341 |
| Total (en millones de euros) | 23,170 |

Fuente: Elaboración propia; (pinkermoda, 2023)

Respecto a la marca Oysho, no ha sido posible encontrar su valor de marca, ya que por cifra de facturación es la más pequeña del Grupo y no aparece en el informe simplificado que ofrece Kantar BrandZ. No obstante, de forma muy simplificada se ha tratado de calcular el valor de marca aproximado aplicando una regla de tres relacionando la facturación de Bershka y su valor de marca. Con base en las cuentas anuales de 2022, la facturación de Bershka fue de 2.384 millones de euros. A ese nivel de facturación el valor de marca es de 1.383 millones. La facturación de Oysho fue de 623 millones. Por tanto, aplicando una simple regla de tres, el valor de marca de Oysho debería aproximarse a 361 millones.

Tal y como muestra el Cuadro 3, el valor de las marcas del Grupo Inditex gira en torno a los 23.170 millones de euros. De este modo, el valor del patrimonio neto ajustado se calcularía siguiendo la siguiente fórmula:

Valor del Patrimonio Neto ajustado = Valor del Patrimonio Neto + Valor total de las marcas

Cuadro 4: Cálculo del valor del patrimonio neto ajustado del Grupo Inditex (Cifras en millones de euros).

| Valoración del Patrimonio Neto Ajustado del Grupo Inditex | |
|---|---------------|
| A Patrimonio Neto (ejercicio 2022) | 17,033 |
| B Valor total de las marcas | 23,170 |
| Patrimonio Neto ajustado (A+B) | 40,203 |

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, el valor del Patrimonio Neto ajustado del Grupo Inditex sería de 40.203 millones de euros. Dicha cifra es un 136% mayor respecto al valor del patrimonio neto sin contar con el valor total de las marcas con las que opera el Grupo. Esta conclusión es importante porque indica que el Grupo Inditex tiene una posición muy fuerte en el mercado de la moda. Sus marcas son reconocidas y valoradas por los consumidores de todo el mundo, lo que le permite generar importantes flujos de caja. En esta línea, el Grupo Inditex no solo es valioso por sus activos tangibles, como sus tiendas, sus inventarios o sus inversiones financieras, sino también por sus activos intangibles, como sus marcas.

6. Valoración del Grupo Inditex por el método de descuento de flujos (DFC).

6.1 Objetivos y metodología.

De acuerdo con el método de descuento de flujos, el valor de mercado de un negocio es equivalente al valor actual de los flujos de caja que se espera que el mismo genere en el futuro. La inclusión de este método para el presente trabajo de valoración viene explicada por ser una metodología generalmente aceptada por los analistas e inversores a la hora de analizar distintos tipos de negocio o sociedades, y por su capacidad de capturar mejor que otros métodos la expectativa actual acerca de la capacidad de una sociedad de generar retornos para sus accionistas en el futuro.

Por tanto, en este caso, el objetivo de aplicar esta metodología es estimar el valor actual del Grupo Inditex (enterprise value) en función de los flujos de caja esperados para el horizonte temporal seleccionado. Además, mediante la aplicación de éste método se obtendrá de forma separada la valoración de las acciones del Grupo Inditex (equity value), y se plantearán diversos escenarios a ambas valoraciones.

En cuanto a la metodología, para la elaboración de las proyecciones financieras se procederá al estudio y posterior estimación de cada una de las partidas que componen la cuenta de resultados. Seguidamente, con base en lo anterior, se procederá a la estimación de los flujos de caja en tres escenarios distintos: realista, optimista y pesimista. Posteriormente, se estimará la tasa de descuento adecuada y la tasa de crecimiento esperada, las cuales serán determinantes para el cálculo del valor residual y para descontar los flujos de caja estimados.

Por último, se procederá al cálculo del valor de empresa (enterprise value) y del valor de las acciones del Grupo Inditex (equity value), y se realizará un análisis de sensibilidad para reflejar el impacto que tendrían las posibles variaciones de la tasa de descuento y la tasa de crecimiento esperada en la valoración de la empresa.

6.2 Horizonte temporal.

En términos generales, una empresa opera con pretensión de perpetuidad, es decir, suponiendo que la empresa no tiene una fecha de caducidad concreta. Si tuviera esta fecha límite, sería necesario tener en cuenta su valor de liquidación en esa fecha concreta para calcular su valor actual. Este es el caso, por ejemplo, de una empresa creada para operar una concesión temporal, ya que la empresa se disolverá al finalizar esa concesión.

Por otro lado, si la empresa objeto de valoración no tiene una fecha de finalización concreta, implícitamente se asume que los flujos de efectivo se generarán de forma indefinida. No obstante, dado que no es viable calcular los flujos futuros para siempre, lo razonable es marcar un marco temporal para la valoración. De esta forma, se calcularán los flujos de caja periódicos para el periodo inicial y un valor residual en un momento final.

En esta línea, el horizonte temporal seleccionado para llevar a cabo la presente valoración será de 5 años. Por tanto, se estimarán los flujos de caja desde el año 2023 al 2028, cuya base de elaboración serán las cuentas anuales consolidadas a 31 de enero del 2023, correspondientes al ejercicio del año 2022 (Anexo I).

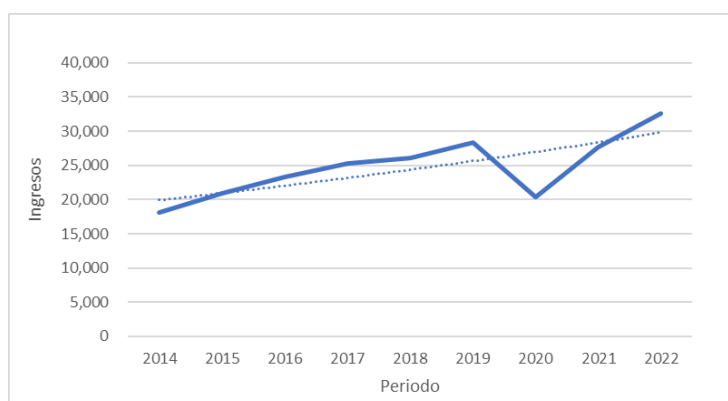
6.3 Proyecciones financieras y establecimiento de escenarios.

6.3.1 Ventas.

La estimación de ventas es un elemento fundamental de las proyecciones financieras, ya que es el punto de partida para todos los demás cálculos. Los ingresos por ventas son el principal generador de efectivo para una empresa, por lo que es importante lograr una estimación precisa de las ventas futuras para poder proyectar adecuadamente el resto de componentes clave para la valoración por el método de descuento de flujos.

El análisis de la evolución histórica de los ingresos del Grupo Inditex muestra una tendencia de crecimiento constante a lo largo de los años, como se puede observar en el Gráfico 1.

Gráfico 1: Evolución histórica de los ingresos del Grupo Inditex (en millones de euros).



Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, como también se puede apreciar en el gráfico, esta tendencia de crecimiento constante fue interrumpida en el año 2020, como consecuencia de la pandemia de COVID-19. La pandemia tuvo un impacto significativo en la economía mundial y, en el ámbito empresarial, provocó grandes disminuciones de ingresos.

En consecuencia, este acontecimiento puede afectar sustancialmente a la estimación de crecimiento de ventas por dos razones. En primer lugar, porque se trata de un hecho puntual en un ejercicio concreto que rompe la dinámica normal del crecimiento de ventas. En segundo lugar, porque el efecto rebote producido en el año posterior tras el levantamiento de las restricciones y la vuelta a la vida normal da lugar a una cifra de crecimiento notablemente superior a la experimentada en los periodos precedentes.

Por ello, resulta conveniente no incluir los años 2020 y 2021 para la estimación de la tasa de crecimiento de ventas, ya que puede inducir a no reflejar con exactitud el crecimiento real del Grupo Inditex. En esta línea, para estimar la tasa de crecimiento de ventas se tomará como referencia la media del crecimiento de ventas de los periodos comprendidos entre 2014 y 2022, sin incluir los relativos al 2020 y 2021.

Teniendo en cuenta lo anterior, la tabla del Anexo II arroja una media de crecimiento de ventas del 10,75% durante los periodos establecidos. En referencia al análisis de la industria de la moda elaborado en el presente trabajo, se trata de un crecimiento superior al esperado mundialmente para la industria de la moda (8,67% CAGR 2023-2028), lo cual no sorprende debido a la amplia ventaja competitiva que otorga entre otros factores, la reputación de las marcas con las que cuenta el Grupo y la flexibilidad de su modelo de negocio, permitiendo una rápida adaptación a las demandas del mercado.

Por otro lado, es preciso mencionar que el Grupo Inditex ha logrado su máximo histórico en cuanto a cifra de ventas en el pasado ejercicio de 2022, lo que junto a su fuerte posición financiera neta de 10.070 millones de euros puede dar lugar a altas tasas de crecimiento para los próximos ejercicios, debido a la capacidad del Grupo de seguir invirtiendo grandes sumas para el crecimiento del negocio. De hecho, para el ejercicio 2024, el Grupo tiene previsto llevar a cabo un plan de inversiones centrado en la mejora de la presencia física y online, la logística y la digitalización. Estas mejoras pueden tener un impacto significativo en el negocio, ya que pueden ayudar a aumentar las ventas, mejorar la experiencia del cliente y reducir costes.

Estos datos justifican el notable potencial de crecimiento que ostenta a día de hoy el Grupo Inditex. No obstante, conviene tener en cuenta el posible escenario de recesión

económica para el año 2024. En esta línea, el reciente informe sobre las perspectivas económicas para 2024 de Fidelity International (Ahmed, 2023) sostiene que la probabilidad de recesión cíclica en Estados Unidos es del 60%, y sobre Europa señala que los signos de recesión son todavía más evidentes. El informe también afirma que la inflación ha empezado a caer, pero los tipos de interés se mantendrán más altos durante más tiempo, lo que potencialmente puede dar lugar a una ralentización de la economía.

Teniendo en cuenta lo argumentado, desde una posición conservadora y realista se puede justificar la determinación de la tasa de crecimiento de ventas para los periodos proyectados (2023-2028) en el 9% anual. De este modo, el volumen de ventas estimado para los próximos 5 periodos será el siguiente:

Tabla 1: Estimación de la cifra de ventas (2023-2028).

| Periodo | Estimación | |
|---------|------------------------------|---------------------------|
| | Ventas (en millones de €) | Crecimiento (realista) |
| 2023 | 35,500 | 9.00% |
| 2024 | 38,695 | 9.00% |
| 2025 | 42,178 | 9.00% |
| 2026 | 45,974 | 9.00% |
| 2027 | 50,111 | 9.00% |
| 2028 | 54,621 | 9.00% |

Fuente: Elaboración propia.

6.3.2 Coste de las mercancías y gastos de explotación.

6.3.2.1 Coste de las mercancías.

En el Grupo Inditex, los aprovisionamientos incluyen esencialmente los importes correspondientes a la compra o fabricación por terceros de productos destinados a la venta o a su transformación, así como otros gastos directos relacionados con la adquisición de mercancías. Todo ello junto a la variación de existencias y provisiones da lugar al coste de la mercancía.

El Anexo III muestra la evolución histórica de los costes de mercancía del Grupo Inditex, donde es posible observar que la desviación típica de los porcentajes de dichos costes sobre las ventas es realmente baja. Por tanto, se puede concluir que los datos son muy homogéneos y que tienden a estar agrupados cerca de su media, y por ello, resulta razonable aplicar sobre las ventas estimadas un porcentaje del 43% para obtener la estimación de los costes de la mercancía de los próximos 5 años. De este modo, la estimación de los costes de la mercancías es la siguiente:

Tabla 2: Estimación de los costes de mercancía (2023-2028).

| Periodo | Estimación | | |
|---------|------------------------------|---|------------------------------|
| | Ventas (en millones de €) | Coste de la mercancía (en millones de €) | % sobre ventas (realista) |
| 2023 | 35,500 | (15,311) | 43% |
| 2024 | 38,695 | (16,689) | 43% |
| 2025 | 42,178 | (18,191) | 43% |
| 2026 | 45,974 | (19,828) | 43% |
| 2027 | 50,111 | (21,613) | 43% |
| 2028 | 54,621 | (23,558) | 43% |

Fuente: Elaboración propia.

6.3.2.2 Gastos de explotación.

Respecto a los gastos de explotación, el Grupo Inditex engloba tres componentes: gastos de personal, arrendamientos operativos y otros gastos operativos. Todos estos gastos presentan un componente fijo y otro variable. Tal y como se observa en el Anexo IV, la relación que existe entre estos gastos y el volumen de ventas revela que el componente variable es elevado, debido a que en los tres apartados de gastos la ratio respecto a las ventas es relativamente estable, ya que presentan desviaciones típicas muy bajas.

En este caso, como se puede observar, para la estimación de los gastos de explotación se ha utilizado un horizonte temporal más reducido (2019-2022), puesto que, en este caso, la información más antigua tiene menos relevancia para las estimaciones de las partidas que componen los gastos de explotación. Por ejemplo, los gastos de personal están sujetos a los cambios en la regulación laboral, la cual suele variar en horizontes temporales cortos. Sobre todo, lo referido a subidas o actualizaciones salariales, cotizaciones sociales, etc.

En línea con lo expuesto, y dada la homogeneidad de los datos que aparecen en el Anexo IV, resulta razonable aplicar la media del porcentaje sobre ventas de los últimos 4 periodos para estimar el gasto en cada una de las partidas que componen los gastos de explotación. Por tanto, la estimación de los gastos de explotación para los próximos cinco periodos será la siguiente:

Tabla 3: Estimación de los gastos de personal, arrendamientos operativos y otros gastos operativos (2023-2028).

| Periodo | Estimación | | | | | | |
|---------|------------------------------|--|----------------|---|----------------|---|----------------|
| | Ventas (en millones de €) | Gastos de personal (en millones de €) | % sobre ventas | Arrendamientos operativos (en millones de €) | % sobre ventas | Otros gastos operativos (en millones de €) | % sobre ventas |
| 2023 | 35,500 | (5,492) | 15% | (697) | 2% | (4,779) | 13% |
| 2024 | 38,695 | (5,986) | 15% | (760) | 2% | (5,209) | 13% |
| 2025 | 42,178 | (6,525) | 15% | (828) | 2% | (5,678) | 13% |
| 2026 | 45,974 | (7,112) | 15% | (903) | 2% | (6,189) | 13% |
| 2027 | 50,111 | (7,752) | 15% | (984) | 2% | (6,746) | 13% |
| 2028 | 54,621 | (8,450) | 15% | (1,073) | 2% | (7,353) | 13% |

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4: Estimación de los gastos de explotación totales (2023-2028).

| Estimación | |
|------------|---|
| Periodo | Gastos de explotación (en millones de €) |
| 2023 | (10,968) |
| 2024 | (11,955) |
| 2025 | (13,031) |
| 2026 | (14,204) |
| 2027 | (15,482) |
| 2028 | (16,875) |

Fuente: Elaboración propia.

