



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Valoración de empresas: Sector Textil, Vestido y
Calzado.

Grupo Inditex y Liwe Española.

Autor

Isabel Laguarda Velicias

Director

Luis Alberto Fabra Garcés

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA: LORENZO NORMANTE

Año: 2016/2017

Resumen

En la economía de las empresas es común relacionar el valor con su precio, por lo tanto es importante tener clara la distinción entre los dos términos de valor y precio. El precio es la cantidad en la que vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa y el valor es la percepción subjetiva.

Por ello, la valoración de una empresa no es un ejercicio para determinar el precio, sino un proceso que busca determinar el valor objetivo a través de la búsqueda de cualidades económicas importantes que afectan y condicionan a su valor.

Existen diversos métodos de valoración que se desarrollan en el presente trabajo, pero el valor de la empresa va a depender siempre de las circunstancias concretas de cada momento y por ello se lleva a cabo un análisis de los diferentes métodos, tanto estáticos como dinámicos, para concluir que método es el más efectivo para la valoración.

Palabras clave: sector bienes de consumo, métodos de valoración, métodos basados en el descuento de flujos, value drivers.

Abstract

In business economics, it is common to associate the value to price, so it is important to have a clear distinction between the two terms of value and price.

The price is the amount in which the seller and buyer agree to make an operation and the value is the subjective perception.

Therefore, the valuation of a company is not an exercise to determine the price, but a process that seeks to determine the objective value through the search for important economic qualities that affect and condition their value.

There are several methods of valuation that are developed in the present work, but the value of the company will always depend on the concrete circumstances of each moment and therefore an analysis of the different methods, both static and dynamic, is carried out to conclude that method is the most effective for valuation.

Keywords: consumer goods sector, valuation methods, methods based on discount of flows “free cash flow”, value drivers.

ÍNDICE

1- Introducción	4
2- Descripción general y objetivos	5
3- Sector económico y empresas seleccionadas	6
3.1. Situación económica actual	6
3.2. Sector textil	7
3.3. Empresas	9
3.3.1. INDITEX	9
3.3.2. LIWE ESPAÑOLA	9
4- Análisis contable	10
4.1. Estructura patrimonial.....	10
4.2. Fondo de Maniobra y Necesidades Operativas de Fondos	11
4.3. Evolución de las masas patrimoniales	13
4.4. Ratios financieros	16
4.4.1. Ratios de estructura.	16
4.4.2. Ratios de equilibrio.	17
4.4.3. Ratios de liquidez.	17
4.4.4. Ratios de solvencia.....	18
5- Valoración de las empresas seleccionadas	19
5.1. Métodos de valoración basados en el balance	19
5.1.1. Aplicación en Inditex	21
5.1.2. Aplicación en Liwe Española.....	21
5.2 Métodos basados en la cuenta de resultados.....	22
5.2.1. Aplicación en Inditex	22
5.2.2. Aplicación en Liwe Española.....	24
5.2.3. Conclusiones	25
5.3 Métodos mixtos.....	25
5.3.1. Aplicación a Inditex	27
5.3.2. Aplicación a Liwe Española.....	29
5.3.3. Conclusiones	29
5.4 Métodos basados en el descuento de flujos.	30
5.4.1. Aplicación en Inditex	31

5.4.1.1. Análisis histórico de la empresa.	31
5.4.1.2. Proyección Balance Inditex.	32
5.4.1.3. Proyección Cuenta de pérdidas y ganancias Inditex.	34
5.4.1.4. Proyección del flujo de tesorería.	35
5.4.2. Aplicación en Liwe Española.....	37
5.4.2.2. Análisis histórico de la empresa	37
5.4.2.3. Proyección Balance Liwe Española	37
5.4.2.4. Proyección Cuenta de pérdidas y ganancias.....	39
5.4.2.5. Proyección del flujo de tesorería.	40
5.4.3. Value drivers.....	41
6- Conclusiones	42
7- Bibliografía.....	44
8- Anexo	46
Anexo I. Cuentas anuales completas.	46
Anexo II. Proyección Cuentas anuales	53
Anexo III. Tablas descuento flujo de caja	57
Anexo IV. Otras tablas.....	59

1- Introducción

El trabajo tiene como objetivo analizar los diferentes métodos de valoración de empresas mediante el estudio de dos de ellas pertenecientes a un mismo sector, en este caso de bienes de consumo (textil, vestido y calzado), para obtener conclusiones de cuáles son los métodos más adecuados para tomar decisiones acertadas con respecto a las dos empresas escogidas.

El estudio se realiza por análisis sectorial debido a que las circunstancias concretas de cada momento son elementos a tener en cuenta en la valoración ya que pueden condicionar el método y el resultado del mismo.

La finalidad de la valoración de las empresas escogidas es llegar a conocer el valor de cada una de ellas considerándolas como unidades económicas simples y teniendo en consideración elementos que puedan influir en el valor de cada una de ellas.

En primer lugar, se realizará una descripción del sector al que pertenecen las dos empresas elegidas, analizando su evolución, haciendo hincapié en el análisis coyuntural.

A continuación se analizará la estructura contable de las dos empresas a través de ratios significativos para conseguir una información complementaria a las cifras absolutas.

Se explicará la información proporcionada por cada ratio, utilizando únicamente aquellos que faciliten información útil para el tipo de análisis que se está llevando a cabo.

En segundo lugar se llevará a cabo el apartado más significativo del trabajo y que engloba el sentido del mismo, aplicando y analizando los métodos de valoración para cada una de las empresas.

Finalmente, una vez aplicados y analizados los métodos de valoración, se obtiene las conclusiones de los aspectos más importantes del trabajo.

2- Descripción general y objetivos

En el siguiente trabajo se analiza el sector de bienes de consumo, concretamente el subsector “Textil, vestido y calzado” a través de las dos empresas escogidas que son: Industria de Diseño Textil, SA “INDITEX” y LIWE ESPAÑOLA S.A.

Se realiza un análisis de las dos empresas, comparando los resultados obtenidos, teniendo en cuenta que INDITEX es la empresa más fuerte y representativa del sector y LIWE una empresa mediana que está cogiendo fuerza en el mismo.

La información que se ha utilizado para realizar el análisis de las empresas se ha obtenido de las cuentas anuales individuales auditadas del grupo INDITEX y del grupo LIWE ESPAÑOLA en el periodo de cinco años 2012-2016 tratada con el programa informático de Excel, herramienta para calcular los diferentes métodos de valoración.

Uno de los principales motivos por los que se ha escogido el sector bienes de consumo es por su actual crecimiento en la economía, que se desarrollará en el siguiente punto.

Además, la elección de la empresa INDITEX, líder en el sector desde hace muchos años, proporciona una visión de madurez en el sector y con la empresa LIWE las posibilidades de crecimiento al representar una empresa mediana.

Uno de los objetivos fundamentales del trabajo será conocer la situación actual del sector, y comprobar cómo la información coyuntural afecta a las tomas de decisiones.

Otro de ellos será realizar un análisis económico y financiero de sus estados contables para comprender, a través de la información histórica proporcionada por sus cuentas anuales, la situación actual de las dos empresas y comparar los resultados de ratios empleados de las mismas.

El objetivo final será comparar el valor de la empresa obtenido mediante los métodos e hipótesis propias, que posteriormente se explican y desarrollan en el presente trabajo, con el valor de la compañía en el mercado para poder tomar decisiones de inversión en caso de que la compañía sea infravalorada o en caso contrario, desinversión en caso de que la compañía resulte sobrevalorada.

3- Sector económico y empresas seleccionadas

En el siguiente punto se va a realizar un análisis coyuntural actual del sector y una pequeña presentación de las empresas elegidas para su posterior valoración.

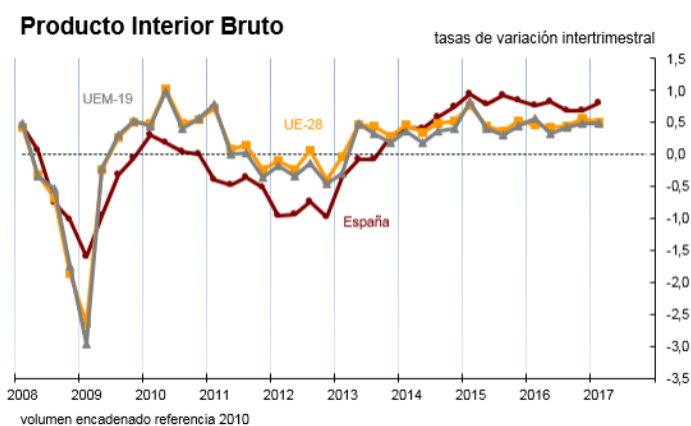
3.1. Situación económica actual

A través de la información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadística, nota de prensa del primer trimestre del año 2017 de Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) se puede destacar los siguientes puntos de interés.

- El Producto Interior Bruto (PIB) generado por la economía española ha registrado un crecimiento trimestral del 0,8%. Esta tasa es una décima superior a la registrada en el cuarto trimestre de 2016.