6.3.3 Inversión en inmovilizado y gasto por amortizaciones.

6.3.3.1 Inversión en inmovilizado.

El desarrollo de la actividad empresarial requiere efectuar inversiones de inmovilizado que permitan dotar a la empresa de la capacidad productiva necesaria para mantener el ritmo de crecimiento y poder satisfacer la demanda de sus productos. Estas inversiones se caracterizan por tener una vida útil, durante la cual dichas inversiones se van deteriorando y perdiendo valor, generalmente por el uso. Por esta razón, se permite a las empresas reflejar ese desgaste y depreciación a través de las amortizaciones, las cuales suponen un gasto contable para la empresa.

En esta línea, las inversiones de inmovilizado afectan a los ingresos futuros de la compañía, ya que dichas inversiones se realizan, en principio, con el objetivo de generar ingresos adicionales. Por otro lado, estas inversiones afectan también a los gastos futuros de la empresa, como los gastos de mantenimiento y amortización. Por tanto, las inversiones de inmovilizado cumplen un papel relevante en el método de DFC, ya que tienen un impacto significativo en los flujos de caja futuros de una empresa.

El inmovilizado material del Grupo Inditex está compuesto principalmente por terrenos y construcciones, instalaciones, mobiliario y maquinaria, inmovilizado en curso y otro inmovilizado material. En cuanto al inmovilizado intangible, éste se divide en derechos de uso de arrendamiento, propiedad industrial, aplicaciones informáticas y otro inmovilizado intangible.

El Anexo V muestra la evolución histórica de las amortizaciones e inversiones de inmovilizado durante dicho periodo. Se puede apreciar que el nivel de inversiones no es creciente, ya que hay periodos que reflejan una cifra de inversiones menor al precedente. Por tanto, resulta complejo detectar la existencia de una relación directa entre las inversiones de inmovilizado y la cifra de ventas, ya que esta última sí que ha mantenido un ritmo creciente a lo largo de los años, a excepción del año de la pandemia.

Para la estimación de las necesidades de inversión del Grupo Inditex se tendrán en cuenta las inversiones realizadas entre los periodos 2015-2022. Debido a la dificultad de apreciar una relación directa entre la cifra de ventas y las inversiones realizadas en cada periodo, las inversiones estimadas tomarán el valor medio de las inversiones, excluida la del ejercicio 2020, ya que debido a la pandemia no se refleja con realidad el nivel de inversiones que el Grupo Inditex acostumbra a realizar en cada periodo. Por tanto, para cada uno de los periodos proyectados las inversiones en inmovilizado serán de 1.434 millones de euros.

6.3.3.2 Gastos de amortización.

Por otro lado, la estimación de las inversiones de inmovilizado juega un papel determinante para la proyección posterior de las amortizaciones futuras. Una vez fijada la estimación de inversiones anual para los periodos proyectados, es posible calcular el futuro gasto por amortización que tendrá lugar en cada periodo. Para ello, resulta necesario determinar la vida útil y el valor contable de los elementos del inmovilizado material e intangible.

Tabla 5: Información sobre el inmovilizado en el año 2022.

| Información sobre inmovilizado | 2022 |
|-----------------------------------|-------------|
| Total coste del inmovilizado | 13,311 |
| Gastos de amortización | 2,899 |
| Vida útil estimada media | 4.59 |
| Coste del inmovilizado intangible | 5,720 |
| Coste del inmovilizado material | 7,591 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Debido a la imposibilidad de conocer el valor bruto contable (coste de adquisición) y la vida útil de cada uno de los activos que componen el inmovilizado del Grupo Inditex, para la estimación de las amortizaciones se tomará como base la vida útil estimada del periodo 2022. En este sentido, la Tabla 5 muestra el valor contable del inmovilizado del Grupo Inditex y los gastos de amortización correspondientes al ejercicio 2022. De estos datos, es posible estimar una vida útil media de 4.59 años. Por tanto, el cálculo de las amortizaciones para los periodos proyectados es el siguiente:

Tabla 6: Cálculo de amortizaciones (2023-2028).

| Periodo | Total inmovilizado (en millones de €) | Inversiones (en millones de €) | Valor amortizable (en millones de €) | Amortización (en millones de €) |
|-------------|--|-----------------------------------|---|------------------------------------|
| 2022 | 11,896 | 1,415 | 13,311 | 2,899 |
| 2023 | 13,311 | 1,434 | 14,745 | 3,211 |
| 2024 | 14,745 | 1,434 | 16,178 | 3,523 |
| 2025 | 16,178 | 1,434 | 17,612 | 3,836 |
| 2026 | 17,612 | 1,434 | 19,046 | 4,148 |
| 2027 | 19,046 | 1,434 | 20,480 | 4,460 |
| 2028 | 20,480 | 1,434 | 21,913 | 4,772 |

Valor amortizable = Total Inmovilizado - Inmovilizado Amortizado + Inversiones

Fuente: Elaboración propia.

6.3.4 Capital circulante.

Una vez estimadas las necesidades de inversión en activos inmovilizados, para el cálculo del flujo efectivo es necesario también estimar el movimiento de efectivo generado como consecuencia del impacto de la actividad en el capital circulante, ya que los flujos de ingresos y gastos que forman el EBITDA generan unas necesidades operativas de funcionamiento, y éstas se calculan a partir de las variaciones del capital circulante.

Para la proyección de las variaciones del capital circulante (CC) se partirá de la evolución histórica del capital circulante del Grupo Inditex, calculado según la siguiente fórmula:

$$CC = \text{Existencias} + \text{Deudores} + \text{Otros activos corrientes} - \text{Acreedores comerciales}$$

Como se muestra en el Anexo VI, el capital circulante del Grupo Inditex suele ser negativo, lo que denota que la actividad productiva es altamente financiada por sus acreedores comerciales. Aunque podría tratarse de una situación preocupante, no lo es por dos razones principales. Por un lado, tal y como se afirma en la memoria (2022), el Grupo no tiene concentraciones significativas de riesgo de crédito, al tener políticas para asegurar las ventas a franquicias, y constituir la venta al por menor la inmensa mayoría de la cifra de negocios, realizándose el cobro, fundamentalmente, en efectivo o por medio de tarjetas de crédito. Por otro lado, el Grupo Inditex cuenta con una posición financiera neta muy sólida, al disponer de una gran cantidad de efectivo y equivalentes y no precisar apenas de apalancamiento financiero.

Por otro lado, el Anexo VI muestra que el capital circulante se ha mantenido durante los pasados periodos en una media del -7% de las ventas. Por tanto, para determinar los niveles futuros de capital circulante se tendrán en cuenta los niveles históricos y se aplicará la media obtenida, ya que la baja desviación típica permite estimar con cierta certeza que el capital circulante evolucionará en torno dicha cifra. Una vez obtenidas las proyecciones de capital circulante, será posible calcular la variación del capital circulante estimada para cada uno de los periodos estimados. De este modo, los cálculos obtenidos son los siguientes:

Tabla 7: Estimación de la variación del capital circulante (2023-2028).

| Periodo | Estimación | | | |
|---------|------------------------------|--|----------------|--|
| | Ventas (en millones de €) | Capital Circulante (en millones de €) | % sobre ventas | Variación del capital circulante (en millones de €) |
| 2023 | 35,500 | (2,408) | -7% | (238) |
| 2024 | 38,695 | (2,624) | -7% | (217) |
| 2025 | 42,178 | (2,861) | -7% | (236) |
| 2026 | 45,974 | (3,118) | -7% | (257) |
| 2027 | 50,111 | (3,399) | -7% | (281) |
| 2028 | 54,621 | (3,705) | -7% | (306) |

Fuente: Elaboración propia.

6.3.5 Tipo impositivo.

Para determinar el tipo impositivo aplicable a las proyecciones estimadas se tendrá en cuenta la evolución histórica del tipo efectivo al que el Grupo Inditex ha pagado el impuesto de sociedades. Como muestra el Anexo VII, el tipo efectivo apenas ha sufrido variaciones durante los periodos que se muestran, arrojando una media de 22.23% y una desviación típica del 0.5%. La baja volatilidad del tipo efectivo puede darse debido a que el Grupo Inditex ha venido registrando un crecimiento constante de sus ventas y beneficios durante muchos años y por tanto no ha incurrido en pérdidas y no puede aplicar deducciones por pérdidas a compensar, las cuales reducirían el tipo efectivo.

En cuanto al tipo efectivo que será de aplicación a los flujos, desde una posición realista, aunque la media arroja un resultado bastante fiable debido a la baja desviación típica, resulta razonable aplicar a las proyecciones el tipo impositivo del 22.60%, ya que se ha repetido de forma idéntica en los dos últimos ejercicios y por tanto se puede estimar que para los próximos años rondará sobre esa cifra.

6.4 Valor de la empresa (*enterprise value*).

6.4.1 Determinación de la tasa de descuento.

Uno de los principales pasos para calcular el valor de una empresa utilizando el método de descuento de flujos de caja es determinar la tasa de descuento, considerando que pequeños cambios en la tasa de descuento pueden tener un impacto significativo en la valoración de la empresa, ya que ésta se usa para calcular el valor actual de los flujos libres de la empresa.

La tasa de descuento a aplicar vendrá determinada por el cálculo del coste del capital o coste asociado a las distintas fuentes de financiación de la empresa. Estos costes representan en realidad las rentabilidades exigidas por los proveedores de recursos financieros y se fijan teniendo en cuenta el coste de oportunidad de otras inversiones. Por tanto, el coste del capital estimado para calcular la tasa de descuento debe representar una media ponderada del coste de las diferentes fuentes de financiación de la empresa, estar ajustado al riesgo de cada proveedor de fondos y ser calculado teniendo en cuenta el efecto impositivo.

Antes de proceder con el cálculo de la tasa de descuento, es importante mencionar que la tasa de descuento no va a ser la misma para calcular el valor de la empresa y el valor de las acciones de la empresa. Por tanto, se calculará de forma separada en cada apartado. De este modo, la tasa de descuento que será de aplicación para calcular el valor del Grupo Inditex será el coste medio ponderado de capital (WACC), que viene determinado por la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e \frac{PN}{PN + Deudas} + K_d(1 - t) \frac{Deudas}{Deudas + PN}$$

Donde:

K_e : coste de los recursos propios.

K_d : coste de los recursos ajenos.

PN: patrimonio neto de la empresa.

Deudas: deuda de la empresa (con coste).

t: tipo impositivo.

Por tanto, el WACC es un promedio ponderado de cada fuente de financiación con la que cuenta la empresa. Sin embargo, para calcular correctamente la fórmula anterior, es necesario calcular en detalle cada componente que la compone, es decir, el coste de los recursos propios y el coste de los recursos ajenos, ambos en relación al volumen de recursos propios y ajenos con los que cuenta la empresa. A continuación se analizarán cada uno de estos componentes.

6.4.1.1 Estructura financiera.

El análisis de la estructura financiera ayuda a comprender de qué forma se financia principalmente la empresa, ya que a través de este análisis se puede conocer qué porcentaje de recursos con los que se financia la empresa son propios y cuáles son ajenos. Para determinar la estructura financiera del Grupo Inditex se tendrá en cuenta el patrimonio neto del Grupo (recursos propios) y aquellas deudas del Grupo que impliquen un coste. En este caso, las únicas deudas que ostenta el Grupo y que acarrearán consigo un gasto financiero son la deuda financiera y los pasivos por arrendamiento. De este modo, la evolución de la estructura financiera del Grupo Inditex es la siguiente:

Tabla 8: Evolución de la estructura financiera (2019-2022).

| Estructura financiera | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|-------|
| Grupo Inditex | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Media |
| Recursos propios | 68% | 70% | 73% | 76% | 72% |
| Recursos ajenos | 32% | 30% | 27% | 24% | 28% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

La Tabla 8 muestra una tendencia en el Grupo Inditex de financiación mayoritariamente mediante recursos propios, lo cual es razonable teniendo en cuenta el nivel de reservas con el que cuenta el Grupo, gracias a los beneficios constantes que a lo largo de los años viene registrando mediante el desempeño de su propia actividad. Dada la dificultad de predecir la evolución de la composición de los recursos propios y ajenos, debido a que éstos pueden reducirse o aumentar ante escenarios inesperados como la pandemia o la guerra, para el cálculo del WACC se tomará como referencia la media alcanzada en los pasados cuatro ejercicios, ya que representa de forma realista la tendencia con la que el Grupo Inditex se viene financiando durante los pasados tres ejercicios.

6.4.1.2 Coste del endeudamiento.

El coste del endeudamiento o coste de los recursos ajenos (K_d) está generado por los gastos financieros a los que debe hacer frente la empresa y se calcula como el porcentaje de dichos gastos financieros sobre la totalidad de pasivo con coste. Como se ha precisado anteriormente, los únicos pasivos con coste para el Grupo Inditex son la deuda financiera y los pasivos por arrendamiento. Sin embargo, gran parte de los gastos financieros totales del Grupo proviene de las diferencias de cambio netas, las cuales provienen principalmente de las diferencias producidas en las divisas con las que opera el Grupo. En este sentido, para el cálculo del ratio del coste de endeudamiento no se tendrán en cuenta dichos gastos.

Tabla 9: Evolución histórica del ratio de endeudamiento (2019-2022).

| Cálculo del coste del endeudamiento | | | | | |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Período | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Media |
| Gastos financieros | 156 | 128 | 113 | 144 | 135 |
| Deuda con coste | 6,890 | 6,192 | 5,882 | 5,500 | 6,116 |
| Coste de la deuda | 2.26% | 2.07% | 1.92% | 2.45% | 2.18% |
| Coste * (1-t) | | | | | 1.68% |
| Tipo efectivo | | | | | 22.60% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

La Tabla 9 muestra la evolución de los gastos financieros provenientes de la deuda con coste del Grupo Inditex. En cuanto a la estimación del coste de endeudamiento, el promedio calculado podría resultar fiable. No obstante, es preciso tener en cuenta la imposibilidad de conocer los tipos de interés reales que paga el Grupo Inditex por cada fuente de financiación. Además, es importante tener en cuenta el horizonte temporal para el cual se realiza la presente estimación. En este sentido, dado que los flujos se proyectan desde año 2023 hasta el año 2028, es necesario asignar el coste de los recursos ajenos de acuerdo con las

previsiones respecto de los tipos de interés que marcan el coste de financiación de las empresas para dicho periodo de tiempo.

En esta línea, dada la situación actual de política monetaria respecto a los tipos de interés no es realista mantener un coste de los recursos ajenos del 2.18% como sugiere el promedio que ha estado pagando el Grupo Inditex durante los pasados cuatro ejercicios, ya que debido a la altas cuotas de inflación que surgieron a partir de la guerra entre Rusia y Ucrania las principales instituciones de política monetaria del mundo han realizado subidas de tipos de interés para frenar la economía y contener el crecimiento de la inflación. Esto ha contribuido al encarecimiento de los préstamos, lo que ha dificultado a las empresas y a los hogares acceder al crédito.