En términos anuales, la tasa de crecimiento del PIB es del 3,0%, como consecuencia de una aportación similar tanto de la demanda nacional como de la demanda externa.

En el siguiente gráfico, se observa la evolución del PIB en tasas de variación trimestral, comparando con UEM-19 y UEM-28.



Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral.

- La contribución de la demanda nacional al crecimiento anual del PIB es de 2,2 puntos.
- La industria manufacturera crece a un ritmo de 3,7%, tasa que resulta siete décimas superior a la del trimestre precedente.

A continuación se muestran datos del IPC del mes de Mayo, índice que expresa el crecimiento de los precios de una serie de bienes de consumo. Es el indicador de precios más utilizados en una economía.

- La tasa anual del IPC en el mes de mayo es del 1,9%, siete décimas inferior a la registrada en el mes anterior.
- En vestido y calzado, la tasa se sitúa en el 0,1%, dos décimas por debajo de la de abril, causa de que los precios de las prendas de vestir y el calzado suben este mes menos que el mismo mes del año anterior.
- La evolución mensual de vestido y calzado, grupo que tiene una importante repercusión en el IPC con un 0,157, tiene una variación del 2,4% ya que recoge el comportamiento de los precios en la temporada primavera-verano.

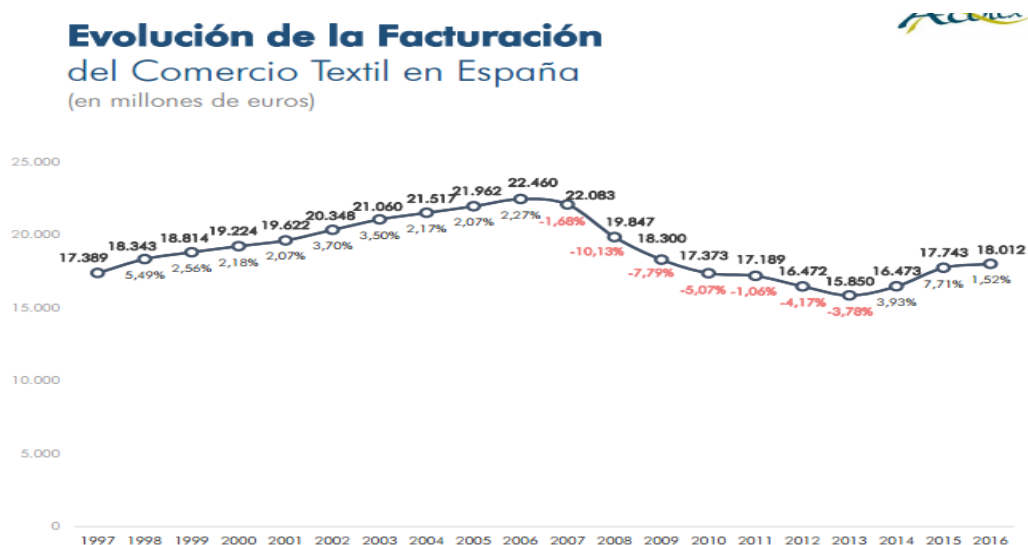
3.2. Sector textil

El sector de la moda es uno de los más dinámicos y crecientes a nivel mundial.

En España, según el informe elaborado por el ISEM Fashion Business School, el sector de la moda continúa ganando peso en la economía española alcanzado el 2,9% del PIB.

Gracias a la entrada de España en la Unión Europea y la liberalización mundial del comercio textil, el sector de la moda en España se ha adaptado a los cambios y se ha fortalecido gracias a la mejora en su competitividad, diseño, calidad y servicio. Paulatinamente ha cambiado el escenario competitivo debido a la desregulación arancelaria, desaparición de medidas de fomento a la exportación y otros elementos.

En el siguiente gráfico, elaborado por ACOTEX, Organización Empresarial del sector del comercio textil y complementos nos muestra la evolución de la facturación en España.



Fuente: Acotex

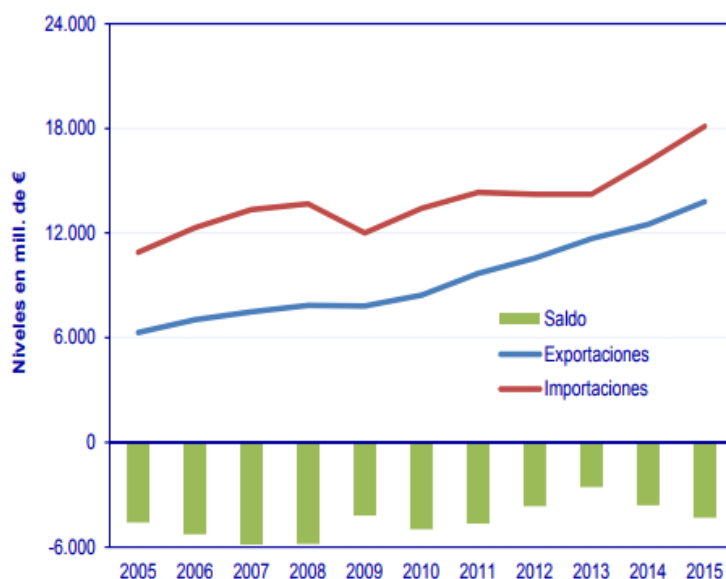
Como podemos observar, el sector encadena tres años consecutivos en ascenso obteniendo en el año 2016 una facturación de 18.012 millones de euros lo que supone un 1,52% más que el año anterior.

El sector textil y la confección española según datos del Centro de Información Textil y de la Confección (CYTIC) exportaron en el año 2016 un 9,9% más que el año anterior, constatando una orientación clara hacia los mercados exteriores.

Países de la Unión Europea son los principales destinos de las exportaciones españolas, con Portugal y Francia a la cabeza.

En el caso de las importaciones la evolución también ha sido positiva, aumentando un 6% en el año 2016 con respecto al anterior. El principal origen de las importaciones españolas de textiles es China.

En el siguiente gráfico se puede observar las exportaciones e importaciones del sector textil y confección en el periodo de diez años.



Fuente: SG Estudios, Análisis y Planes de Actuación, a partir de datos de Aduanas (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas)

Con respecto a la distribución geográfica de las empresas del sector en España, cerca del 66% se concentran en cuatro Comunidades Autónomas: Cataluña (32,6%), Comunidad Valenciana (14,3%), Madrid (10,9%) y Andalucía (10,5%).

3.3. Empresas

3.3.1. INDITEX

Inditex es un grupo de distribución de moda que nació en 1963 como fábrica de ropa femenina y actualmente cuenta con 7.292 tiendas en los cinco continentes bajo las marcas principales de: Zara, Zara Home, Massimo Dutti, Pull & Bear, Bershka, Oysho, Uterqüe, Lefties y Stradivarius.

España cuenta con 1763 tiendas, como podemos observar en la siguiente imagen proporcionada por INDITEX.



Fuente: INDITEX

Inditex cotiza en bolsa desde el año 2001 y forma parte de índices bursátiles como Ibex-35, FTSE Eurotop 100 y Eurostoxx 600.

A continuación se muestra la evolución de la cotización de Inditex en el Ibex-35, situándose día 19 de Junio de 2017 en un precio de 35,432€.



Fuente: Investing (19/06/2017)

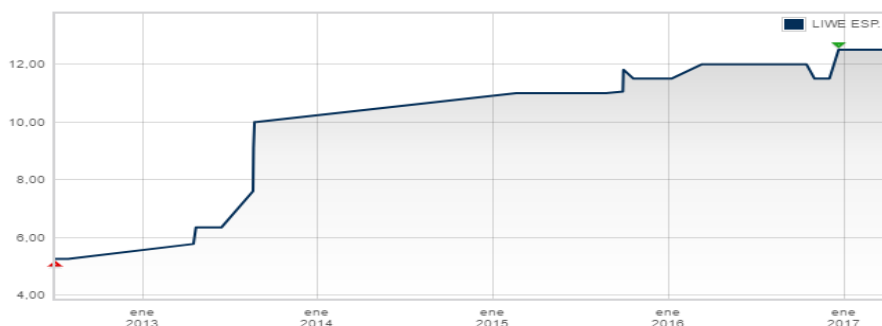
3.3.2. LIWE ESPAÑOLA

Liwe Española es una empresa dedicada al diseño, confección y distribución de prendas de vestir, calzados y accesorios. Constituida por la familia Pardo Cano en el año 1973.

Con más de 50 años de historia Liwe Española se ha caracterizado por sus continuos procesos de cambio e innovación fundamentales para su crecimiento continuo en un sector plagado de competidores.

En la actualidad Liwe Española cuenta con más de 1.800 empleados y se encuentra posicionada en diversos países: España, Portugal, Italia y Polonia.

En el año 1989 Liwe Española S.A salta a la cotización bursátil y se mantiene en el mercado de corros de la Bolsa de Madrid desde entonces.



Fuente: Bolsa de Madrid (Junio 2017)

4- Análisis contable

4.1. Estructura patrimonial

El análisis patrimonial trata de estudiar la estructura patrimonial de la empresa a través de las partidas de su balance, como expresión del patrimonio que es, en sus dos vertientes, inversión-financiación.