De este modo, según el Boletín Estadístico del Banco de España, el tipo sintético para préstamos y créditos concedidos a sociedades no financieras en Enero de 2023 fue del 4,42% y el último que ha sido reportado hasta la fecha actual del presente trabajo de valoración corresponde al mes de Noviembre, y ha sido del 5,59% (BdE, 2023). No obstante, como se ha mencionado en el párrafo anterior, es preciso tener en cuenta el horizonte temporal de valoración para determinar el coste de los recursos ajenos aplicable al cálculo del WACC.

Para estimar el coste de los recursos ajenos, se tomará como referencia las estimaciones sobre el Euríbor a 3 meses, ya que es el se utiliza como referencia para la reprecación del crédito a empresas. En este sentido, CaixaBank estima que el Euríbor a 3 meses será del 2,94% en 2024 y del 2,40% en 2025 (CaixaBank Research, 2024). Por otro lado, Bankinter sostiene que el Euríbor a 3 meses será del 3,50% en 2024 y del 3,00% en 2025 (Bankinter, 2023). Además, se estima que no se alcanzará la inflación objetivo hasta finales del año 2026, por tanto, es de esperar que los tipos de interés comiencen a bajar a partir del segundo trimestre de 2024, pero de forma lenta y sostenida en el tiempo.

Teniendo en cuenta que para el cálculo del tipo de interés para préstamos y créditos a empresas es preciso añadir a las estimaciones del Euríbor a 3 meses el diferencial y un segundo tramo que se determina en función de la rentabilidad financiera de la empresa, es de esperar que para el Grupo Inditex el tipo de interés para créditos y préstamos se encuentre en torno al 4% de media durante el horizonte temporal proyectado (2023-2028). Por ello, el coste de los recursos ajenos (Kd) para el cálculo del WACC será del 4%.

6.4.1.3 Coste de los recursos propios.

Para el cálculo del coste de los recursos propios (Ke) existen diversos métodos, como el CAPM, la ratio de Sharpe o la rentabilidad financiera (ROE). En el presente caso se va a utilizar el CAPM para calcular el coste de los recursos propios. El CAPM es un modelo de valoración de activos financieros que permite calcular la tasa de retorno de un activo financiero en función del riesgo asumido. Este modelo mide la relación entre el riesgo de invertir en un activo determinado y la rentabilidad esperada del mismo, y dicha relación se toma en consideración para fijar el precio de un activo financiero (UNIR, 2022). La fórmula del CAPM para el cálculo de los recursos propios es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Donde:

Ke: es la tasa de rentabilidad esperada de un activo concreto.

Rf: es la rentabilidad esperada de un activo sin riesgo.

β : es el riesgo sistemático.

R_m : es la tasa de rentabilidad esperada del mercado en que cotiza el activo.

A continuación, se procederá a determinar cada uno de los componentes de la fórmula para el cálculo:

Determinación de la rentabilidad esperada de un activo sin riesgo (R_f)

Un activo libre de riesgo es aquel en el que no se producirá diferencia entre el rendimiento esperado y el realmente obtenido. Las condiciones que ha de reunir un activo para adquirir tal condición son: ausencia de riesgo de insolvencia del emisor de dicho activo y ausencia de incertidumbre en relación con los flujos esperados del activo. Por tanto, los activos que suelen utilizarse para determinar la tasa libre de riesgo son las letras del Tesoro a 1 año, Deuda pública a 10 años y Deuda Pública a plazos superiores a 10 años. Para el presente caso se utilizará el rendimiento del bono español a 10 años, que a 30 de diciembre de 2022 fue del 3.66% (datosmacro, 2023).

Determinación de la rentabilidad esperada del mercado (R_m)

El Grupo Inditex forma parte de índices bursátiles como el Ibex 35, el FTSE Eurotop 100 y el Eurostoxx 600. Determinar la rentabilidad esperada de dichos mercados es una actividad compleja debido a la gran subjetividad y diversidad de posturas y criterios. De una forma simplificada, se puede hacer uso de la evolución de la rentabilidad histórica de dichos índices o de las expectativas de rentabilidad de los analistas. Tomando como referencia el Ibex 35, de acuerdo con las previsiones de los analistas de Bankinter (2023), se espera una rentabilidad del 14.40% para el año 2024.

No obstante, si atendemos a la evolución histórica del índice, incluyendo dividendos, la rentabilidad anual media desde el año 2009 ha sido del 8% (Escribano, 2022). Por tanto, teniendo en cuenta ambas perspectivas, desde un escenario más conservador conviene hacer uso de la rentabilidad histórica. En consecuencia, la rentabilidad esperada del mercado (R_m) para el cálculo del coste de los recursos propios (K_e) será del 8%.

Determinación del riesgo sistemático (β)

El parámetro β muestra la sensibilidad de la rentabilidad de una acción respecto a movimientos del mercado y representa el riesgo que no puede eliminarse con la diversificación, al ser derivado de circunstancias propias del conjunto de la economía y que, generalmente, afectan a todos los negocios (Márquez, 2017).

De acuerdo con el informe de Infront Analytics (2024), la beta desapalancada del Grupo Inditex es de 1.11, lo que denota que el riesgo de la compañía es ligeramente superior al riesgo medio del mercado.

6.4.1.4 Cálculo del coste de los recursos propios bajo el modelo CAPM.

Tras la determinación de los parámetros que componen la fórmula del modelo CAPM, el cálculo del coste de los recursos propios (K_e) es el siguiente:

Tabla 10: Cálculo del coste de los recursos propios (K_e).

| Coste de los recursos propios (Ke) | |
|------------------------------------|-------|
| Rf | 3.66% |
| β | 1.11 |
| Rm | 8% |
| Ke | 8.48% |

Fuente: Elaboración propia.

6.4.1.5 Cálculo de la tasa de descuento.

Finalmente, tras el cálculo de todos los componentes de la tasa de descuento (WACC), es posible proceder a su cálculo:

Tabla 11: Cálculo de la tasa de descuento.

| Cálculo de la tasa de descuento (WACC) | | |
|--|-------|-------|
| Ke | Kd | WACC |
| 8.48% | 4.00% | 6.96% |

Fuente: Elaboración propia

6.4.2 Proyección de los flujos de caja libres (FCF).

Tras haber estimado individualmente cada una de las partidas que componen la cuenta de resultados del Grupo Inditex, a continuación se obtendrán los flujos de caja libres para el horizonte temporal escogido. Para ello, se tendrán en cuenta varios escenarios, que serán de utilidad para obtener una visión más completa del valor de la empresa y reducir la incertidumbre en la valoración.

6.4.2.1 Escenario realista.

El escenario realista es sobre el que se han ido estimando cada una de las partidas de la cuenta de resultados del Grupo Inditex en el apartado relativo a las proyecciones financieras. De este modo, la proyección de los flujos de caja libres es la siguiente:

Tabla 12: Proyección de los flujos de caja libres bajo un escenario realista (2023-2028)

| Cuentas de resultados (cifras en millones de euros) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 35,500 | 38,695 | 42,178 | 45,974 | 50,111 | 54,621 |
| Coste de las mercancías | (15,311) | (16,689) | (18,191) | (19,828) | (21,613) | (23,558) |
| MARGEN BRUTO | 20,189 | 22,006 | 23,987 | 26,146 | 28,499 | 31,064 |
| Gasto de explotación | (10,968) | (11,955) | (13,031) | (14,204) | (15,482) | (16,875) |
| EBITDA | 9,222 | 10,052 | 10,956 | 11,942 | 13,017 | 14,189 |
| Amortizaciones | (3,211) | (3,523) | (3,836) | (4,148) | (4,460) | (4,772) |
| EBIT | 6,010 | 6,528 | 7,120 | 7,794 | 8,557 | 9,416 |
| Gasto por impuesto sobre el beneficio | (1,358) | (1,475) | (1,609) | (1,762) | (1,934) | (2,128) |
| Resultado de explotación después de impuestos | 4,652 | 5,053 | 5,511 | 6,033 | 6,623 | 7,288 |
| EBITDA después de impuestos | 7,863 | 8,576 | 9,347 | 10,181 | 11,083 | 12,060 |
| Variación del capital circulante | (238) | (217) | (236) | (257) | (281) | (306) |
| Inversiones de inmovilizado | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) |
| Flujo de Caja Libre | 6,192 | 6,926 | 7,677 | 8,489 | 9,369 | 10,321 |

Fuente: Elaboración propia.

6.4.2.2 Escenario optimista.

Bajo un escenario optimista, se estimará que las ventas crecerán al mismo ritmo que lo han hecho históricamente. En esta línea, se utilizará la media del crecimiento de ventas obtenida en el Anexo II, cuya cifra es del 10.75%.

En cuanto a los costes de la mercancía, al haber aumentado la estimación de ventas se entiende que serán mayores. No obstante, desde un escenario optimista se podría esperar que el Grupo Inditex baje el porcentaje de dicho coste sobre ventas en un 1%, pasando a ser el coste de las mercancías un 42% de la cifra de ventas.

Respecto a los gastos de explotación, se considerará que el Grupo Inditex será capaz de aumentar la productividad a través de sus inversiones de inmovilizado, siendo posible prescindir de un número significativo de puestos de trabajo, lo cual hará posible bajar en un 1% los gastos de personal, pasando a representar un 14% de las ventas. Por otro lado, se considerará que el Grupo será capaz de optimizar de forma más eficiente sus costes pertenecientes a otros gastos operativos, y gracias a ello podrá reducir un 2% dichos gastos, pasando a representar un 11% de las ventas.

En cuanto a las inversiones de inmovilizado, se considerará que seguirán la misma tendencia que en el escenario realista, es decir, que el Grupo será capaz de sostener un mayor ritmo de crecimiento con la misma inversión en activos fijos afectos a la actividad productiva. Por tanto, las amortizaciones tampoco variarán bajo este escenario. Sin embargo, el capital circulante sí que variará debido al incremento esperado de las ventas.

Por último, el tipo impositivo seguirá siendo del 22.60%. Tomando en consideración dichas previsiones, el Anexo VIII muestra el cálculo de la proyección de los flujos libres de caja.

6.4.2.3 Escenario pesimista.

En relación con el escenario pesimista, se estimará que a partir del año 2024 se producirá una ralentización mundial de la economía que desembocará en una fase recesión económica que afectará severamente al sector de consumo. Por tanto, la industria de la venta minorista de ropa en la que opera el Grupo Inditex sufrirá un pequeño enfriamiento, de tal forma que el grupo crecerá a un ritmo del 7% anual, que representa un 2% menos que lo esperado en el escenario realista y un 3.75% menos que lo esperado en el escenario optimista.

En cuanto a los costes de la mercancía, al haber disminuido la estimación de ventas, serán menores. No obstante, debido a la fase de recesión económica, muchos proveedores se verían obligados a cerrar, provocando una reducción global del número de proveedores que ofrecen las materias primas que precisa el Grupo Inditex. Esta reducción de oferta, otorgaría un mayor poder de negociación a los proveedores que se mantengan en el mercado, lo que supondría un aumento de los costes de mercancía. Por ello, se estima que los costes de mercancía serán el 45% de las ventas.

Respecto a los gastos de explotación, se considerará que el Grupo aumentará los salarios de sus trabajadores, debido al creciente aumento de los costes de vida. Por tanto bajo este escenario, los gastos de personal serán el 16% de las ventas. En cuanto a los gastos por arrendamiento operativo, éstos aumentarán en un 1.5%, y los costes provenientes de otros gastos operativos aumentarán en un 2% sobre la cifra de ventas.

En cuanto a las inversiones de inmovilizado, se considerará que seguirán la misma tendencia que en el escenario realista, es decir, que debido a la fase de recesión económica, el Grupo no será capaz de aumentar el ritmo de crecimiento con la misma inversión en activos productivos considerada en los anteriores escenarios. Por tanto, las amortizaciones tampoco variarán bajo este escenario. Sin embargo, el capital circulante sí que variará debido a la disminución esperada de las ventas.

En último lugar, el tipo impositivo seguirá siendo del 22.60%. Tomando en consideración dichas previsiones, el Anexo IX muestra el cálculo de la proyección de los flujos libres de caja.

6.4.3 Valor residual.

Una vez calculados los flujos libres de caja es posible proceder a calcular el valor residual, el cual representa el importe del valor actual de los flujos libres de caja estimados a perpetuidad, considerados como sostenibles en el tiempo, ya que se estima que más allá del horizonte temporal seleccionado para la valoración, el Grupo Inditex continuará generando flujos mediante la realización de su actividad productiva a lo largo de los años. Para el cálculo del valor residual se hará uso de la siguiente fórmula:

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

Donde:

k: tasa de descuento

g: crecimiento a perpetuidad esperado

n: último año proyectado

Por tanto, para poder calcular el valor residual será preciso determinar la tasa de crecimiento a perpetuidad esperada para el Grupo Inditex. Se asume que una empresa crecerá a dicha tasa de crecimiento a perpetuidad cuando alcance la fase de maduración. Por tanto, la tasa de crecimiento esperado (g) no deberá en condiciones normales ser superior al crecimiento esperado de la economía, puesto que es lógico suponer que un negocio no puede sostener a perpetuidad crecimientos superiores al del mercado.

En esta línea, según “Congressional Budget Office” de Estados Unidos (2023), se prevé que durante el periodo 2028-2033 la producción potencial de la economía crezca mucho más despacio, por término medio, que en la segunda mitad del siglo XX, debido principalmente a una ralentización a largo plazo del crecimiento de la población activa, así como a un crecimiento más lento de la productividad. Por tanto, estiman que potencialmente la economía mundial crecerá a una tasa del 1.8% durante el periodo 2028-2033.

Con base en esta información, desde un punto de vista neutro se puede estimar que la tasa de crecimiento a perpetuidad para el Grupo Inditex será del 2%. De este modo, tomando en consideración la tasa de descuento obtenida y la tasa de crecimiento esperado, el valor residual del Grupo Inditex es el siguiente:

Tabla 13: Cálculo del Valor residual.

| Valor residual (en millones de euros) | | |
|---------------------------------------|--------------------|---------------------|
| Escenario optimista | Escenario realista | Escenario pesimista |
| 286,447 | 212,449 | 159,847 |

$k = 6.96\%$; $g = 2\%$

Fuente: Elaboración propia.

6.4.4 Valor de la empresa.

Finalmente, para el cálculo del valor final de la empresa, será necesario sumar el valor de los flujos libres de caja descontados y el valor residual, y posteriormente, sumar el valor de los activos no afectos a la explotación. En el caso del Grupo Inditex, los activos no afectos a explotación son los correspondientes a las partidas de efectivo y equivalentes y las inversiones financieras del Grupo. La cifra de dichas partidas en conjunto asciende a 10.083 millones de euros. De este modo, el valor de empresa es el siguiente:

Tabla 14: Valor de empresa del Grupo Inditex.

| Valor de empresa del Grupo Inditex (en millones de euros) | | |
|---|--------------------|---------------------|
| Escenario optimista | Escenario realista | Escenario pesimista |
| 268,010 | 202,660 | 156,195 |

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, es posible concluir que el valor de empresa del Grupo Inditex teniendo en cuenta los escenarios previstos podría encontrarse entre 156.195 millones de euros y 268.010 millones de euros.

6.4.4.1 Análisis de sensibilidad.

El método del descuento de flujos de caja es un método objetivo para valorar empresas. No obstante, contiene un elevado componente subjetivo, ya que requiere la estimación de los flujos de caja futuros de la empresa y la determinación de la tasa de descuento aplicable y la tasa de crecimiento a perpetuidad. Estos dos últimos componentes son los que más subjetividad tienen en la valoración, y además, los que más afectan a ella.

La determinación de dichos componentes depende esencialmente de las perspectivas y visión que cada uno pueda tener acerca de la empresa a valorar durante el horizonte temporal establecido. Por ello, resulta importante efectuar un análisis de sensibilidad que refleje las posibles variaciones del valor de la empresa ante los cambios en las tasas de descuento y de crecimiento a perpetuidad esperadas.

De este modo, el valor de empresa del Grupo Inditex en un escenario realista podría sufrir las siguientes variaciones ante cambios en las tasas de descuento y de crecimiento:

Tabla 15: Análisis de sensibilidad del valor de empresa en el escenario realista (cifras en millones de euros).

| | | Tasa de crecimiento a perpetuidad | | | | |
|------|-------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | 1% | 1.5% | 2% | 2.5% | 3% |
| WACC | 7.96% | 152,124 | 169,871 | 194,781 | 232,288 | 295,179 |
| | 7.46% | 155,006 | 173,171 | 198,667 | 237,056 | 301,425 |
| | 6.96% | 157,968 | 176,562 | 202,660 | 241,955 | 307,845 |
| | 6.46% | 161,011 | 180,046 | 206,763 | 246,991 | 314,445 |
| | 5.96% | 164,138 | 183,626 | 210,981 | 252,168 | 321,230 |

Fuente: Elaboración propia.

6.5 Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (*equity value*).

6.5.1 Proyección de los resultados financieros.

Para proceder al cálculo del valor del patrimonio o de las acciones de la empresa es necesario proyectar los resultados financieros, los cuales comprenden las partidas de diferencias de cambio y de ingresos y gastos financieros. Finalmente, para obtener los flujos de caja libres para el accionista será también necesario estimar las devoluciones y adquisiciones de deuda.

Respecto a la estimación de gastos financieros, el Grupo Inditex no desglosa detalladamente los plazos de financiación exactos de los pasivos financieros. Simplemente se limita a informar el rango de años en el que se divide la deuda de cada tipo de pasivo financiero. Por tanto, resulta imposible realizar los cuadros de amortización, de tal forma que para su estimación se tomará el coste de los recursos ajenos (Kd) que se ha tenido en cuenta para el cálculo del WACC. Para la proyección de los gastos financieros se tendrá en cuenta la deuda con coste del Grupo Inditex y para pronosticar su evolución se tomará como referencia el promedio de la variación de la deuda con coste dentro de los cinco periodos anteriores.

No es posible determinar con certeza las necesidades de financiación que afectan a la deuda con coste a futuro del Grupo Inditex, y por ello se tomará como referencia dicha evolución histórica. De este modo, la Tabla 25 muestra que de media la deuda con coste ha disminuído anualmente en 463 millones de euros. Por tanto, partiendo de la deuda con coste del último ejercicio reportado se procederá a restar a dicha suma la variación media de la deuda con coste (463 millones), y así con los sucesivos periodos del horizonte temporal. De este modo, la proyección de los gastos financieros del Grupo Inditex será la siguiente:

Tabla 16: Estimación de los gastos financieros del Grupo Inditex (En millones de euros).

| Proyección de los Gastos Financieros | | | | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Periodo | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Deuda con coste | 5,500 | 5,037 | 4,573 | 4,110 | 3,647 | 3,183 | 2,720 |
| Gastos financieros (4%) | (144) | (201) | (183) | (164) | (146) | (127) | (109) |

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los ingresos financieros y las diferencias de cambio, resulta complejo estimar su evolución, por tanto, se tomará su evolución histórica y será la media de estas partidas la que de forma constante determine la estimación de los flujos para el periodo de proyección seleccionado. En esta línea, la estimación de los ingresos financieros y diferencias de cambio es la siguiente:

Tabla 17: Evolución de ingresos financieros y diferencias de cambio (En millones de euros).

| Resultados financieros | | | | | | |
|------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| Periodo | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Media |
| Ingresos financieros | 29 | 31 | 6 | 4 | 85 | 31 |
| Diferencias de cambio | 3 | (27) | (18) | (33) | (155) | (46) |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

De este modo, la proyección de los resultados financieros en el horizonte temporal seleccionado será la siguiente:

Tabla 18: Proyección de los resultados financieros (En millones de euros).

| Proyección de los Resultados financieros | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Periodo | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Gastos financieros | (201) | (183) | (164) | (146) | (127) | (109) |
| Ingresos financieros | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Diferencias de cambio | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) |
| Total | (216) | (198) | (179) | (161) | (142) | (124) |

Fuente: Elaboración propia.

Por último, respecto a las adquisiciones de deuda, la Tabla 19 muestra que el Grupo Inditex, considerando la deuda financiera en su conjunto, no ha adquirido deuda durante los pasados cuatro ejercicios. Al contrario, se ha limitado a reducir la deuda financiera, que proviene principalmente de los pasivos por arrendamiento, los cuales entraron en juego a partir del ejercicio 2019. Por tanto, se puede estimar que salvo sorpresa, la deuda financiera en su conjunto no va a aumentar y por tanto, no habrá nuevas adquisiciones de deuda.

Tabla 19: Evolución histórica de la deuda con coste (2018-2022)

| Evolución de la deuda con coste y de su devolución | | | | | | |
|--|------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| Periodo | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Media sin 2018 |
| Deuda con coste | 136 | 6,890 | 6,192 | 5,882 | 5,500 | 6,116 |
| Variación | | 6,754 | (698) | (310) | (382) | (463) |
| Devolución de deuda | (2) | (1,836) | (1,679) | (1,673) | (1,622) | (1,703) |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

En cuanto a las devoluciones de deuda, tal y como muestra la Tabla 19, éstas han sido bastante parejas desde el año 2019. Por ello, para la estimación de las devoluciones de deuda futura, resulta razonable apoyarse en el promedio de dichas devoluciones, y se estimará que durante el periodo proyectado el Grupo devuelve anualmente la misma cantidad de deuda.

6.5.2 Determinación de la tasa de descuento.

A diferencia de lo realizado para calcular el valor de empresa, la tasa de descuento aplicable a los flujos de caja libres para el accionista será la equivalente al coste de los recursos propios (K_e), es decir, no se tiene en cuenta el coste de los recursos ajenos. De acuerdo con la Tabla 11, el coste de los recursos propios del Grupo Inditex es del 8,48%. En esta línea, se aplicará dicha tasa de descuento a los flujos calculados en los siguientes apartados.

6.5.3 Proyecciones de flujos.

Para la proyección de los flujos de caja libres para el accionista se tendrán en cuenta las estimaciones realizadas en los apartados anteriores que sirvieron como base para proyectar los flujos de caja libres y calcular el valor de empresa del Grupo Inditex. Además, para el planteamiento de diversos escenarios respecto a los flujos libres de caja para el accionista, se considerarán las mismas hipótesis planteadas que guiaron las estimaciones de flujos libres de caja en cada escenario para el cálculo del valor de empresa.

Por tanto, en cada uno de los escenarios planteados, a dichas estimaciones se le añadirán las partidas correspondientes a los resultados financieros y finalmente, se añadirán las devoluciones de deuda para determinar los flujos de caja libres para el accionista.

6.5.3.1 Escenario realista.

Tabla 20: Proyección de los flujos de caja libres para el accionista bajo un escenario realista (2023-2028).

| Cuentas de resultados (cifras en millones de euros) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 35,500 | 38,695 | 42,178 | 45,974 | 50,111 | 54,621 |
| Coste de las mercancías | (15,311) | (16,689) | (18,191) | (19,828) | (21,613) | (23,558) |
| MARGEN BRUTO | 20,189 | 22,006 | 23,987 | 26,146 | 28,499 | 31,064 |
| Gasto de explotación | (10,968) | (11,955) | (13,031) | (14,204) | (15,482) | (16,875) |
| EBITDA | 9,222 | 10,052 | 10,956 | 11,942 | 13,017 | 14,189 |
| Amortizaciones | (3,211) | (3,523) | (3,836) | (4,148) | (4,460) | (4,772) |
| EBIT | 6,010 | 6,528 | 7,120 | 7,794 | 8,557 | 9,416 |
| Ingresos financieros | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Gastos financieros | (201) | (183) | (164) | (146) | (127) | (109) |
| Diferencias de cambio | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) |
| Resultados financieros | (216) | (198) | (179) | (161) | (142) | (124) |
| Resultados antes de impuestos | 5,794 | 6,330 | 6,941 | 7,633 | 8,414 | 9,292 |
| Gasto por impuesto sobre el beneficio | (1,310) | (1,431) | (1,569) | (1,725) | (1,902) | (2,100) |
| EBITDA después de impuestos e intereses | 7,711 | 8,438 | 9,223 | 10,071 | 10,988 | 11,980 |
| Variación del capital circulante | (238) | (217) | (236) | (257) | (281) | (306) |
| Inversiones de inmovilizado | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) |
| Flujo libre de tesorería después de intereses | 6,039 | 6,787 | 7,553 | 8,380 | 9,274 | 10,240 |
| Devolución de deuda | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) |
| Flujo libre de Caja para el accionista | 4,337 | 5,085 | 5,851 | 6,677 | 7,571 | 8,537 |

Fuente: Elaboración propia.

6.5.3.2 Escenario optimista.

Como se observa en el Anexo X, la mayor diferencia que existe en el escenario optimista es respecto de la previsión de ingresos. El Grupo Inditex mantiene muy buenos márgenes de rentabilidad respecto a sus competidores directos, de tal forma que sostener unos gastos ligeramente superiores a los del escenario realista mientras se experimenta un mayor crecimiento en la facturación, podría considerarse suficientemente optimista. Estas asunciones llevarían a obtener hasta 3.700 millones más de flujo libre de caja para el accionista en el último periodo, lo que provoca un impulso del valor residual y con ello, un aumento muy considerable en el valor de las acciones de la empresa, dando lugar a 50.000 millones más de valoración en comparación con el escenario realista.

6.5.3.3 Escenario pesimista.

En relación con el escenario pesimista, en el Anexo XI se puede apreciar una bajada drástica de las expectativas de ventas, que sumado con un ligero aumento de los costes de las mercancías y los gastos de explotación, llevan a reducir bruscamente los flujos libres de caja para los accionistas. No obstante, es importante destacar que, de darse este escenario, la empresa estaría valorada ligeramente por encima de su valor a 31/12/2022, lo cual refleja la fortaleza y el gran momento en el que se encuentra la compañía, ya que ésta podría hacer frente a un escenario más pesimista en cuanto a nivel de ventas y aumento de costes sin sufrir grandes pérdidas. Conclusiones como esta llevan a afirmar que el Grupo Inditex es un gran generador de flujos de caja, lo cual es siempre muy valorado desde el lado de los inversores de capital de una compañía, y por ende, repercute positivamente en el precio de la acción.

6.5.4 Valor residual.

Una vez calculados los flujos libres de caja para el accionista en cada uno de los escenarios, el cálculo del valor residual es el siguiente:

Tabla 21: Cálculo del valor residual.

| Valor residual (en millones de euros) | | |
|---------------------------------------|--------------------|---------------------|
| Escenario optimista | Escenario realista | Escenario pesimista |
| 192,459 | 134,440 | 92,798 |

$K_e = 8.48\%$; $g = 2\%$

Fuente: Elaboración propia.

6.5.5 Valor de las acciones de la empresa.

Para el cálculo del valor de las acciones de la empresa será necesario sumar el valor de los flujos libres de caja para el accionista descontados y el valor residual, y posteriormente, sumar el valor de los activos no afectos a la explotación y restar el valor de reembolso de las deudas financieras. Dichos valores se encuentran recogidos en la nota de la memoria (2022) relativa a la posición financiera neta de la empresa, la cual asciende a 10.070 millones de euros a final del ejercicio 2022. Por tanto, esa será la cifra que habrá que añadir al valor residual y a los flujos de caja libre para el accionista descontados. De este modo, el cálculo de valor de las acciones de la empresa es el siguiente:

Tabla 22: Valor de las acciones del Grupo Inditex.

| Valor de las acciones del Grupo Inditex (en millones de euros) | | |
|--|--------------------|---------------------|
| Escenario optimista | Escenario realista | Escenario pesimista |
| 180,829 | 129,904 | 93,326 |
| Precio por acción (en euros) | | |
| 58.02 | 41.68 | 29.94 |

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la Tabla 30, el precio por acción del Grupo Inditex se encuentra aproximadamente entre 30 y 58 euros. El precio cotizado de la acción del Grupo Inditex a fecha 30/12/2022 fue de 24,85 euros. Por tanto, se encuentra dentro del rango de valoración. De acuerdo con el análisis realizado, de adquirir acciones a dicho precio, en el peor de los casos habría una ganancia del 21%. No obstante, en el mejor de los casos, la ganancia sería del 133%, y en un escenario realista, la rentabilidad sería del 68%.

Casi un año después, a 5 de diciembre de 2023, la acción del Grupo Inditex cotiza a 38,50 euros, dando lugar a una subida del 55%, respecto del precio de la acción a fecha 30/12/2022 (24,85 euros). Por tanto, se puede demostrar que, a pesar de que las rentabilidades estimadas en los escenarios previstos pueden parecer demasiado altas, el rango de valoración obtenido coincide con la evolución del precio de la acción durante el año 2023. En esta línea, el Grupo Inditex se encontraba profundamente infravalorado por el mercado bursátil a finales del año 2022.

6.5.5.1 Análisis de sensibilidad.

Para finalizar la presente sección relativa al cálculo del valor de las acciones del Grupo Inditex o equity value, se procede a calcular el análisis de sensibilidad con el objetivo de analizar las posibles variaciones que podrían darse en el valor de las acciones del Grupo Inditex debido a cambios en la tasa de descuento o tasa de crecimiento. De este modo, el análisis de sensibilidad es el siguiente:

Tabla 23: Análisis de sensibilidad del valor de las acciones del Grupo Inditex en el escenario realista (cifras en millones de euros).

| | | Tasa de crecimiento a perpetuidad | | | | |
|----|-------|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1% | 1.5% | 2% | 2.5% | 3% |
| Ke | 9.48% | 33.47 | 36.35 | 40.12 | 45.27 | 52.73 |
| | 8.98% | 34.06 | 37.01 | 40.87 | 46.14 | 53.77 |
| | 8.48% | 34.67 | 37.69 | 41.64 | 47.04 | 54.84 |
| | 7.98% | 35.30 | 38.39 | 42.43 | 47.95 | 55.94 |
| | 7.48% | 35.94 | 39.11 | 43.24 | 48.89 | 57.07 |

Fuente: Elaboración propia.