Para ello, se analiza su estructura patrimonial representada en masas patrimoniales para los años 2015 y 2016, ambos años representados en unidades monetarias.

ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO CIRCULANTE	ACTIVO FIJO	PASIVO FIJO
Disponible	Acreeedores	Inmovilizado	Deuda a l/p
Deudores	Otras deudas a corto plazo	Otros activos a l/p	Otro pasivo a l/p
Otros activos a c/p			

Y por último, el PATRIMONIO NETO, como la suma de las partidas pertenecientes al patrimonio.

En el caso de Inditex, en unidades monetarias:

INDITEX 2015 y 2016					
	2015	2016		2015	2016
Activo Circulante	2.700.841.000	3.321.718.000	Acreedores	1.606.099.000	1.904.088.000
Caja	1.741.253.000	2.045.807.000	Deudas a c/p	31.950.000	63.674.000
Deudores y existencias	959.588.000	1.275.911.000	Otro pasivo a c/p	1.371.359.000	1.664.022.000
Otro activos a c/p	933.617.000	1.154.314.000	Netro patrimonial	3.389.541.000	3.697.666.000
Activo Fijo	384.830.000	418.192.000	Deuda a l/p	21.000	608.000
Otro activo a l/p	3.402.070.000	3.333.303.000	Otro pasivo a l/p	1.022.388.000	897.469.000
TOTAL ACTIVO	7.421.358.000	8.227.527.000	TOTAL PN y PASIVO	7.421.358.000	8.227.527.000

En el caso de Liwe Española, en unidades monetarias:

LIWE ESPAÑOLA 2015 y 2016					
	2015	2016		2015	2016
Activo Circulante	57.248.003	42.030.527	Acreedores	10.693.279	9.837.000
Caja	14.284.261	5.287.277	Deudas a c/p	41.362.985	45.122.839
Deudores y existencias	42.963.742	63.350.726	Otro pasivo a c/p	5.200	217.636
Otro activos a c/p	1.100.099	14.571.670	Netro patrimonial	44.862.961	48.401.327
Activo Fijo	44.600.263	48.779.056	Deuda a l/p	8.844.696	5.307.507
Otro activo a l/p	5.676.282	605.814	Otro pasivo a l/p	2.855.526	2.388.035
TOTAL ACTIVO	108.624.647	111.274.344	TOTAL PN y PASIVO	108.624.647	111.274.344

4.2. Fondo de Maniobra y Necesidades Operativas de Fondos

El Fondo de Maniobra se puede definir como los recursos financieros a largo plazo que una empresa necesita para llevar a cabo su actividad en el corto plazo.

Su cálculo es el siguiente:

$$FM = \text{Recursos permanentes (PN Y PNC)} - \text{Activo fijo}$$

Las partidas de circulante que conforman el fondo de maniobra son elementos del activo (inversiones) y pasivo (fuentes financieras) con unos plazos de conversión en disponible o exigible inferior a los 365 días.

Para alcanzar una situación de solvencia se requiere disponer de un volumen de inversiones circulantes superior a los recursos financieros a corto.

Un Fondo de Maniobra positivo es muy importante ya que nos situara en una situación de equilibrio financiero.

Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) se refieren a las inversiones netas necesarias que realiza una empresa en operaciones corrientes una vez deducida la financiación espontánea.

NOF (Necesidades Operativas de Fondos) = Deudores y existencias - Acreedores
--

A continuación se presenta los resultados e interpretaciones para las dos empresas en los años 2015 y 2016.

INDITEX		
FM= Recursos permanentes (PN Y PNC)- Activo fijo		
	2015	2016
FONDO MANIOBRA	4.027.120.000	4.177.551.000
NOF = Deudores y existencias - Acreedores		
	2015	2016
NOF	-646.511.000	-628.177.000

LIWE ESPAÑOLA		
FM= Recursos permanentes (PN Y PNC)- Activo fijo		
	2015	2016
FONDO MANIOBRA	11.962.920	14.066.342
NOF = Deudores y existencias - Acreedores		
	2015	2016
NOF	32.270.463	38.942.056

Como se puede observar, el Fondo de Maniobra en las dos empresas es positivo y aumenta de un año a otro. Por lo tanto se puede decir que se encuentran en una situación de equilibrio ya que el disponible generado por las inversiones circulantes cubre las necesidades para afrontar los vencimientos del pasivo circulante.

Las Necesidades Operativas de Fondos en el caso de Inditex son negativas, se puede deber a que el plazo de cobro a clientes es menor que el plazo de pago a los proveedores.

Para ello calculamos los días de cobro y de pago para afirmar la hipótesis:

Días de cobro = (Deudores medios / ventas) * 365

Días de pago = (Proveedores .medios / compras) * 365

Días de cobro Inditex (2016) = 26 días < Días de pago Inditex (2016) = 33 días
--

En el caso de Liwe Española las Necesidades de Fondos Operativas son positivas, eso significa que con la cantidad que suma las existencias y cuentas a cobrar se consigue financiar la totalidad de las cuentas a pagar.

4.3. Evolución de las masas patrimoniales

Una aplicación para estudiar la evolución de las masas patrimoniales será los números índices. Es un instrumento adecuado para indicar la evolución relativa experimentada respecto a un valor tomado como base 100, que será el año 2012.

$$\text{Número Índice } x1 = \frac{\text{Valor X1}}{\text{Valor X0 (Base)}} * 100$$

Para Inditex:

INDITEX					
	Evolución Números Índices				
Análisis de evolución con números índices	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO NO CORRIENTE	100	115	120	123	122
ACTIVO CORRIENTE	100	120	115	150	185
TOTAL ACTIVO	100	117	118	135	150
PATRIMONIO NETO	100	106	112	123	134
PASIVO NO CORRIENTE	100	303	254	215	189
PASIVO CORRIENTE	100	92	96	132	160
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	100	117	118	135	150

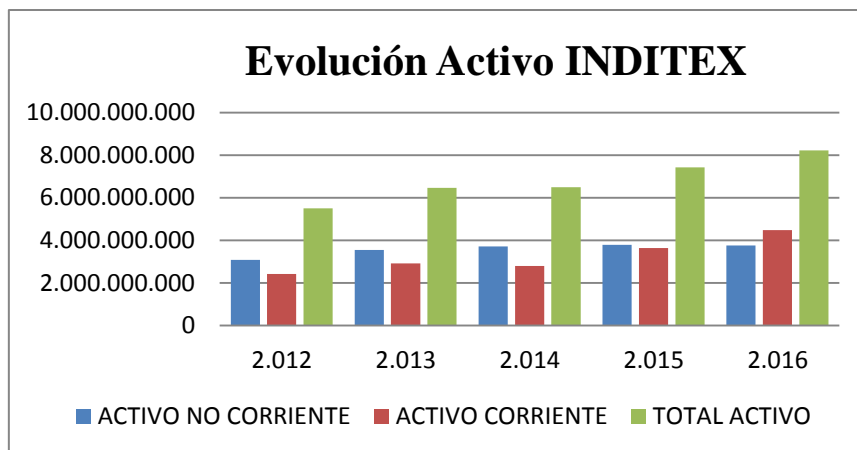
Interpretación:

Como se puede observar, existe una tendencia creciente en el total activo de Inditex, entendiendo total activo como la suma de bienes, recursos y derechos que posee una empresa.

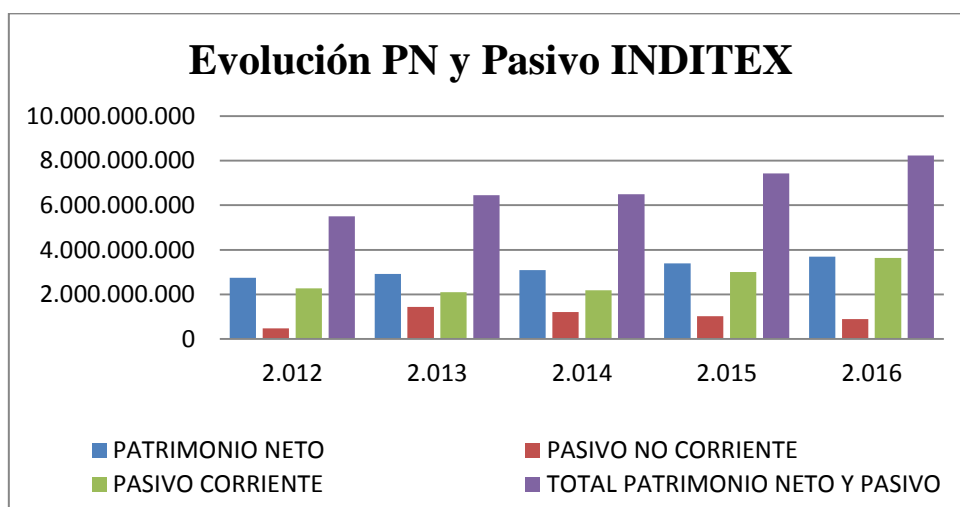
El Patrimonio Neto constituye el valor total de una empresa una vez deducida sus deudas. En la evolución por números índices existe una tendencia positiva del patrimonio neto. Dato importante ya que cuanto más activo se financie con fondos propios mayor solvencia tendrá la empresa.