Con base a los resultados obtenidos, bajo un escenario realista, el precio por acción implícito del Grupo Inditex a 31/12/2022 se encuentra entre 33,47 y 57,07 euros.

7. Valoración del Grupo Inditex por el método de comparación por múltiplos.

7.1 Objetivos y metodología.

La valoración por múltiplos comparables es una forma relativa de valorar una empresa, tanto cotizada como no cotizada, en base al valor de otras empresas de su mismo sector de actividad. La aplicación de este método de valoración únicamente tiene sentido cuando se comparan empresas de la misma industria, ya que en términos generales las compañías de un mismo sector suelen tener estructuras de balance y cuenta de resultados similares (Gascó, 2022).

Esta forma de valoración simplifica el proceso de análisis, ya que ofrece una imagen clara del posible valor de una determinada acción. En esta línea, mediante este método será posible analizar si las acciones del Grupo Inditex se encuentran sobrevaloradas o infravaloradas, en relación con sus empresas comparables.

En cuanto a la metodología, para hallar el valor de la empresa objetivo (Grupo Inditex) será necesario seguir los siguientes pasos:

Cuadro 5: Pasos a seguir para el método de valoración por múltiplos.

1. Análisis de la empresa objetivo
2. Análisis y selección de las empresas comparables
3. Cálculo y selección de los múltiplos de cotización
4. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo
5. Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo

Fuente: (Fernández, n.d).

7.2 Análisis y selección de empresas comparables.

La selección de las empresas comparables es uno de los aspectos clave de esta metodología, ya que el estudio posterior puede verse distorsionado o carecer de sentido si no se seleccionan las compañías más adecuadas. Por tanto, para llevar a cabo la selección de las empresas comparables se tendrán en cuenta una serie de factores que deberán reunir las empresas para poder ser incluidas en este análisis. Dichos factores son los siguientes:

Cuadro 6: Factores relevantes para la selección de las compañías comparables.

- ❖ Deben ser compañías cotizadas en bolsa
- ❖ Deben realizar la misma actividad que la empresa objetivo
- ❖ Deben tener un mismo <<mix>> de negocio y/o productos
- ❖ Ser de un mismo país o región y/u operar en una misma zona geográfica
- ❖ Tener un tamaño similar
- ❖ Tener unas mismas perspectivas de crecimiento de beneficios
- ❖ Tener un equipo de dirección de categoría similar
- ❖ Tener una rentabilidad similar
- ❖ Tener una posición competitiva equivalente
- ❖ Tener una estructura y volumen de gastos de I+D y marketing similares

Fuente: (Fernández, n.d).

Es importante destacar que resulta realmente complejo hallar compañías que cumplan todos y cada uno de estos factores. De hecho, se trata de uno de los mayores obstáculos

inherentes a este método de valoración. No obstante, el Grupo Inditex se halla en un mercado muy grande y competitivo, como es la industria minorista de moda, donde operan mundialmente una gran cantidad de empresas.

En este sentido, ha sido posible encontrar empresas que, a grandes rasgos, cumplan con los requisitos mencionados en el Cuadro 6. Para la selección de dichas empresas se ha tenido preferencia por aquellas que, partiendo del cumplimiento de los requisitos de tamaño, precios, rentabilidad y posición competitiva, operen dentro de la industria minorista de moda bajo el modelo de negocio “fast fashion”, por el que se caracteriza especialmente el Grupo Inditex.

Por tanto, las empresas seleccionadas para llevar a cabo el método de valoración por múltiplos de empresas comparables son las siguientes: H&M, Fast Retailing Co., Ltd (Uniqlo), The Gap Inc, PVH Corp, Urban Outfitters y American Eagle Outfitters, Inc. (Ver descripción en el Anexo XII).

7.3 Selección de los múltiplos a aplicar.

Una vez seleccionadas las empresas comparables, es necesario determinar los múltiplos que se van a aplicar para llevar a cabo la valoración del Grupo Inditex. Los múltiplos son en realidad ratios que relacionan el valor de una empresa con alguna de sus variables financieras, y su selección es importante porque determinan el resultado final de la valoración. De este modo, los múltiplos que se van a calcular bajo el presente método de valoración son los siguientes:

EV/Ventas: esta ratio relaciona el valor de la empresa con sus ventas. Es posible observar que su fórmula es un múltiplo de ventas. Por tanto, mediante esta ratio se interpreta cuantas veces el valor de la empresa supera a las ventas anuales. En general, cuanto más baja sea la ratio en comparación con sus comparables, más atractiva es la empresa, ya que la empresa estaría infravalorada respecto a éstos. (Economipedia, 2023). Esta ratio puede resultar de utilidad para empresas con márgenes similares, pero si la rentabilidad de las empresas comparables es muy variable, su uso sería inadecuado.

EV/EBITDA: este múltiplo relaciona el valor de la empresa con su EBITDA, el cual puede ser interpretado como un cash-flow bruto que producen los activos con independencia de cómo se financien y antes del impuesto de sociedades. En esta línea, se toma en consideración una posición anterior a la política de amortizaciones, a los gastos financieros y al impuesto de sociedades (Revello, 2021).

Por lo tanto, la ratio no depende de la política contable de amortización de los activos (CAPEX), ni de la estructura financiera ni de la fiscalidad, pero sí de la gestión operativa que se hace de la empresa, es decir de cómo se manejan las ventas y todos los costes de aprovisionamiento y operativos. Por ello, se trata de un múltiplo que elimina bastantes sesgos a la hora de realizar comparaciones, por ello, es uno de los más usados por analistas e inversores en el método de valoración por múltiplos.

PER: esta ratio es una de las más importantes dentro de la valoración por múltiplos, ya que es a la que los inversores y el mercado en general prestan mayor atención. Mediante este múltiplo, se mide la relación entre el precio por acción y el beneficio por acción, por tanto, permite el análisis del precio-beneficio de una empresa. En resumen, el PER indica cuántas veces el inversor está pagando el beneficio de la empresa o cuántos años tardaría en recuperar su inversión en función de los beneficios que obtiene.

Por último, también ayuda a determinar si la empresa se encuentra sobrevalorada o infravalorada. Un PER alto (más de 20) señala que los inversores están pagando mucho más por cada acción de lo que gana la empresa, bien porque la compañía tiene grandes expectativas de crecimiento y beneficios futuros, o porque está sobrevalorada. Por otro lado, un PER bajo (de 0 a 10) señala que el crecimiento de la empresa se ha desacelerado o que la acción está infravalorada, mientras que un ratio PER medio (de 10 a 20) suele indicar que el retorno de la inversión es el adecuado (Banco Santander, 2023).

7.4 Aplicación de los múltiplos a la empresa y rango de valoración obtenido.

Para el cálculo de los múltiplos se ha elaborado una tabla que recoge los datos financieros relevantes de cada una de las empresas seleccionadas (Ver Anexo XIII). Toda la información recogida en dicha tabla ha sido extraída de la plataforma “Yahoo Finance” y corresponde al ejercicio 2022. Además, para determinar el precio de la acción y proceder al cálculo del valor de mercado o capitalización bursátil que servirá de base para el cálculo de los múltiplos, se ha tomado como referencia el precio de la acción (ajustado al cierre) de cada una de las empresas a fecha 01/01/2023.

En cuanto al cálculo del PER, se ha tomado como referencia el beneficio por acción diluido correspondiente al ejercicio 2022. De esta forma, se evita la posible distorsión de los resultados obtenidos por el efecto dilución, el cual hace referencia a la disminución del beneficio por acción que puede producirse por la conversión de pasivos financieros en acciones, o por el ejercicio de ciertos derechos asociados a los mismos.

De este modo, el cálculo de los múltiplos es el siguiente:

Tabla 24: Cálculo de los múltiplos del Grupo Inditex y sus empresas comparables.

| Valoración por múltiplos | | | |
|---------------------------|-----------|-----------|--------|
| Empresas | EV/Ventas | EV/EBITDA | PER |
| INDITEX | 2.5x | 9.8x | 20.9x |
| H&M | 1.0x | 7.5x | 56.8x |
| GAP | 0.6x | 19.2x | -23.3x |
| FAST RETAILING | 3.3x | 12.7x | 29.1x |
| PVH | 1.0x | 18.4x | 29.6x |
| URBAN OUTFITTERS | 0.7x | 9.6x | 16.1x |
| AMERICAN EAGLE OUTFITTERS | 0.8x | 10.3x | 24.7x |

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenidos los datos, es preciso efectuar un análisis sobre los múltiplos de las empresas comparables y determinar cuáles serán de aplicación para efectuar la valoración sobre el Grupo Inditex. Para ello, suele utilizarse la media o la mediana del conjunto de empresas comparables. Para la presente valoración, se aplicará la mediana como múltiplo de referencia aplicable, ya que, a diferencia de la media, es menos sensible a los valores extremos. Esto puede ayudar a obtener una valoración más precisa de la empresa objeto de valoración.

En esta línea, el cálculo de la mediana es el siguiente:

Tabla 25: Cálculo de la mediana sobre las empresas comparables.

| | Comparables | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|
| | EV/Ventas | EV/EBITDA | PER |
| Alto | 3.3x | 19.2x | 56.8x |
| Media | 1.2x | 12.9x | 22.2x |
| Mediana | 0.9x | 11.5x | 26.9x |
| Bajo | 0.8x | 1.8x | 3.8x |

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, a partir de la aplicación de la mediana de los múltiplos de las empresas comparables a las variables financieras del Grupo Inditex es posible calcular el valor de empresa a la fecha de valoración prevista (2022). De este modo, el cálculo es el siguiente:

Tabla 26: Cálculo del valor de empresa del Grupo Inditex (en millones de euros).

| Grupo INDITEX | EV/Ventas | EV/EBITDA | PER |
|--|------------------|------------------|--------------|
| Valoración | 29,010 | 95,713 | 106,406 |
| Deuda neta | (4,629) | (4,629) | (4,629) |
| Valor Equity | 33,639 | 100,342 | 111,035 |
| Acciones en circulación | 3,117 | 3,117 | 3,117 |
| Valor implícito por acción 2022 | 10.79 | 32.20 | 35.63 |

Fuente: Elaboración propia.

A partir de la Tabla 26 se puede observar que el valor obtenido mediante la aplicación del múltiplo EV/Ventas se encuentra muy distorsionado con el valor real del Grupo Inditex. Esto puede deberse, entre otros aspectos, a que existan rentabilidades distintas entre las empresas comparables y por tanto, conviene no tener en cuenta este múltiplo para determinar el rango de valoración.

Por el contrario, mediante la aplicación de los múltiplos EV/EBITDA y PER se puede obtener una estimación mucho más objetiva del valor actual del Grupo Inditex con fecha de 2022. De hecho, el rango de valoración obtenido mediante la aplicación del método del descuento de flujo de caja fue de 29,94-58,02 euros por acción, y desde una posición realista, el análisis de sensibilidad dió lugar a un rango de valoración de 33,47-57,07. Por tanto, es posible afirmar que el precio actual del Grupo Inditex pueda situarse alrededor de los resultados obtenidos por la aplicación de los múltiplos EV/EBITDA y PER (32,20 ; 35,63).

Por último, mediante la aplicación de dichos múltiplos a las estimaciones realizadas en el método de descuento de flujos sobre las Ventas, EBITDA y beneficio neto, es posible efectuar cuál sería el valor estimado de empresa y de las acciones del Grupo Inditex bajo las hipótesis de que dichas estimaciones se cumplan y que las empresas comparables tengan el mismo valor de múltiplos en el año 2023. En esta línea, el cálculo es el siguiente:

Tabla 27: Estimación del valor de empresa del Grupo Inditex (en millones de euros).

| Grupo INDITEX | EV/Ventas | EV/EBITDA | PER |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Valoración | 31,621 | 105,729 | 110,413 |
| Deuda neta (Estimada) | (11,528) | (11,528) | (11,528) |
| Valor Equity | 43,149 | 117,257 | 121,941 |
| Acciones en circulación | 3,117 | 3,117 | 3,117 |
| Valor implícito por acción (2023E) | 13.84 | 37.62 | 39.13 |

Fuente: Elaboración propia.

Sin considerar el múltiplo EV/Ventas, el rango de valoración estimado de las acciones del Grupo Inditex bajo el cumplimiento de las hipótesis estimadas es de 37,62-39,13 euros por acción. Por otro lado, el rango de valoración del valor de empresa estimado es de 105.729-110.413 millones de euros. Con fecha 15/12/2023 las acciones del Grupo Inditex cotizan a 38,65 euros. Por tanto, se puede concluir que la estimación realizada en la presente valoración con fecha 2022 para el año 2023 hubiera sido acorde con la posterior revalorización de la acción en el mercado durante el año 2023.

8. Conclusiones.

El objetivo principal de este capítulo es extraer las conclusiones a partir de los resultados que se han podido obtener mediante la elaboración de todos y cada uno de los capítulos que constituyen el presente trabajo de fin de grado (TFG), cuyo tema central es la valoración del Grupo Inditex.

En esa línea, el principal propósito ha consistido en fijar el valor objetivo, adecuado y razonable tanto del valor de empresa (enterprise value), como del valor de las acciones de la empresa (equity value). Para ello, se ha procedido a calcular el valor intrínseco y potencial de la compañía mediante la aplicación de diferentes métodos de valoración: el método del patrimonio neto ajustado, el método del descuento de flujos (DFC) y el método de valoración por múltiplos. En todos ellos, la base de elaboración han sido las cuentas anuales consolidadas a 31 de enero de 2023, correspondientes al ejercicio del año 2022.

No obstante, para poder llevar a cabo la valoración por los métodos de valoración mencionados, ha sido necesario analizar previamente otros aspectos relevantes para la alcanzar el propósito del presente trabajo, tales como el estudio exhaustivo de la empresa y su sector, así como la realización de un análisis financiero esencialmente realizado durante la proyección de flujos de efectivo en aplicación del método de descuento de flujos, y un estudio de mercado acerca de las empresas comparables respecto al Grupo Inditex, que servirán como base para determinar el valor de la empresa por el método de valoración por múltiplos.

De este modo, inicialmente se ha estudiado la empresa objeto de valoración. El Grupo Inditex es una empresa multinacional española de distribución de moda cuya actividad principal consiste en la distribución al por menor de ropa, calzado, accesorios y productos textiles para el hogar. Dicha actividad se realiza bajo las marcas que componen el Grupo Inditex: Zara, Pull & Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho y Zara Home. Todas ellas comparten el objetivo de ofrecer una propuesta de moda inspiradora, de calidad y producida de manera responsable, a través de los más de 200 mercados en los que opera el Grupo.

Por otro lado, se ha procedido al análisis del sector en la que opera la empresa. En este sentido, el sector de la moda es uno de los sectores más grandes y diversificados del mundo. Se trata de un sector que genera billones de dólares en ingresos y que emplea a millones de

personas de todo el mundo, abarcando desde la producción de textiles y ropa hasta el diseño, la venta minorista y la distribución.

Uno de los principales retos actuales que enfrenta el sector es la creciente competencia debido a la expansión del comercio electrónico en el último lustro. Por otro lado, al tratarse de un sector altamente competitivo en precio, es preciso mencionar las fuertes barreras de entrada que existen en la industria, esencialmente debido al acceso a las economías de escala por parte de las grandes multinacionales que lideran el sector.

Sin embargo, la industria también tiene una serie de oportunidades. Una de las principales oportunidades es el crecimiento de la clase media en los mercados emergentes, donde el aumento de la renta disponible y la urbanización están impulsando la demanda de productos de moda. Por otro lado, el auge del comercio electrónico ofrece la oportunidad de aumentar el público objetivo, permitiendo a las empresas llegar a un público más amplio, independientemente de su ubicación geográfica.

Volviendo al Grupo Inditex, del estudio financiero de la compañía se pueden extraer diversas conclusiones. En este sentido, se trata de una compañía que, excluyendo el año de la pandemia, se ha encontrado en constante crecimiento a lo largo de los años. Una de las principales ventajas es que no precisa de apalancamiento financiero. Por este hecho, muestra una posición financiera neta muy poderosa, caracterizada por disponer de una cifra significativa de efectivo y equivalentes, dando lugar a una deuda neta negativa.

Se trata por tanto, de una compañía con grandes expectativas de crecimiento, no solo por la capacidad de generar de forma constante beneficios netos que permitan una continua reinversión en la mejora y optimización del negocio, sino por la reputación mundial de todas las marcas bajo las que opera. Además, se puede esperar que el aumento en la tendencia de compra online por los consumidores sea capaz de impulsar aún más las expectativas de crecimiento del nivel de ventas. Por estos hechos, el Grupo Inditex puede obtener cifras de facturación y márgenes muy superiores a su competencia directa, dando lugar a una contundente ventaja competitiva sostenible a largo plazo.

Finalmente, en cuanto a los métodos de valoración empleados en el presente trabajo, cabe destacar las siguientes conclusiones:

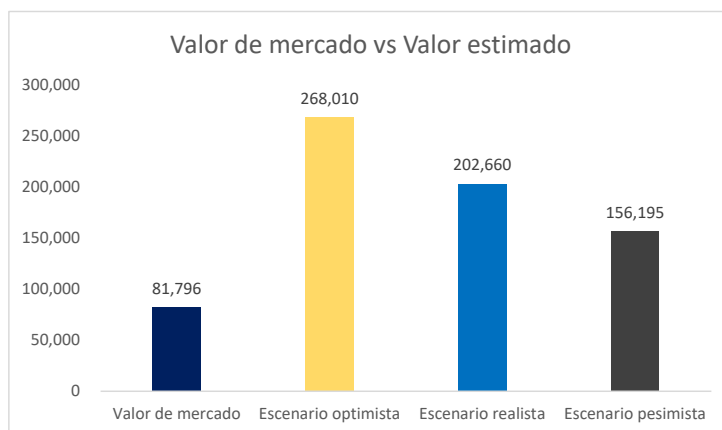
Método del patrimonio neto ajustado

El valor del patrimonio neto del Grupo Inditex a cierre del ejercicio de 2022 fue de 17.033 millones de euros. Realizando el ajuste correspondiente mediante la inclusión del valor de todas las marcas del Grupo Inditex, la cifra del patrimonio neto ajustado al valor razonable o de mercado asciende a 40.203 millones de euros. Se trata de un aumento del 136% respecto a la posición inicial. No obstante, no resulta descabellado si se considera el alto valor de mercado de las marcas del Grupo Inditex y el gran impacto que produce el valor de marca en un sector como el de la moda.

Método de descuento de flujos (DFC)

Mediante la aplicación del método de descuento de flujos, el valor de empresa del Grupo Inditex (enterprise value) en un escenario realista para una tasa de descuento del 6,94% ha sido de 202.660 millones de euros. Además, con el propósito de reducir la incertidumbre y obtener una visión más global del valor de la empresa, se han proyectado dos escenarios más: optimista y pesimista. De este modo, el valor de empresa en los diferentes escenarios ha sido el siguiente:

Gráfico 2: Comparación del valor de empresa de mercado a 30/12/2022 y el valor de empresa actual estimado.

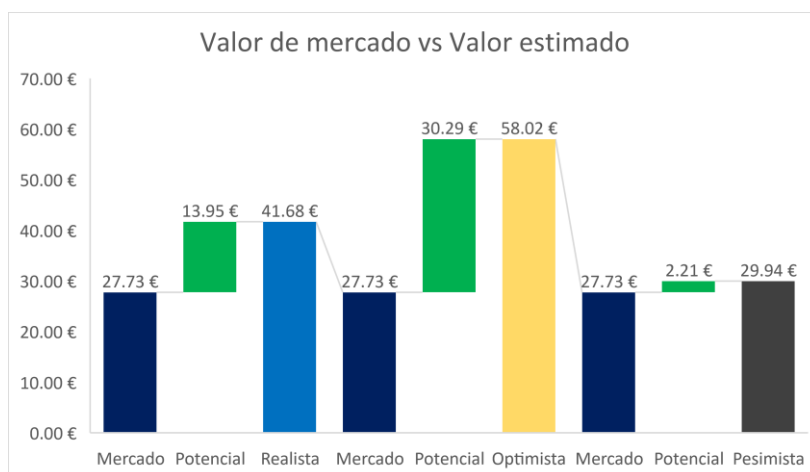


Fuente: Elaboración propia.

El Gráfico 2 muestra en primer lugar el valor de empresa que -aproximadamente- el mercado asignaba al Grupo Inditex a 30/12/2022, cuando el valor de la acción era de 27,73 euros. En el gráfico se puede observar la gran distancia que existe entre el valor de empresa (de mercado) y los valores de empresa estimados en cada escenario. Esto muestra el gran potencial de crecimiento de la compañía y una interesante oportunidad de inversión, ya que hasta situándose en un escenario pesimista, el valor implícito de la compañía es de casi dos veces el valor aproximado por el que podría estar valorada la empresa como negocio.

Respecto al valor de las acciones del Grupo Inditex (equity value), en el escenario realista dicho valor ha sido de 129.904 millones de euros para una tasa de descuento del 8.48%, correspondiente al coste de los recursos propios de la empresa (K_e). Dicho resultado da lugar a un precio por acción objetivo de 41,68 euros por acción. Por otro lado, de igual forma, se ha procedido a calcular el valor de las acciones del Grupo Inditex bajo un escenario optimista y otro pesimista. De este modo, los resultados han sido los siguientes:

Gráfico 3: Comparación del valor de mercado de las acciones del Grupo Inditex a 30/12/2022 y el valor actual de las acciones estimado por el método de descuento de flujos.



Fuente: Elaboración propia.

El Gráfico 3 muestra el valor estimado de las acciones del Grupo Inditex para cada escenario y el potencial de crecimiento existente en cada uno, resultante de la comparación de dicho valor estimado con el valor de cotización del Grupo Inditex a 30/12/2022. Como se puede

apreciar, salvo en el escenario pesimista, el valor actual estimado de las acciones del Grupo Inditex a 31/12/2022 mostraba una gran oportunidad de inversión debido al considerable potencial de subida del precio por acción.

De un primer vistazo, las estimaciones obtenidas podrían considerarse demasiado optimistas, ya que en el mercado bursátil no es muy común encontrar a corto/medio plazo este tipo de revalorizaciones. No obstante, si se efectúa la comparación de dichas estimaciones con la evolución del precio de la acción durante el primer periodo del horizonte temporal estimado, es posible comprobar que las estimaciones obtenidas se han mantenido acorde con la valoración posterior del mercado.

De este modo, a 29/12/2023 la acción cotiza a 39,43 euros. Por tanto, si a 31/12/2022 se hubiera decidido invertir en la compañía, se habría obtenido un revalorización del 42% o de 11,70 euros por acción. Dicha revalorización no dista en gran cuantía a la revalorización del 50% o de 13,95 euros por acción estimada bajo el escenario realista. Esto demuestra con fuerza el argumento de que a 31/12/2022 el Grupo Inditex se encontraba profundamente infravalorado por el mercado, y que el rango de valoración obtenido considerando todos los escenarios ha resultado ser en cierta medida conforme a la valoración posterior de mercado.

Método de valoración por múltiplos

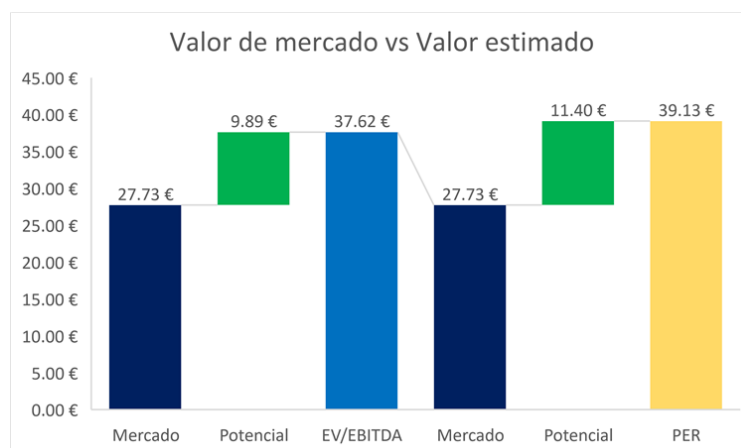
En cuanto al método de valoración por múltiplos, se ha seleccionado en primer lugar a un conjunto de empresas que, a priori, cumplen los requisitos necesarios para ser consideradas como comparables al Grupo Inditex. No obstante, debido al liderazgo mundial del Grupo en su sector, ha sido complicado encontrar empresas con el mismo tamaño y márgenes de rentabilidad. Por ello, partiendo de cierto tamaño y relevancia internacional en el mercado, para la selección de empresas comparables se ha tenido en cuenta como factor fundamental que compartan un modelo de negocio y nivel de precios lo más posiblemente parecidos.

En segundo lugar, se han seleccionado los múltiplos a calcular. En este sentido, se han calculado el múltiplo EV/Ventas, EV/EBITDA y PER. Una vez arrojados los resultados, se ha decidido excluir al múltiplo EV/VENTAS de la valoración, debido a que muestra una imagen distorsionada de la realidad, y porque carece de idoneidad para esta concreta valoración, ya que la cifra de ventas y márgenes de las empresas comparables es muy dispar.

De este modo, mediante la aplicación de la mediana de los múltiplos de las empresas comparables, el valor actual de empresa del Grupo Inditex según el múltiplo EV/EBITDA ha sido de 95.713 millones de euros, y según el PER, 106.406 millones de euros. Por otro lado, el valor de empresa estimado para el año 2023, mediante la aplicación de los múltiplos de las empresas comparables al EBITDA y Beneficio neto estimado en el descuento de flujos de caja para 2023, y bajo la hipótesis de que los múltiplos de las empresas comparables se mantengan y que las estimaciones sobre EBITDA y beneficio neto se cumplan, ha sido de 105.729 y 110.413, respectivamente para el EV/EBITDA y PER.

Respecto al valor de las acciones del Grupo Inditex, mediante el múltiplo EV/EBITDA, el valor actual de dichas acciones es de 32,20 euros, y mediante la aplicación del PER, 35,63 euros. Por otro lado, el valor estimado de las acciones del Grupo Inditex para el año 2023, bajo el cumplimiento de las hipótesis anteriores ha sido el siguiente:

Gráfico 4: Comparación del valor de mercado de las acciones del Grupo Inditex a 30/12/2022 y el valor actual de las acciones estimado por el método de valoración por múltiplos.



Fuente: Elaboración propia

Como se aprecia en el Gráfico 4, para ambos múltiplos existe un potencial de crecimiento razonable. De nuevo, comparando dichas estimaciones con la cotización actual a 29/12/2023 (39,43 euros por acción), se puede concluir que ambos múltiplos habrían ofrecido una visión muy exacta a la valoración posterior del mercado, y que las estimaciones realizadas sobre el EBITDA y Beneficios netos del Grupo Inditex han sido muy cercanas a la realidad.

Por último, poniendo en comparación los múltiplos del Grupo Inditex y sus comparables se pueden extraer diversas conclusiones. Por un lado, tal y como muestra la Tabla 28, la prima del Grupo Inditex respecto de sus comparables es del 48%. Esto puede sugerir que los inversores creen que el Grupo Inditex tiene un potencial de crecimiento superior a sus comparables, o simplemente que la empresa se encuentra más valorada que sus comparables.

No obstante, dejando a un lado el múltiplo EV/Ventas, podría considerarse que el Grupo Inditex se encuentra infravalorado respecto a sus comparables, y por tanto, la acción estaría en un rango de precio óptimo para su compra, ya que por las empresas comparables, el mercado estaría pagando un 15% más caro el EBITDA de dichas empresas y un 22% más caro los beneficios netos, ambos respecto al Grupo Inditex.

Tabla 28: Prima Grupo Inditex vs Comparables.

| MEDIANA 2022 | Grupo Inditex | Comparables | Grupo Inditex vs Comparables |
|------------------------------------|---------------|-------------|------------------------------|
| EV/Ventas | 2.5x | 0.9x | 182% |
| EV/EBITDA | 9.8x | 11.5x | -15% |
| PER | 20.9x | 26.9x | -22% |
| Prima Grupo Inditex vs Comparables | | | 48% |

Fuente: Elaboración propia.

Rango de valoración final

Una vez concluidos los resultados obtenidos mediante la aplicación de cada método de valoración empleado en el presente trabajo, es posible determinar en cada método un rango de valoración objetivo tanto para el valor de empresa, como para el valor de las acciones del Grupo Inditex. De este modo, la Tabla 29 muestra un resumen de los rangos de valoración estimados.

Tabla 29: Resumen del rango de valoración del Grupo Inditex mediante la aplicación de diversos métodos de valoración (Cifras del valor de empresa y PN en millones de euros).

| Método del descuento de flujos | | |
|---|------------|------------|
| <i>Rango de valoración</i> | Mín | Máx |
| Valor actual de empresa a 31/12/2022 | 156,195 | 268,010 |
| <i>(*)Análisis de sensibilidad</i> | 152,124 | 321,230 |
| Valor actual de las acciones a 31/12/2022 | 29.94 | 58.02 |
| <i>(*)Análisis de sensibilidad</i> | 33.47 | 57.07 |
| Método de valoración por múltiplos | | |
| <i>Rango de valoración</i> | Mín | Máx |
| Valor de empresa actual a 31/12/2022 | 95,713 | 106,406 |
| <i>Valor de empresa estimado para 2023</i> | 105,729 | 110,413 |
| Valor actual de las acciones a 31/12/2022 | 32.20 | 35.63 |
| <i>Valor de las acciones estimado para 2023</i> | 37.62 | 39.13 |
| Método del patrimonio neto ajustado | | |
| <i>Rango de valoración</i> | Mín | Máx |
| Valor estimado del patrimonio neto | 17,033 | 40,203 |

(*)El análisis de sensibilidad se realiza bajo el escenario realista

Fuente: Elaboración propia.