El pasivo corriente aumenta, lo que significa que aumenta las obligaciones a corto plazo de la empresa. Y el pasivo no corriente en el año 2013 observamos una fuerte subida que posteriormente se convierte en una tendencia decreciente, por lo que a partir del año 2013 las obligaciones a largo plazo de la empresa empiezan a disminuir.

A continuación, se muestran dos gráficos con la evolución del activo y del pasivo.



Fuente: Elaboración propia.



Fuente: Elaboración propia.

Para Liwe Española

LIWE ESPAÑOLA					
Análisis de evolución con números índices	Evolución Números Índices con base 2012.				
	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVO NO CORRIENTE	100	107	110	114	107
ACTIVO CORRIENTE	100	111	111	158	174
TOTAL ACTIVO	100	109	110	134	137
PATRIMONIO NETO	100	119	139	156	168
PASIVO NO CORRIENTE	100	103	58	68	45
PASIVO CORRIENTE	100	103	113	148	157
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	100	109	110	134	137

Interpretación:

El total activo ha ido aumentando a lo largo de los cinco años, observando un salto importante del año 2014 al año 2015. Expresado en términos absolutos, pasando del año 2014 de 89.429.246€ a 108.624.647€ en el año 2015.

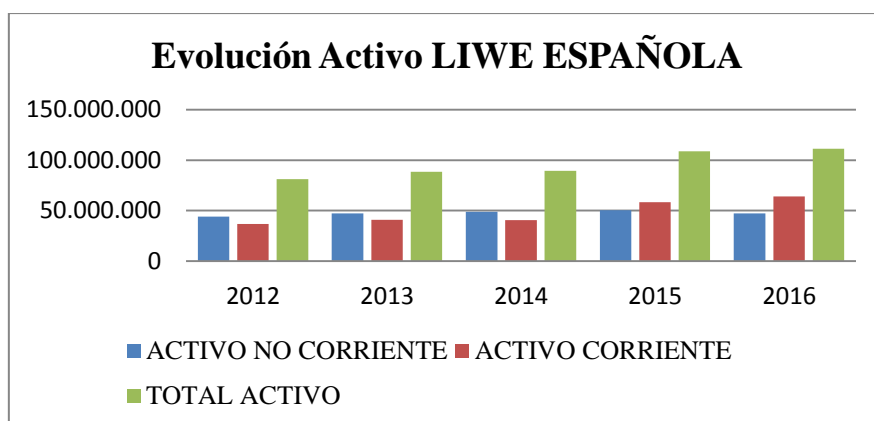
El patrimonio neto aumenta a un ritmo constante situándose en términos absolutos en el año 2016 en la cantidad de 48.401.327€.

El pasivo corriente aumenta a buen ritmo, por lo que las deudas a corto plazo aumentan año a año.

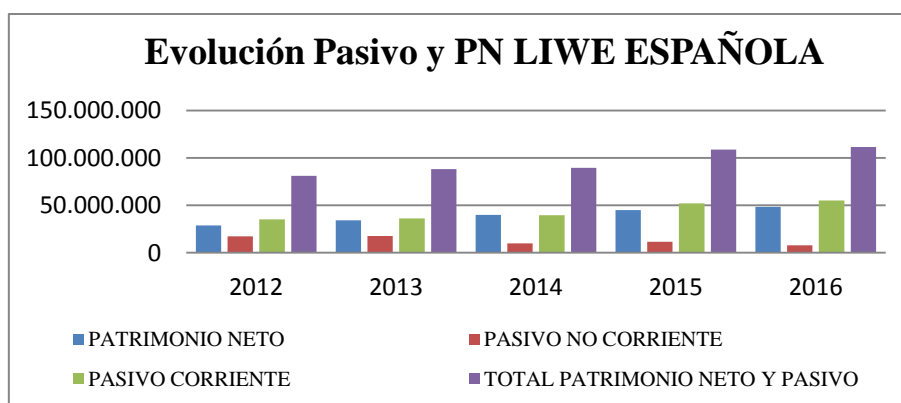
En el pasivo no corriente nos encontramos con una tendencia decreciente ya que disminuye anualmente.

Uno de los motivos que se observa en sus cuentas anuales es que la partida de “Acreedores por arrendamiento financiero” los dos primeros años tiene un saldo positivo pasando a partir del año 2014 a 0.

A continuación se presenta los gráficos de evolución del activo, pasivo y patrimonio neto de la empresa Liwe Española.



Fuente: Elaboración propia.



Fuente: Elaboración propia.

4.4. Ratios financieros

Los ratios, como su nombre indica, expresan el valor de una magnitud en función de otra. La adecuada elección de ratios depende siempre del objetivo perseguido.

El objetivo de este apartado es conseguir una información distinta y complementaria a las cifras absolutas.

El conjunto de ratios financieros los podemos desglosar en cuatro apartados. Todos ellos se obtendrán para los años 2015 y 2016.

- Ratios de estructura.
- Ratios que tratan de evaluar la situación de equilibrio.
- Ratios que evalúan la liquidez de la empresa.
- Ratios de solvencia.

4.4.1. Ratios de estructura.

Los ratios de estructura ponen en relación elementos y masas patrimoniales de activo y pasivo con elementos de activo o pasivo.

	2015		2016	
	LIWE	INDITEX	LIWE	INDITEX
Ratios de estructura				
Inmovilizado				
Activo total	0,41	0,05	0,38	0,05
Activo Circulante				
Activo total	0,53	0,36	0,38	0,40
Neto Patrimonial				
Pasivo total	0,70	0,84	0,77	0,82
Deudas totales				
Pasivo total	0,79	0,01	0,80	0,01

Correspondientes al activo, encontramos el ratio de inmovilizado y el de activo circulante con respecto al total activo. Nos indica la ponderación de cada una de las partidas con respecto al total.

Como podemos observar, Liwe Española tiene una ponderación mayor del inmovilizado y del activo circulante del activo con respecto a Inditex. Esto se debe a la mayor ponderación por parte de Inditex en partidas como Existencias o Realizable.

En los correspondientes al pasivo, el neto patrimonial tiene una mayor ponderación con respecto al pasivo en Inditex, por lo que la posición de esta última es mejor que la de Liwe Española ya que cuanto más activo esté financiado con fondos propios mayor solvencia.

En cuanto a deudas totales, Inditex tiene una menor ponderación con respecto al pasivo total en comparación con Liwe Española.

4.4.2. Ratios de equilibrio.

Son aquellos establecidos entre elementos de activo y pasivo, de tal forma que proporcionen una evaluación de la situación de equilibrio.

	2015		2016	
	LIWE	INDITEX	LIWE	INDITEX
Ratios de equilibrio				
Financiación básica				
Inmovilizado	1,27	11,46	1,33	10,99
Pasivo circulante				
Activo circulante	0,91	1,11	1,31	1,09

La financiación del inmovilizado debe efectuarse siempre con recursos financieros permanentes. El primer ratio nos mide la relación entre financiación básica y el inmovilizado. Valores superiores a la unidad expresan que la financiación básica cubre todo el inmovilizado y parte del circulante. Como podemos observar Inditex se distancia de la unidad por lo que habrá un mayor volumen de recursos permanentes financiando el circulante.

En el segundo ratio, en el caso de Liwe aumenta y en el caso de Inditex disminuye de un año a otro. En el primer caso, es debido a una notable disminución del activo circulante, es decir de las inversiones cuya conversión en disponible es inferior a 365 días.

En el caso de Inditex, disminuye muy poco de un año a otro, manteniéndose por encima de la unidad. Esa disminución se debe a un aumento del activo circulante.

4.4.3. Ratios de liquidez.

Estos ratios tratan de evidenciar una situación estática de capacidad empresarial para afrontar deudas que la empresa tiene a corto plazo.

	2015		2016	
	LIWE	INDITEX	LIWE	INDITEX
Ratios de liquidez				
$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	1,12	3,55	1,16	1,23
$\frac{\text{Disponible+Realizabe}}{\text{PC}}$	0,39	0,68	0,44	0,70
$\frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,27	0,58	0,26	0,56

El primer ratio nos informa sobre la capacidad de disponer de efectivo en un momento dado para hacer frente a nuestras obligaciones. En las dos empresas superan la unidad por lo que pueden hacer frente a las obligaciones de pago a corto plazo.

En el segundo ratio nos muestra la liquidez inmediata, el objetivo financiero es procurar que exista capacidad para afrontar las deudas. Algunos autores señalan como adecuado que el ratio se encuentre entre 0,8 y 1, por lo tanto podemos evidenciar que Inditex tiene una mayor capacidad para hacer frente a las deudas a corto plazo.

En el tercer ratio, parecido al primero pero con la salvedad de que aquí se está tomando como referencia el exigible a corto.

4.4.4. Ratios de solvencia.

Capacidad financiera de una empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago. No solo se habla de efectivo, sino también de todos los bienes y recursos disponibles.