Referencias

- Ahmed, S. (2023). "The economy in 2024: Something will give". *Fidelity International*. Disponible en: <https://www.fidelityinternational.com/editorial/article/the-economy-in-2024-something-will-give-87af1a-en5/#:~:text=Alongside%20a%20cyclical%20recession%2C%20to> (Consultado: 22/11/2023)
- Alcover, S. (2009). Metodología del descuento de flujos de caja (DFC). Aplicación a una empresa de distribución minorista. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 8, pp.31–58. Disponible en: https://accid.org/wp-content/uploads/2020/08/Metodologia_del_descuento_de_flujos_de_caja_DCF_Aplicacion_a_una_empresa_de_distribucion_minorista_Santi_Alcover.pdf (Consultado: 11/11/2023).
- Arias, A.S. (2016). "Modelos de dividendos descontados - Definición, qué es y concepto". *Economipedia*. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/modelos-dividendos-descontados.html>. (Consultado: 12/11/2023).
- Banco de España (2023). *Estadísticas de tipos de interés*. Disponible en: <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/temas/tipos-interes.html> (Consultado: 01/12/2023)
- Banco Santander (2023). Price Earning Ratio o Ratio PER. Banco Santander. Disponible en: <https://www.bancosantander.es/glosario/price-earning-ratio-per>. (Consultado: 14/12/2023).
- Bankinter (2023). *Previsión del euríbor para 2024 y 2025 (actualizado)*. Disponible en: <https://www.bankinter.com/blog/mercados/previsiones-euribor> (Consultado: 25/01/2024).
- Bankinter (2023). *Previsión del IBEX 35 para 2024*. Disponible en: <https://www.bankinter.com/blog/mercados/prevision-ibex> (Consultado: 04/12/2023)
- BdE (2023). *Estadísticas de tipos de interés*. Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/temas/tipos-interes.html> (Consultado: 25/01/2024).
- Bhatia, T. (2023). "Five forces analysis of the fashion retail industry". *Times of India Blog*. Disponible en: <https://timesofindia.indiatimes.com/blogs/voices/five-forces-analysis-of-the-fashion-retail-industry/>. (Consultado: 20-09-2023).
- BoldData (2023). *Top 50 list of largest Fashion Companies in the World*. BoldData. Disponible en: <https://bolddata.nl/en/companies/world/fashion-companies/#:~:text=Number%20of%20Fashion%20Companies%20in>. (Consultado: 29-09-2023).
- CaixaBank Research (2024). *Indicadores y previsiones*. CaixaBank. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/indicadores-y-previsiones/macroeconomia> (Consultado: 25/01/2024).
- CEUPE (n.d.). *Valor de marca: Qué es, importancia y cómo aumentarlo*. Disponible en: <https://www.ceupe.com/blog/valor-de-marca.html> (Consultado: 18/12/2023).
- Congressional Budget Office (2023). *The Economic Outlook for 2023 to 2033 in 16 Charts*. Congressional Budget Office. Disponible en: https://www.cbo.gov/publication/58957#_idTextAnchor014. (Consultado: 04/12/2023)

CSImarket (2023). *Retail Apparel Industry Profitability by quarter, Gross, Operating and Net Margin from 3 Q 2019*. Disponible en: https://csimarket.com/Industry/industry_Profitability_Ratios.php?ind=1301. (Consultado: 06-10-2023).

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. Editorial Wiley.

De Angelis, C. (2023) “La moda, menos rentable: todos los gigantes del sector reducen su margen bruto en 2022”. *Modaes*. Disponible en: <https://www.modaes.com/empresa/la-moda-menos-rentable-todos-los-gigantes-del-sector-reducen-su-margen-bruto-en-2022#:~:text=abierto%20este%20mes->. (Consultado: 06/10/2023).

Economipedia (2023). Valor de empresa/Ventas (EV/Ventas) - Definición, qué es y concepto. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/valor-de-la-empresa-ventas-evsales.html>. (Consultado: 14/12/2023).

Escribano, G. (2022). “¿Qué ha sido más rentable, el Ibex o alquilar una vivienda?” *Cinco Días*. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/01/14/mercados/1642184195_191139.html (Consultado: 01/12/2023)

Fabregat, J. (2009). Introducción a los métodos de valoración de empresas. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 8, pp.11–29. Disponible en: https://accid.org/wp-content/uploads/2018/10/Introduccion_a_los_metodos_de_valoracion_de_empresas_Jordi_Fabregat.pdf. (Consultado: 11/11/2023).

FashionUnited (2023). *Estadísticas del sector de la moda en España*. Disponible en: <https://fashionunited.es/statistics/estadisticas-de-consumo-y-ventas-de-la-moda-en-espana..> (Consultado: 29/09/2023).

Fernández, P. (2008). Métodos de Valoración de Empresas. *IESE Business School*. Disponible en: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>. (Consultado: 11/11/2023).

Fernández, P. (n.d). INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS POR EL MÉTODO DE LOS MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES. *IESE Business School*. Disponible en: <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>. (Consultado: 13/12/2023).

Forbes (2022) *The Forbes Marketing Accountability Initiative Powered By MASB: PROVING THE VALUE OF THE BRAND*. Disponible en: <https://www.revenueenablement.com/wp-content/uploads/2022/07/Proving-the-Value-of-the-Brand-Report-2019.pdf> (Consultado: 18/12/2023).

Gascó, J. V. (2022). “Los principales métodos de valoración de empresas | Balance, Resultados y Descuento de Flujos de Caja”. *Rankia*. Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2497501-principales-metodos-valoracion-empresas-balance-resultados-descuento-flujos-caja> (Consultado: 12/11/2023).

Inditex (2016). *Trazabilidad de la cadena de suministro*. Disponible en: https://static.inditex.com/annual_report_2016/nuestras-prioridades/gestion-sostenible-de-la-cadena-de-suministro/trazabilidad-de-la-cadena-de-suministro.php. (Consultado: 22/09/2023).

Informes de expertos (2023). *Mercado de Ropa, Crecimiento, Informe, Análisis 2023-2028*. Disponible en: <https://www.informesdeexpertos.com/informes/mercado-de-ropa>. (Consultado: 20/09/2023).

Infront Analytics (2024). *Industria de Diseño Textil S.A. (Inditex): Beta apalancada / Beta no apalancada (ITX | ESP | Apparel Retailers)* - Infront Analytics. Disponible en: <https://www.infrontanalytics.com/fe-es/30073EE/Industria-de-Diseño-Textil-S-A-/Beta>. (Consultado: 26/01/2024).

Investopedia (2022). What's the Difference Between Enterprise Value and Equity Value? *Investopedia*. Disponible en: <https://www.investopedia.com/ask/answers/111414/what-difference-between-enterprise-value-and-equity-value.asp>. (Consultado: 18/11/2023).

Márquez, A. (2017) Valoraciones de empresas: el método del descuento de flujos de caja. *Guía del Experto Contable, Documento nº 1*. Registro de Expertos Contables.

Modaes (2019). *La moda, un juego de gigantes: el 'top 10' roza ya el 10% de cuota global*. Disponible en: <https://www.modaes.com/empresa/la-moda-un-juego-de-gigantes-el-top-10-roza-ya-el-10-de-cuota-global>. (Consultado: 06/10/2023).

Modaes (2022). *Informe Económico de la Moda en España 2022*. Disponible en: <https://www.modaes.es/files/publicaciones/free/2022/informe-ecomico-2022/#page=1> (Consultado: 05/10/2023).

Parlamento Europeo (2020). *El impacto de la producción textil y de los residuos en el medio ambiente* | Noticias | Parlamento Europeo. Disponible en: <https://www.europarl.europa.eu/news/es/headlines/society/20201208STO93327/el-impacto-de-la-produccion-textil-y-de-los-residuos-en-el-medio-ambiente>. (Consultado: 29/09/2023)

pinkermoda (2023). *Las marcas más valiosas de España en 2023 según Kantar BrandZ*. Disponible en: <https://pinkermoda.com/las-marcas-mas-valiosas-de-espana-2/#:~:text=Zara%20y%20el%20resto%20de> (Consultado: 18/12/2023).

Revello, J. M. (2021). "Mis tres múltiples favoritos para valorar empresas". *IEB*. Disponible en: <https://www.ieb.es/mis-tres-multiplos-favoritos-para-valorar-empresas/> (Consultado: 14/12/2023).

Statista (2023). *Fashion - Spain* | Statista Market Forecast. Statista. Disponible en: <https://www.statista.com/outlook/dmo/ecommerce/fashion/spain#key-players>. (Consultado: 29-09-2023).

Statista (2023). *Fashion - Worldwide* | Statista Market Forecast. Statista. Disponible en: <https://www.statista.com/outlook/dmo/ecommerce/fashion/worldwide#key-players>. (Consultado: 29/09/2023).

UNIR. (2022). *El modelo CAPM: aplicación en finanzas y cómo calcularlo*. Disponible en: <https://www.unir.net/empresa/revista/modelo-capm/>. (Consultado: 01/12/2023).

Información sobre el Grupo Inditex:

Grupo Inditex (2022). Memoria anual – Grupo Inditex. Disponible en: https://static.inditex.com/annual_report_2022/pdf/Memoria-anual-grupo-inditex-2022.pdf

Grupo Inditex (2020). Memoria anual – Grupo Inditex. Disponible en: https://static.inditex.com/annual_report_2021/es/documentos/memoria-anual-2020.pdf

Grupo Inditex (2018). Memoria anual – Grupo Inditex. Disponible en: https://static.inditex.com/annual_report_2021/es/documentos/memoria-anual-2018.pdf

Grupo Inditex (2016). Memoria anual – Grupo Inditex. Disponible en: https://static.inditex.com/annual_report_2016/

Anexo

Anexo I

INDITEX - BALANCE DE SITUACIÓN

| (Cifras en millones de euros) | 31/01/2023 | 31/01/2022 |
|--|---------------|---------------|
| ACTIVOS NO CORRIENTES | 15,344 | 15,343 |
| Derecho de uso | 4,910 | 5,224 |
| Otros activos intangibles | 810 | 589 |
| Fondo de comercio | 193 | 202 |
| Inmovilizado material | 7,591 | 7,481 |
| Propiedades de inversión | 24 | 21 |
| Inversiones financieras | 334 | 307 |
| Otros activos no corrientes | 278 | 340 |
| Activos por impuestos diferidos | 1,203 | 1,179 |
| ACTIVOS CORRIENTES | 14,639 | 13,602 |
| Activos no corrientes mantenidos para la venta | 183 | |
| Existencias | 3,191 | 3,042 |
| Deudores | 851 | 842 |
| Activos por impuestos sobre beneficios corriente | 238 | 219 |
| Otros activos corrientes | 85 | 82 |
| Otros activos financieros | 8 | 22 |
| Inversiones financieras temporales | 4,522 | 2,374 |
| Efectivo y equivalentes | 5,561 | 7,021 |
| TOTAL ACTIVO | 29,983 | 28,945 |

| | | |
|--|---------------|---------------|
| PATRIMONIO NETO | 17,033 | 15,759 |
| Patrimonio neto atribuido a la dominante | 17,008 | 15,733 |
| Patrimonio neto atribuido a los minoritarios | 25 | 26 |
| PASIVOS NO CORRIENTES | 4,813 | 5,157 |
| Provisiones | 283 | 287 |
| Otros pasivos a largo plazo | 222 | 248 |
| Deuda financiera | | 1 |
| Pasivo por arrendamiento a largo plazo | 3,924 | 4,262 |
| Pasivos por impuestos diferidos | 385 | 359 |
| PASIVOS CORRIENTES | 8,137 | 8,030 |
| Deuda financiera | 13 | 35 |
| Otros pasivos financieros | 46 | 22 |
| Pasivo por arrendamiento a corto plazo | 1,517 | 1,562 |
| Pasivos por impuestos sobre beneficios corriente | 264 | 211 |
| Acreedores | 6,297 | 6,199 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 29,983 | 28,945 |

INDITEX - CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

| (Cifras en millones de euros) | 2022 | 2021 |
|--|---------------|---------------|
| Ventas | 32,569 | 27,716 |
| Coste de la mercancía | (14,011) | (11,902) |
| MARGEN BRUTO | 18,559 | 15,814 |
| | 57.0% | 57.1% |
| Gastos de explotación | (9,867) | (8,596) |
| Otras pérdidas y ganancias netas | (43) | (35) |
| RESULTADO OPERATIVO (EBITDA) | 8,649 | 7,183 |
| Otros resultados | (231) | - |
| Amortizaciones y depreciaciones | (2,899) | (2,901) |
| RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (EBIT) | 5,520 | 4,282 |
| Resultados financieros | (214) | (142) |
| Resultados por puesta en equivalencia | 53 | 58 |
| RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS (BAI) | 5,358 | 4,199 |
| Impuesto sobre beneficios | (1,211) | (949) |
| RESULTADO NETO DEL EJERCICIO | 4,147 | 3,250 |
| RESULTADO ATRIBUIDO A ACCIONISTAS MINORITARIOS | 17 | 7 |
| RESULTADO NETO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE | 4,130 | 3,243 |
| BENEFICIO POR ACCIÓN, en euros | 1.33 | 1.04 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo II

Tabla A: Evolución histórica de la cifra de ventas (2014-2022).

| Evolución Histórica | | |
|---------------------|------------------------------|-------------|
| Periodo | Ventas (en millones de €) | Crecimiento |
| 2014 | 18,117 | |
| 2015 | 20,900 | 15.36% |
| 2016 | 23,311 | 11.54% |
| 2017 | 25,336 | 8.69% |
| 2018 | 26,145 | 3.19% |
| 2019 | 28,286 | 8.19% |
| 2020 | 20,402 | -27.87% |
| 2021 | 27,716 | 35.85% |
| 2022 | 32,569 | 17.51% |
| | Media | 10.75% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo III

Tabla B: Evolución histórica de los costes de la mercancía (2014-2022)

| Evolución Histórica | | | |
|---------------------|------------------------------|---|----------------|
| Periodo | Ventas (en millones de €) | Coste de la mercancía (en millones de €) | % sobre ventas |
| 2014 | 18,117 | (7,548) | 42% |
| 2015 | 20,900 | (8,811) | 42% |
| 2016 | 23,311 | (10,032) | 43% |
| 2017 | 25,336 | (11,076) | 44% |
| 2018 | 26,145 | (11,329) | 43% |
| 2019 | 28,286 | (12,479) | 44% |
| 2020 | 20,402 | (9,013) | 44% |
| 2021 | 27,716 | (11,902) | 43% |
| 2022 | 32,569 | (14,011) | 43% |
| | Media | | 43% |
| | Desviación típica | | 1% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo IV

Tabla C: Evolución histórica de los gastos de explotación (2018-2022).

| Evolución Histórica | | | | | | | |
|---------------------|------------------------------|--|----------------|---|----------------|---|----------------|
| Periodo | Ventas (en millones de €) | Gastos de personal (en millones de €) | % sobre ventas | Arrendamientos operativos (en millones de €) | % sobre ventas | Otros gastos operativos (en millones de €) | % sobre ventas |
| 2019 | 28,286 | (4,430) | 16% | (695) | 2% | (3,051) | 11% |
| 2020 | 20,402 | (3,376) | 17% | (181) | 1% | (3,250) | 16% |
| 2021 | 27,716 | (4,179) | 15% | (519) | 2% | (3,898) | 14% |
| 2022 | 32,569 | (4,753) | 15% | (859) | 3% | (4,255) | 13% |
| | Media | | 15% | Media | 2% | Media | 13% |
| | Desviación típica | | 1% | Desviación típica | 1% | Desviación típica | 2% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo V

Tabla D: Evolución histórica de las amortizaciones e inversiones de inmovilizado (2015-2022).

| Evolución Histórica | | | | |
|---------------------|------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| Periodo | Amortización (en millones de €) | Inversiones | | |
| | | Material (en millones de €) | Intangible (en millones de €) | Total (en millones de €) |
| 2015 | 1,022 | 1,354 | 164 | 1,518 |
| 2016 | 1,063 | 1,259 | 173 | 1,432 |
| 2017 | 963 | 1,589 | 183 | 1,772 |
| 2018 | 1,100 | 1,391 | 230 | 1,621 |
| 2019 | 2,826 | 914 | 238 | 1,152 |
| 2020 | 3,045 | 467 | 241 | 708 |
| 2021 | 2,901 | 666 | 460 | 1,126 |
| 2022 | 2,899 | 1,027 | 388 | 1,415 |
| Media | | | | 1,434 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo VI

Tabla E: Evolución histórica del capital circulante (2016-2022).

| Evolución Histórica | | | |
|---------------------|------------------------------|--|----------------|
| Periodo | Ventas (en millones de €) | Capital Circulante (en millones de €) | % sobre ventas |
| 2016 | 23,311 | (1,544) | -7% |
| 2017 | 25,336 | (1,283) | -5% |
| 2018 | 26,145 | (1,401) | -5% |
| 2019 | 28,286 | (2,316) | -8% |
| 2020 | 20,402 | (1,535) | -8% |
| 2021 | 27,716 | (2,233) | -8% |
| 2022 | 32,569 | (2,170) | -7% |
| Media | | | -7% |
| Desviación típica | | | 1% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo VII

Tabla F: Evolución histórica del tipo efectivo del impuesto de sociedades.

| Evolución Histórica | | | |
|---------------------|---------------------------|---------------------------------|---------------|
| Periodo | BAI (en millones de €) | Impuestos (en millones de €) | Tipo efectivo |
| 2016 | 4,078 | 917 | 22.49% |
| 2017 | 4,351 | 979 | 22.50% |
| 2018 | 4,428 | 980 | 22.13% |
| 2019 | 4,681 | 1,034 | 22.09% |
| 2020 | 1,401 | 297 | 21.20% |
| 2021 | 4,199 | 949 | 22.60% |
| 2022 | 5,358 | 1,211 | 22.60% |
| Media | | | 22.23% |
| Desviación típica | | | 0.50% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la Memoria.

Anexo VIII

Tabla G: Proyección de los flujos de caja libres bajo un escenario optimista (2023-2028)

| Cuentas de resultados (cifras en millones de euros) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 36,069 | 39,945 | 44,237 | 48,991 | 54,256 | 60,086 |
| Coste de las mercancías | (15,149) | (16,777) | (18,580) | (20,576) | (22,787) | (25,236) |
| MARGEN BRUTO | 20,920 | 23,168 | 25,658 | 28,415 | 31,468 | 34,850 |
| Gasto de explotación | (9,545) | (10,571) | (11,707) | (12,965) | (14,358) | (15,901) |
| EBITDA | 11,375 | 12,597 | 13,951 | 15,450 | 17,110 | 18,949 |
| Amortizaciones | (3,211) | (3,523) | (3,836) | (4,148) | (4,460) | (4,772) |
| EBIT | 8,164 | 9,074 | 10,115 | 11,302 | 12,650 | 14,176 |
| Gasto por impuesto sobre el beneficio | (1,845) | (2,051) | (2,286) | (2,554) | (2,859) | (3,204) |
| Resultado de explotación después de impuestos | 6,318 | 7,023 | 7,829 | 8,748 | 9,791 | 10,972 |
| EBITDA después de impuestos | 9,530 | 10,546 | 11,665 | 12,896 | 14,251 | 15,745 |
| Variación del capital circulante | (276) | (263) | (291) | (322) | (357) | (395) |
| Inversiones de inmovilizado | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) |
| Flujo de Caja Libre | 7,820 | 8,850 | 9,940 | 11,139 | 12,460 | 13,916 |

Fuente: Elaboración propia.

Anexo IX

Tabla H: Proyección de los flujos de caja libres bajo un escenario pesimista (2023-2028)

| Cuentas de resultados (cifras en millones de euros) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 34,849 | 37,288 | 39,898 | 42,691 | 45,680 | 48,877 |
| Coste de las mercancías | (15,682) | (16,780) | (17,954) | (19,211) | (20,556) | (21,995) |
| MARGEN BRUTO | 19,167 | 20,509 | 21,944 | 23,480 | 25,124 | 26,883 |
| Gasto de explotación | (11,487) | (12,291) | (13,151) | (14,072) | (15,057) | (16,111) |
| EBITDA | 7,680 | 8,218 | 8,793 | 9,409 | 10,067 | 10,772 |
| Amortizaciones | (3,211) | (3,523) | (3,836) | (4,148) | (4,460) | (4,772) |
| EBIT | 4,469 | 4,694 | 4,957 | 5,261 | 5,607 | 5,999 |
| Gasto por impuesto sobre el beneficio | (1,010) | (1,061) | (1,120) | (1,189) | (1,267) | (1,356) |
| Resultado de explotación después de impuestos | 3,459 | 3,633 | 3,837 | 4,072 | 4,340 | 4,644 |
| EBITDA después de impuestos | 6,670 | 7,157 | 7,673 | 8,220 | 8,800 | 9,416 |
| Variación del capital circulante | (194) | (165) | (177) | (189) | (203) | (217) |
| Inversiones de inmovilizado | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) |
| Flujo de Caja Libre | 5,043 | 5,558 | 6,062 | 6,597 | 7,164 | 7,765 |

Fuente: Elaboración propia.

Anexo X

Tabla I: Proyección de los flujos de caja libres para el accionista bajo un escenario optimista (2023-2028).

| Cuentas de resultados (cifras en millones de euros) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 36,069 | 39,945 | 44,237 | 48,991 | 54,256 | 60,086 |
| Coste de las mercancías | (15,149) | (16,777) | (18,580) | (20,576) | (22,787) | (25,236) |
| MARGEN BRUTO | 20,920 | 23,168 | 25,658 | 28,415 | 31,468 | 34,850 |
| Gasto de explotación | (9,545) | (10,571) | (11,707) | (12,965) | (14,358) | (15,901) |
| EBITDA | 11,375 | 12,597 | 13,951 | 15,450 | 17,110 | 18,949 |
| Amortizaciones | (3,211) | (3,523) | (3,836) | (4,148) | (4,460) | (4,772) |
| EBIT | 8,164 | 9,074 | 10,115 | 11,302 | 12,650 | 14,176 |
| Ingresos financieros | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Gastos financieros | (201) | (183) | (164) | (146) | (127) | (109) |
| Diferencias de cambio | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) |
| Resultados financieros | (216) | (198) | (179) | (161) | (142) | (124) |
| Resultados antes de impuestos | 7,947 | 8,876 | 9,936 | 11,141 | 12,508 | 14,053 |
| Gasto por impuesto sobre el beneficio | (1,796) | (2,006) | (2,246) | (2,518) | (2,827) | (3,176) |
| EBITDA después de impuestos e intereses | 9,377 | 10,408 | 11,541 | 12,786 | 14,156 | 15,664 |
| Variación del capital circulante | (238) | (217) | (236) | (257) | (281) | (306) |
| Inversiones de inmovilizado | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) |
| Flujo libre de tesorería después de intereses | 7,706 | 8,758 | 9,871 | 11,095 | 12,442 | 13,924 |
| Devolución de deuda | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) |
| Flujo libre de Caja para el accionista | 6,003 | 7,055 | 8,168 | 9,392 | 10,739 | 12,222 |

Fuente: Elaboración propia.

Anexo XI

Tabla J: Proyección de los flujos de caja libres para el accionista bajo un escenario pesimista (2023-2028).

| Cuentas de resultados (cifras en millones de euros) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe neto de la cifra de negocios | 34,849 | 37,288 | 39,898 | 42,691 | 45,680 | 48,877 |
| Coste de las mercancías | (15,682) | (16,780) | (17,954) | (19,211) | (20,556) | (21,995) |
| MARGEN BRUTO | 19,167 | 20,509 | 21,944 | 23,480 | 25,124 | 26,883 |
| Gasto de explotación | (11,487) | (12,291) | (13,151) | (14,072) | (15,057) | (16,111) |
| EBITDA | 7,680 | 8,218 | 8,793 | 9,409 | 10,067 | 10,772 |
| Amortizaciones | (3,211) | (3,523) | (3,836) | (4,148) | (4,460) | (4,772) |
| EBIT | 4,469 | 4,694 | 4,957 | 5,261 | 5,607 | 5,999 |
| Ingresos financieros | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Gastos financieros | (201) | (183) | (164) | (146) | (127) | (109) |
| Diferencias de cambio | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) | (46) |
| Resultados financieros | (216) | (198) | (179) | (161) | (142) | (124) |
| Resultados antes de impuestos | 4,253 | 4,496 | 4,778 | 5,100 | 5,465 | 5,876 |
| Gasto por impuesto sobre el beneficio | (961) | (1,016) | (1,080) | (1,153) | (1,235) | (1,328) |
| EBITDA después de impuestos e intereses | 6,518 | 7,019 | 7,549 | 8,110 | 8,705 | 9,335 |
| Variación del capital circulante | (238) | (217) | (236) | (257) | (281) | (306) |
| Inversiones de inmovilizado | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) | (1,434) |
| Flujo libre de tesorería después de intereses | 4,846 | 5,368 | 5,879 | 6,419 | 6,990 | 7,596 |
| Devolución de deuda | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) | (1,703) |
| Flujo libre de Caja para el accionista | 3,144 | 3,666 | 4,176 | 4,716 | 5,288 | 5,893 |

Fuente: Elaboración propia.

Anexo XII

H & M: Hennes & Mauritz es una cadena multinacional sueca de tiendas de ropa con establecimientos en Europa, Oriente Próximo, África, Asia y Latinoamérica. La multinacional, a través de sus marcas, ofrece ropa, accesorios, calzado, cosméticos, textiles para el hogar y artículos para el hogar para mujeres, hombres, adolescentes, niños y bebés en todo el mundo.

Fast Retailing Co., Ltd (Uniqlo): Fast Retailing es una empresa multinacional de comercio minorista de Japón, con sede en Yamaguchi. Su principal subsidiaria es Uniqlo, marca de moda que cuenta con más 1.000 tiendas repartidas por el mundo y que ofrece ropa sencilla e informal a precios muy asequibles para toda la familia.

The Gap, Inc: GAP es una empresa estadounidense con sede en San Francisco, California. La compañía opera como empresa minorista de ropa y ofrece ropa, accesorios y productos de cuidado personal para hombres, mujeres y niños bajo las marcas Old Navy, Gap, Banana Republic y Athleta. La empresa cuenta con más de 3.000 tiendas, gracias a las cuales adquiere una gran presencia global en: Estados Unidos, Canadá, Chile, Colombia, Perú, Paraguay, Uruguay, Europa y Japón.

PVH Corp: PVH es una empresa estadounidense de ropa que posee marcas como Tommy Hilfiger, Calvin Klein, Warner 's, Olga y True & Co. La empresa se dedica al diseño, comercialización y venta al por menor de ropa y accesorios para hombres, mujeres y niños. Los principales mercados donde opera son Estados Unidos, Canadá, Europa y Asia, donde distribuye sus productos en grandes almacenes, cadenas y tiendas especializadas, así como a través de minoristas independientes y de precio reducido, tiendas outlet y concesionarios gestionados por la empresa.

Urban Outfitters: Urban Outfitters es una multinacional estadounidense de moda y estilo de vida con sede en Filadelfia, Pensilvania. El grupo opera bajo distintas marcas: Anthropologie, Urban Outfitters, Free People y Nuuly. El grupo vende sus productos al por mayor a través de grandes almacenes y tiendas especializadas de todo el mundo, negocios digitales y el segmento minorista de la empresa. Además, dispone de una red operativa compuesta por 700 tiendas distribuidas en Estados Unidos, Canadá y Europa.

American Eagle Outfitters, Inc: American Eagle Outfitters es una empresa estadounidense que opera globalmente como minorista de moda. La empresa ofrece un surtido de ropa, accesorios y productos de cuidado personal para hombre y mujer bajo la marca American Eagle, y colecciones de ropa íntima, ropa de deporte y baño bajo la marca Aerie. La empresa dispone de 1.160 tiendas localizadas en Estados Unidos, Canadá, México, Hong Kong y Japón. También tiene acuerdos de licencia con terceros para operar tiendas American Eagle y Aerie y negocios de mercado online en Asia, Europa, India, Latinoamérica y Oriente Medio.

Anexo XIII

Tabla K: Datos financieros del Grupo Inditex y empresas comparables correspondientes al ejercicio del año 2022.

| Empresa | Ventas 31/12/2022 | EBITDA 31/12/2022 | BPA (Diluido a 2022) | Beneficio Neto 31/12/2022 |
|---------------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|------------------------------|
| INDITEX | 32,569 | 8,348 | 1.33 | 4,130 |
| H&M | 223,553 | 29,910 | 2.16 | 3,566 |
| GAP | 15,616 | 471 | (0.55) | (202) |
| FAST RETAILING | 2,301,122 | 601,419 | 890.43 | 273,335 |
| PVH | 9,024 | 471 | 3.03 | 200 |
| URBAN OUTFITTERS | 4,795 | 329 | 1.70 | 157 |
| AMERICAN EAGLE OUTFITTERS | 4,990 | 400 | 0.64 | 125 |

() Cifras expresadas en millones de la moneda de curso legal del país de procedencia de cada empresa.*

Fuente: Elaboración propia a partir de *yahoo finance*.