Va a establecer cuántas unidades de inversión contamos para responder a una unidad de financiación ajena.

	2015		2016	
	LIWE	INDITEX	LIWE	INDITEX
Ratio de solvencia				
$\frac{\text{Activo total}}{\text{PC+PNC}}$	1,70	1,84	1,77	1,82

Autores establecen que el ratio de solvencia aceptable se encuentra entre 1,5 y 1,9.

Ambas empresas en los dos años se encuentran dentro de ese rango, pero Inditex disminuye su ponderación del activo total con respecto al PC+PNC y en el caso contrario, Liwe aumenta su ponderación del Activo total con respecto al PC+PNC.

5- Valoración de las empresas seleccionadas

A la hora de valorar las empresas elegidas para el trabajo, hay que tener en cuenta la situación en la que cada una se encuentra y lo que se quiere valorar.

Para ello, se utilizará los métodos principales de valoración de empresas, que son los siguientes:

BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MÉTODOS MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	VALUE DRIVERS
Valor contable	Valor de los Beneficios: PER	Método Indirecto		Cifra de ventas
Valor contable ajustado	Ventas	Método Directo		Precio de las materias primas
Valor de liquidación	EBITDA	Método de la U.E.C.	Free cash flow	
Valor sustancial	Otros múltiplos	Método CPNE		
CPNE				

Fuente: *Elaboración propia*

5.1. Métodos de valoración basados en el balance

Para comenzar con la valoración de las dos empresas escogidas es lógico empezar por el análisis de sus valores patrimoniales.

Estos métodos determinan el valor de la empresa a través de una estimación del valor de su patrimonio. Radica fundamentalmente en su balance y por lo tanto nos proporciona una visión estática ya que no tiene en cuenta la evolución futura del dinero o de otros factores que afectan al valor, como por ejemplo la situación del sector.

Los métodos basados en el balance y que describo a continuación en función de las definiciones proporcionadas por expertos (Pablo Fernández y Ansón Peña) son los siguientes:

- **Valor contable**

El valor contable de las acciones se le puede denominar también como el valor en libros o el valor de los recursos propios de la empresa.

Se calcula como la diferencia entre Activo total y Pasivo exigible, por lo que coincidirá con el patrimonio neto de la empresa.

- **Método del Valor neto contable ajustado.**

Este método trata de ajustar los valores de las cuentas de activos y pasivos históricos a sus valores de mercado para salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios estáticos.

En este caso no se ha podido realizar el método descrito debido a que no se dispone de información adicional para elaborarlo.

Por lo tanto, en los siguientes métodos en los que se necesite el valor contable ajustado se partirá del valor contable histórico, es decir el de balance.

- **Método de valor de liquidación**

Este método se aplicaría en el supuesto de que alguna de las dos empresas escogidas se encontrase en estado de liquidación.

El método permite conocer el valor de la empresa deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio.

- **Método Valor sustancial**

El valor sustancial se puede definir como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, opuesto al método de valor de liquidación. Representa la inversión que se necesitaría para obtener una empresa en las mismas condiciones.

Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirvan para la explotación.

Distinguimos tres tipos de valor sustancial.

- Valor sustancial bruto: Es el valor de los activos a precio de mercado.
$$\text{VSB} = \text{Activo total} - \text{Inversiones no operativas.}$$
- Valor sustancial neto: O también denominado valor neto corregido, es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible.
$$\text{VSN} = \text{VSB} - \text{Pasivo exigible.}$$
- Valor sustancial bruto o CPNE_ Es el valor sustancial bruto reducido únicamente por el valor de la deuda sin coste, es decir acreedores y proveedores.

CPNE= VSB-Deuda sin coste

En este apartado, obtendremos el valor sustancial a través del método del valor sustancial bruto, es decir, el valor del activo operativo a precio de mercado. No utilizaremos el valor sustancial neto ya que no resulta útil para el trabajo.

- **CPNE**

Este método se obtiene restando al valor sustancial la deuda sin coste.

5.1.1. Aplicación en Inditex

A continuación se muestra una tabla resumen de los métodos basados en el valor patrimonial desarrollados anteriormente. Su cálculo se puede encontrar en el anexo.

INDITEX (u.m)					
	2012	2013	2014	2015	2016
VALOR NETO CONTABLE	2.754.152.000	2.924.798.000	3.096.683.000	3.389.541.000	3.707.666.000
VALOR SUSTANCIAL	5.501.603.000	6.457.971.000	6.496.083.000	7.421.358.000	8.227.527.000
CPNE	4.034.101.000	5.080.293.000	5.276.115.000	5.815.259.000	6.323.439.000

Como podemos observar en la tabla, el valor neto contable nos refleja el patrimonio neto de la empresa, resultado que nos servirá para poder compararlo con su valor de mercado y saber si está por encima o por debajo.

Cuando calculamos los métodos de Valor Sustancial y CPNE observamos que las cifras aumentan, y esto es debido a que en el valor sustancial es el valor de los activos a precios de mercado y el CPNE es quitando a este último únicamente la deuda sin coste.

5.1.2. Aplicación en Liwe Española

LIWE ESPAÑOLA (u.m)					
	2012	2013	2014	2015	2016
VALOR NETO CONTABLE	28.769.249	34.184.120	39.889.561	44.862.961	48.401.327
VALOR SUSTANCIAL	81.078.124	88.291.020	89.429.246	108.624.647	111.274.344
CPNE	69.073.051	75.371.756	77.178.726	97.931.368	101.437.344

Ocurre lo mismo que en el caso de Inditex, el valor sustancial y cpne es más elevado que el valor neto contable debido a que el valor sustancial tenemos en cuenta el valor de mercado de los activos y en el cpne le restamos a este último la deuda sin coste.

5.2 Métodos basados en la cuenta de resultados.

Los siguientes métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de los beneficios, ventas u otros indicadores empleados.

Los métodos que se han empleado para la valoración en este apartado son los siguientes:

- **Valor de los beneficios, PER:** Resultante de multiplicar el Beneficio neto de cada una de las empresas por el PER.

Para ello se define que es el PER: Es el número veces que se tiene que repetir el beneficio para alcanzar el valor de la empresa.

Se calcula de la siguiente manera:

$$\text{PER} = \text{precio por acción/BPA}$$

- **Múltiplo de las ventas:** Se calcula multiplicando las ventas por un número que varía en función de la situación del mercado.
- **Otros múltiplos:** Para calcular el valor de la empresa se puede utilizar diferentes múltiplos como el BAIT, EBITDA, etc.

5.2.1. Aplicación en Inditex

- **PER**

En la aplicación del PER, se ha tenido en cuenta tanto el PER máximo, medio y mínimo obtenidos en la página de InvertirenBolsa.

PER INDITEX					
	2012	2013	2014	2015	2016
PER máximo	36,07	32,16	31,73	44,1	36,29
PER medio	28,11	27,98	28,51	36,14	32,56
PER mínimo	20,15	23,80	25,29	28,18	28,84
Beneficio	1.415.462.000	1.540.893.000	1.660.379.000	1.920.246.000	2.215.725.000
Valor de la empresa PER máx	51.055.714.340	49.555.118.880	52.683.825.670	84.682.848.600	80.408.660.250
Valor de la empresa PER medio	39.788.636.820	43.114.186.140	47.337.405.290	69.397.690.440	72.144.006.000
Valor de la empresa PER min	28.521.559.300	36.673.253.400	41.990.984.910	54.112.532.280	63.901.509.000

- **Múltiplo de las ventas**

Para calcular el múltiplo de las ventas, a través de la información proporcionada en las cuentas anuales, ha sido necesaria la obtención de la capitalización bursátil para cada uno de los años, la deuda financiera neta y las ventas.

Por lo que el cálculo es el siguiente:

$$\text{Múltiplo de las ventas} = (\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda financiera neta}) / \text{Ventas}$$

En el numerador se encuentra la suma de la Capitalización bursátil y la deuda financiera porque se entiende que la capitalización es el valor de mercado de los recursos propios y que sumada la deuda financiera neta, se obtiene el valor global.

MÚLTIPLO DE LAS VENTAS INDITEX					
	2012	2013	2014	2015	2016
Capitalización bursátil		74.674.982.000	73.880.236.000	98.766.702.000	101.073.024.000
Deuda financiera neta		4.055.000.000	4.010.000.000	5.301.000.000	6.091.000.000
Ventas		4.816.856.000	5.372.938.000	6.383.936.000	7.515.932.000
Múltiplo de las ventas		16,34	14,50	16,30	14,26
Valor de la empresa = múltiplo ventas * Ventas		78.729.982.000	77.890.236.000	104.067.702.000	107.164.024.000

Que este ratio aumente se puede interpretar como que los inversores consideran que el futuro de la empresa va a ser positivo y que las ventas van a aumentar. Se observa que el múltiplo aumenta cada dos años, se puede deber a las expectativas del inversor en el mercado.

Para el año 2012 no he calculado el múltiplo de las ventas debido a falta de información de la deuda financiera neta de ese año, por lo que he considerado que al no tener ese dato no resultaba lógico calcularlo.

- **Otros múltiplos**

En la siguiente tabla se muestra el valor de la empresa utilizando como múltiplo VE/EBITDA.

La obtención del ratio VE/EBITDA ha sido fácil ya que es una empresa que cotiza en el Ibex-35, además de su gran importancia en el índice bursátil. La fuente ha sido InvertirenBolsa.

VE/EBITDA INDITEX					
	2012	2013	2014	2015	2016
VE/EBITDA medio	15,59	15,79	16,23	21,00	18,80
EBITDA	235.834.000	368.765.000	498.919.000	614.471.000	699.306.000
Valor empresa	72.901.721	117.966.451	154.179.079	184.828.839	206.158.037

En este método se está cogiendo el “Enterprise Value”, no la capitalización bursátil, y se divide por el EBITDA.

Por ello, hay que tener en cuenta que se está obteniendo un multiplicador de la empresa sobre los recursos que genera, independientemente de su estructura financiera, porque el ebitda no incluye los intereses de la deuda.

5.2.2. Aplicación en Liwe Española

En el caso de Liwe, al ser una empresa que no cotiza en el Ibex-35, la búsqueda de sus PER ha resultado más difícil, por lo que para una mayor exactitud en los resultados se ha procedido a calcular el PER con la fórmula descrita anteriormente.

Para su cálculo, ha sido necesaria la obtención del precio de la acción a 31 de diciembre de cada uno de los años del horizonte temporal, información que se encuentra en Bolsa de Madrid, y el Beneficio Por Acción (BPA) de los años correspondientes obtenido en la nota 14 de la memoria de Liwe Española.

PER LIWE ESPAÑOLA					
	2012	2013	2014	2015	2016
Precio acción (31/12)	5,25	10	10	11,5	12,5
Beneficio por acción	3,62	3,79	3,79	3,65	3,06
PER=precio por acción/BPA	1,45	2,64	2,64	3,15	4,08
Beneficio	4.329.961	5.547.748	5.567.277	4.947.870	4.403.003
Valor de la empresa	6.279.640	14.637.858	14.689.385	15.589.179	17.986.123

- **Otros múltiplos**

En el caso de Liwe Española no se ha procedido al cálculo de otros múltiplos debido a la complejidad de búsqueda de la información y su inadecuación para valorar la empresa.

5.2.3. Conclusiones

Estos métodos tienen como objetivo la comparación de empresas de un mismo sector estableciendo que el valor de la empresa se determina a través de magnitudes como beneficios, ventas u otros indicadores.

Las ventajas que se pueden encontrar en la realización de estos métodos son la sencillez de los mismos y la fácil comparación para empresas de un mismo sector, siempre y cuando, tengan similitudes existentes en tamaño, crecimiento, rentabilidad, etc.

No obstante, tras aplicar los diversos métodos basados en la cuenta de resultados, se puede apreciar que no son métodos adecuados para la valoración de las dos empresas escogidas ya que no permiten incorporar análisis de aspectos como el riesgo o expectativas futuras.

Además, la validez de los resultados para el análisis de los múltiplos está condicionada a que se cumpla una serie de requisitos como por ejemplo que el negocio tenga crecimientos históricos y que las dos empresas tengan similitudes en tamaño, crecimiento, rentabilidad o riesgo.

En nuestro caso, estamos analizando dos empresas de un mismo sector, con grandes diferencias en tamaño. Ambas tienen crecimiento pero, ni la rentabilidad ni el riesgo es comparable.

Cuando se analiza el múltiplo de ventas, tampoco es una valoración apropiada debido a que únicamente está basado en estimaciones de las ventas, por lo que la posibilidad de que las perspectivas futuras de una empresa aumenten es más alta.

5.3 Métodos mixtos

Los métodos que se van a desarrollar a continuación se denominan mixtos porque por un lado, realizan una valoración estática y por otro, añaden una dinamicidad a dicha valoración ya que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

En estos métodos el valor de la empresa se calcula como la suma del valor del activo neto y el valor del fondo de comercio, el cual variara dependiendo del método utilizado.

Antes de clasificar los diferentes tipos de métodos, se define que es el fondo de comercio.

El fondo de comercio o GoodWill, según Pablo Fernández, es la diferencia entre el precio que se paga por una empresa y el valor contable con el que se refleja la compra.

A continuación se describen los diferentes tipos de métodos:

- **Método Indirecto.**

El valor de la empresa es igual al valor sustancial más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre el doble de la tasa de interés sin riesgo.

$$VE= VS+ (B-iVS)/2i$$

Siendo:

- **VE:** Valor de la empresa (operativo)
- **VS:** Valor sustancial.
- **B:** Beneficio medio de los dos últimos años. $(B_{n-1}+B_n)/2$
- **i:** Tasa de interés sin riesgo, interés del bono a 10 años

- **Método Directo.**

El valor de la empresa es igual al valor sustancial más la suma del cociente del superbeneficio (B-iVS) entre k que es una tasa de interés que incorpora una prima de riesgo.

$$VE= VS+ (B-iVS)/k$$

- **VE:** Valor de la empresa (operativo)
- **VS:** Valor sustancial.
- **B:** Beneficio medio de los dos últimos años. $(B_{n-1}+B_n)/2$
- **i:** Tasa de interés sin riesgo, interés del bono a 10 años
- **k:** Incorpora una prima de riesgo, en mi caso he empleado 1,5 para su calculo que es el siguiente: $K=1,5*i$. La prima de riesgo que se puede emplear puede estar entre 1,25 y 1,5.

- **Método de la U.E.C.**

El valor de la empresa es igual al valor sustancial más el superbeneficio (B-iVS) actualizado a una tasa de interés incorporando una prima de riesgo (k) a un momento “n” que en mi caso será n=5 años y n=10 años.

$$VE = VS + (B - iVS) a_{n-k}$$

- **VE:** Valor de la empresa (operativo)
- **VS:** Valor sustancial.
- **B:** Beneficio medio de los dos últimos años. $(B_{n-1} + B_n) / 2$
- **a_{n-k} :** Valor actual de una renta de “n” periodos a una tasa “k”

- **Método de los CPNE.**

El valor de la empresa es igual a los capitales permanentes necesarios para la explotación más el beneficio restándole iCPNE actualizado a una tasa de interés k a un momento “n”.

$$VE = CPNE + (B - iCPNE) a_{n-k}$$

- **VE:** Valor de la empresa (operativo)
- **CPNE:** Capitales Permanentes Necesarios para la Explotación.
- **B:** Beneficio medio de los dos últimos años. $(B_{n-1} + B_n) / 2$
- **a_{n-k} :** Valor actual de una renta de “n” periodos a una tasa “k”

Por último y antes de pasar a la aplicación de métodos, una vez calculado el VE, si a ese valor le sumamos los activos no operativos y le restamos la deuda se obtiene el valor de la empresa para los propietarios.

$$VE + \text{ACTIVOS NO OPERATIVOS} - \text{DEUDA} = \text{VALOR DE LA EMPRESA PARA PROPIETARIOS.}$$

5.3.1. Aplicación a Inditex

Los datos empleados para Inditex han sido los siguientes:

INDITEX					
DATOS	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio de cada año	1.415.462.000	1.540.893.000	1.660.379.000	1.920.246.000	2.215.725.000
Beneficio medio	1.415.462.000	1.478.177.500	1.600.636.000	1.790.312.500	2.067.985.500
Valor sustancial	5.501.603.000	6.457.971.000	6.496.083.000	7.421.358.000	8.227.527.000
Interés del bono a 10 años	5,218%	3,675%	1,460%	1,514%	1,394%

El beneficio de cada año está disponible en la cuenta de resultados de la empresa.

El Beneficio medio ha sido calculado para los dos últimos años, es decir, $(B_{n-1}+B_n)/2$.

El Valor sustancial se ha obtenido anteriormente en el apartado 5.1 “Métodos basados en el valor patrimonial” del presente trabajo.

El interés del bono a 10 años, disponible en cualquier página financiera, y en este caso en Investing.

INDITEX					
	2012	2013	2014	2015	2016
Método indirecto					
Valor acciones= $VS+(b-iVS)/2i$	16.314.063.286	23.340.244.003	58.064.342.870	62.835.926.688	78.288.279.282
=EQUITY VALUE	16.712.234.286	23.836.383.003	59.133.263.870	63.872.659.688	79.506.115.282
Método directo					
Valor acciones= $VS+(B-iVS)/k$	19.918.216.715	28.967.668.338	75.253.762.826	81.307.449.584	101.641.863.376
=EQUITY VALUE	20.316.387.715	29.463.807.338	76.322.683.826	82.344.182.584	102.859.699.376

Método de la U.E.C.

Método de la U.E.C	2012		2013		2014		2015		2016	
	5	10	5	10	5	10	5	10	5	10
n	5	10	5	10	5	10	5	10	5	10
Tasa de actualización an-k	4,011	6,763	4,269	7,533	4,688	8,894	4,677	8,857	4,701	8,940
VS	5.501.603.000		6.457.971.000		6.496.083.000		7.421.358.000		8.227.527.000	
B-iVS	1.128.388.355		1.240.847.066		1.505.793.188		1.677.953.140		1.953.293.774	
Valor acciones= $VS+(B-iVS)an-k$	10.027.548.115	13.132.620.090	11.754.925.150	15.805.406.597	13.554.607.630	19.888.518.369	15.268.496.231	22.282.222.151	17.410.031.909	25.689.908.810
+ Activos no operativos	1.023.625.000		1.089.264.000		1.634.151.000		1.716.338.000		1.924.494.000	
- Deuda	625.454.000		593.125.000		565.230.000		679.605.000		706.658.000	
=EQUITY VALUE	10.425.719.115	13.530.791.090	12.251.064.150	16.301.545.597	14.623.528.630	20.957.439.369	16.305.229.231	23.318.955.151	18.627.867.909	26.907.744.810

Método de los CPNE.

Métodos de los CPNE	2012		2013		2014		2015		2016	
	5	10	5	10	5	10	5	10	5	10
n	5	10	5	10	5	10	5	10	5	10
CPNE= $VS-Pasivo\ operativo$	4.034.101.000		5.080.299.000		5.276.115.000		5.815.259.000		6.323.439.000	
Beneficio medio	1.415.462.000		1.478.177.500		1.600.636.000		1.790.312.500		2.067.985.500	
B-iCPNE	1.204.962.610		1.291.476.732		1.523.604.721		1.702.269.479		1.979.836.760	
Tasa de actualización an-k	4,011	6,763	4,269	7,533	4,688	8,894	4,677	8,857	4,701	8,940
Valor acciones= $CPNE+(B-icpne)an-k$	8.867.184.052	12.182.971.222	10.593.376.139	14.809.127.369	12.418.132.599	18.826.965.086	13.776.115.349	20.891.481.852	15.630.723.453	24.023.114.235
+Activos no operativos	1.023.625.000		1.089.264.000		1.634.151.000		1.716.338.000		1.924.494.000	
-Deuda	21.000		21.000		1.524.000		21.000		608.000	
=EQUITY VALUE	9.890.788.052	13.206.575.222	11.682.619.139	15.898.370.369	14.050.759.599	20.459.592.086	15.492.432.349	22.607.798.852	17.554.609.453	25.947.000.235

5.3.2. Aplicación a Liwe Española.

Los datos empleados son los siguientes y se han obtenido de la misma forma que para Inditex.

LIWE ESPAÑOLA					
DATOS	2012	2013	2014	2015	2016
Beneficio de cada año	4.329.961	5.547.748	5.567.277	4.947.870	4.403.003
Beneficio medio	4.329.961	4.938.855	5.557.513	5.257.574	4.675.437
Valor Sustancial Bruto	81.078.124	88.291.020	89.429.246	108.624.647	111.274.344
Interés del bono a 10 años	5,22%	3,68%	1,46%	1,51%	1,39%

LIWE ESPAÑOLA					
	2012	2013	2014	2015	2016
Método indirecto					
Valor acciones= $VS+(b-iVS)/2i$	82.029.681	111.340.809	235.040.394	227.944.209	223.335.755
=EQUITY VALUE	66.471.308	95.113.399	227.659.502	219.384.010	219.894.600
Método directo					
Valor acciones= $VS+(B-iVS)/k$	82.346.867	119.024.072	283.577.443	267.717.397	260.689.559
=EQUITY VALUE	66.788.494	102.796.662	276.196.551	259.157.198	257.248.404

Método de la U.E.C.	2012		2013		2014		2015		2016	
n	5	10	5	10	5	10	5	10	5	10
Tasa de actualización an-k	4	7	4	8	5	9	5	9	5	9
VS	81.078.124		88.291.020		89.429.246		108.624.647		111.274.344	
B-iVS	99.304		1.694.160		4.251.846		3.612.996		3.124.272	
Valor acciones= $VS+(B-iVS)an-k$	81.476.432	81.749.696	95.523.084	101.053.307	109.360.108	127.244.908	125.521.234	140.623.305	125.961.661	139.205.234
+ Activos no operativos	5.933.702		5.269.087		5.461.369		5.960.923		5.224.165	
- Deuda	21.492.075		21.496.497		12.842.261		14.521.122		8.665.320	
=EQUITY VALUE	65.918.059	66.191.323	79.295.674	84.825.897	101.979.216	119.864.016	116.961.035	132.063.106	122.520.506	135.764.079

Métodos de los CPNE	2.012		2.013		2.014		2.015		2.016	
n	5	10	5	10	5	10	5	10	5	10
CPNE=VS-Pasivo operativo	69.073.051		75.371.756		77.178.726		77.178.726		101.437.344	
Beneficio medio	4.329.961		4.938.855		5.557.513		5.257.574		4.675.437	
B-ICPNE	725.729		2.168.942		4.430.703		4.089.088		3.261.400	
Tasa de actualización an-k	4	7	4	8	5	9	5	9	5	9
Valor acciones= $CPNE+(B-icpne)an-k$	71.983.938	73.980.982	84.630.583	91.710.635	97.947.997	116.585.137	96.301.808	113.393.906	116.769.303	130.594.152
+ Activos no operativos	5.933.702		5.269.087		5.461.369		5.960.923		5.224.165	
- Deuda	14.340.589		13.766.654		6.587.010		8.844.696		5.307.507	
=EQUITY VALUE	63.577.051	65.574.095	76.133.016	83.213.068	96.822.356	115.459.496	93.418.035	110.510.133	116.685.961	130.510.810

5.3.3. Conclusiones

La ventaja que tiene los métodos mixtos o basados en el fondo de comercio es que, al incorporar una visión dinámica y estática pueden resultar más precisos para la valoración de una empresa.

Una vez aplicados los cuatro métodos, se encuentra una diferencia significativa al utilizar el método indirecto y el método directo. Cuando pasamos al método directo la cantidad del valor de la empresa aumenta.

Esa diferencia se explica en el denominador del superbeneficio. Mientras que en el método directo estamos empleando $2*i$, al método indirecto le estamos incorporando una prima de riesgo de $0,5*i$. Además, si observamos los tipos de interés que nos ofrece el bono a 10 años podemos concluir que son porcentajes altos aunque desde el año 2012 hayan disminuido.

También existen diferencias significativas a la hora de aplicar los métodos de la U.E.C. y CPNE en comparación a los dos primeros métodos.

El método indirecto y el método directo tienen una serie de limitaciones, y es que ambos suponen que con las condiciones actuales se va a obtener superbeneficios de una forma indefinida.

Por ello se calculan los métodos de la U.E.C. y CPNE, ya que intentan paliar ese inconveniente a través de la capitalización del superbeneficio durante un periodo determinado. En ambos métodos se ha actualizado a una tasa de interés que incorpora una prima de riesgo para 5 y 10 años.

Y por ello, se puede observar en las dos empresas, las diferencias en el valor final al emplear métodos que no emplean esas tasas de actualización con métodos que si actualizan a una tasa determinada por un número de años finito.

La diferencia que se encuentra a la hora de aplicar el método U.E.C. o CPNE, es que en el primero se utiliza el valor sustancial en su cálculo y en el último se emplea los capitales permanentes necesarios para la explotación.

Por lo tanto, en mi opinión, el método de la CPNE nos puede acercar más al valor real de la empresa ya que utiliza los capitales necesarios para la explotación de la misma y no su valor sustancial.

5.4 Métodos basados en el descuento de flujos.

El siguiente método trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero o “cash flows” que generará en el futuro, para luego descontarlos

a una rentabilidad exigida calculada en función de los riesgos de dichos flujos, y siempre bajo el supuesto de continuidad de la empresa.

Este método establece que el valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero para sus propietarios.

Los pasos que se realizan para el cálculo del método son los siguientes:

- Primero se realizará un análisis histórico de la empresa, para entender y comprender como se ha comportado la empresa en los últimos cinco años. Se tendrá en cuenta información adicional como noticias o hechos relevantes de cada una de las empresas.
- Se calculara una serie de ratios para la información histórica, es decir para los años 2012-2016.
- Una vez que tenemos el análisis de la información histórica se realizara una proyección del balance y de la cuenta de resultados para cada una de las empresas.
- Se calculara los flujos futuros mediante la siguiente fórmula:

$$FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta NC_t - \Delta CC_t$$

- Estimaremos la tasa de descuento CMPC, un paso que es muy importante y que se desarrollará detalladamente.

$$k_o = \frac{PN}{PN + D}(k_e) + \frac{D}{PN + D}(k_d(1-t))$$

↑

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

Importancia de la tasa de descuento

TASA DE DESCUENTO APROPIADA
Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
WACC. Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
WACC antes de impuestos

5.4.1. Aplicación en Inditex

5.4.1.1. Análisis histórico de la empresa.

Los ratios que se han empleado en las dos empresas para el análisis de información histórica se encuentran en el Anexo IV Figura I.

En la tabla, se encuentra todos aquellos ratios que han servido de ayuda para evaluar y analizar la información histórica de la empresa Inditex.

Muchas de las partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias se han analizado mediante tasas de variación, para conocer cuánto varía anualmente. El cálculo de la tasa de variación es el siguiente:

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1},$$

Al estar analizando una empresa cuya estructura es muy estable se ha comprobado mediante las tasas de variación, que muchas partidas pertenecientes al balance y a la cuenta de pérdidas y ganancias seguían un ritmo constante sin grandes cambios de un año para otro.

Por lo tanto, para aquellas partidas analizadas con tasas de variación, se ha mantenido la tendencia, creciente o decreciente, que venía dada por los 5 años anteriores.

Los demás ratios se desarrollan a continuación en las proyecciones de balance y de cuenta de pérdidas y ganancias.

5.4.1.2. Proyección Balance Inditex.

A continuación, se expone las partidas históricas y sus proyecciones, que en mi opinión, son las más relevantes.

- Activo no corriente

El activo no corriente aumenta en el año 2017 debido a un aumento del inmovilizado intangible y material, pero a partir del año 2018 va descendiendo debido a que tiene más peso la disminución de las inversiones inmobiliarias y la disminución en empresas del grupo que el aumento del inmovilizado intangible y material.

Las inversiones financieras a largo plazo, en el año 2013 sufrieron un aumento elevado y a partir de ese mismo año siguieron aumentando pero a menor ritmo, por lo que se prevé que siga aumentando manteniendo ese ritmo constante, es decir a un 2% cada año.

- Activo corriente

Las existencias aumentaran de forma acumulada un 2% cada año. Se observa en la información histórica como las existencias aumentan cada año, por lo que se siguen aumentando a un menor ritmo.

Los deudores comerciales desde el año 2015 están sufriendo un aumento, por lo que se ha procedido a calcular los días de cobro para una mejor previsión.

Ratio		2012	2013	2014	2015	2016
Días cobro	Histórico	43,60	41,45	37,16	31,27	26,56
		2017	2018	2019	2020	2021
	Previsto	26,50	26,50	26,50	26,50	26,50

La información histórica nos muestra una tendencia decreciente para los días de cobro, por lo que se ha previsto para el año 2017 bajar a 26,50 días y mantenerse los cinco años.

Por lo tanto la partida de deudores aumentará, ya que manteniendo constante los días de cobro, al aumentar las ventas para cada uno de los años, los deudores comerciales aumentarán.

- **Tesorería**

Ratio		2012	2013	2014	2015	2016
%Tesorería	Histórico	13,39%	26,21%	16,57%	27,29%	27,26%
		2017	2018	2019	2020	2021
	Previsto	26%	26%	26%	26%	26%

Gracias a la información que se puede encontrar en las cuentas anuales, concretamente en la memoria, y por hechos relevantes adicionales, podemos establecer que la tesorería de la empresa Inditex aumentará.

En este caso, la hemos mantenido constante a un 26%, porque es un ratio que se calcula sobre las ventas de cada uno de los años, por lo que si se ha supuesto anteriormente que preveía un incremento de las ventas, la tesorería aumentará también.

- **Patrimonio Neto**

El capital se mantiene constante, no sufre ninguna ampliación ni reducción. La prima de emisión y las reservas legales se mantienen en la misma cuantía.

El resultado del ejercicio aumenta, lo explicaremos en el siguiente apartado en la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Existe un aumento de los fondos propios, por el aumento del resultado del ejercicio y de otras reservas disponibles.

- **Pasivo corriente**

Tras el análisis histórico del pasivo corriente, se observa una disminución de la cantidad total, y es debido fundamentalmente a la disminución de las deudas a largo plazo y deudas con empresas de grupo.

Gracias al análisis estructural que se ha realizado en el trabajo, cada vez Inditex tiene una mejor estructura y por lo tanto se considera que la situación de solvencia mejora año a año.

- Pasivo no corriente

El pasivo corriente disminuye en el año 2017, pero a partir del año 2018 aumenta a un ritmo lento.

Se debe, en parte a que las deudas a corto plazo aumentan a un 2% cada año y la partida de proveedores, en el año 2017 disminuye pero a partir del año 2018 aumenta.

Para la proyección de los proveedores se calcula los días de pago.

Ratio		2012	2013	2014	2015	2016
Días de pago	Histórico	52	51	47	40	33
		2017	2018	2019	2020	2021
	Previsto	35	35	35	35	35

La explicación a que la partida de proveedores disminuya en 2017 y aumente a partir del año 2018, se debe a que pasamos de unos días de pago en el año 2016 de 33 días a 35 días, de ahí esa pequeña disminución, y a partir del año 2018 al mantener constantes los días de pago y previendo un aumento de compras, la partida de proveedores aumentará a partir de ese año.

5.4.1.3. Proyección Cuenta de pérdidas y ganancias Inditex.

- Ventas:

He estimado un crecimiento de las ventas para el año 2017, ya que según la información obtenida de las cuentas anuales de Inditex y noticias de prensa económica como el reciente titular que proporciona el periódico El País “Inditex dispara su beneficio un 18% tras registrar 5.569 millones de ventas en el primer trimestre” se prevé un crecimiento para el año 2017.

A partir de 2017, las ventas seguirán creciendo pero a un menor ritmo significado de estabilidad en un sector que cada vez es más competitivo.

	2017	2018	2019	2020	2021
Previsto	5%	4%	3%	2%	1%

- **Aprovisionamientos**

Ratio		2012	2013	2014	2015	2016
Aprovisionamientos	Histórico	18%	21%	23%	23%	22%
(v-apv)/v		2017	2018	2019	2020	2021
	Previsto	22%	22%	22%	22%	22%

Aproximadamente, el promedio de los cinco años históricos del margen comercial ha sido en 21,5%.

Por lo que se prevé que para los cinco años siguientes el margen comercial se mantenga en un 22.

La partida de aprovisionamientos aumenta a causa de un aumento de las ventas.

- **Gastos de personal**

Por el análisis coyuntural que hemos realizado en el trabajo, la información proporcionada por el INE es que se prevé que en los años siguientes exista una creación de empleo.

Teniendo en cuenta los buenos resultados de Inditex, se considera que el gasto en personal aumentará.

- **Amortización del inmovilizado.**

Gracias a la información que proporciona Inditex en su memoria, se considera un aumento de la amortización del inmovilizado. Teniendo en cuenta que, la partida de inmovilizado aumenta a partir del año 2017, cada año se tendrá que amortizar y por lo tanto existirá un aumento.

5.4.1.4. Proyección del flujo de tesorería.

Para la proyección del flujo de tesorería es fundamental realizar un cálculo de la tasa de descuento apropiado.

A continuación se muestra el cálculo de la tasa de descuento.

Gracias a la disponibilidad de información financiera, se ha obtenido el bono a 10 años, la rentabilidad financiera, la rentabilidad del mercado y la “Beta” de la empresa, que determina el coeficiente de riesgo.

INDITEX	
Bono a 10 años 2016	1,457
Rf	1,457%
Rm	2,35%
Beta	0,63
Rm-Rf	0,89%
PN	3.697.666.000
Pasivo	4.529.861.000
PN + Pasivo	8.227.527.000
Ke	2,02%
kd (1-t)	0,26%
CMPC	1,05%

Una vez obtenido los datos, se procede al cálculo de Ke, resultado que aparece en la tabla, Kd después de impuestos y finalmente al CMPC de la siguiente forma:

$$k_o = \frac{PN}{PN + D} (k_e) + \frac{D}{PN + D} (k_d (1 - t))$$

$$\uparrow$$

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

Kd INDITEX		Kd	Gastos financieros
Deuda 2016	0,28%		Deuda financiera
Tipo impositivo	7,98%	Tipo impositivo	Impuesto
kd(1-t)	0,26%		RAT

Por lo tanto la proyección, utilizando la siguiente fórmula, será la siguiente:

$$FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta ANC_t - \Delta CC_t$$

	2017	2018	2019	2020	2021
FT Actualizado	7.156.994	7.636.235	7.559.111	7.693.787	380.660.197

VE	97.707.246.640
-----------	-----------------------

El valor terminal o residual, en ocasiones aporta el mayor componente de valor de la empresa.

Para calcular el valor residual se actualiza en función de una tasa de crecimiento medio constante (g) que en este caso se ha considerado el 0,5% y en un momento (n) determinado, en concreto el año 2021.

Se puede concluir que Inditex cotiza por encima de nuestra estimación de mercado. Uno de los motivos por los que puede suceder es que, debido a su trayectoria en los últimos años, los inversores confían en que se trata de un valor seguro.

5.4.2. Aplicación en Liwe Española

5.4.2.2. Análisis histórico de la empresa

Los ratios para el cálculo de la información histórica han sido los mismos que para Inditex. En el punto 5.4.1.2 se encuentra la tabla donde se muestran los ratios de forma detallada.

Al ser una empresa en crecimiento, que se está posicionando en el sector, muchas partidas como por ejemplo la de inversiones a largo y a corto variaban de un año a otro de manera significativa, por lo que ha sido fundamental la información expresada en la memoria de la empresa y la información adicional para conocer sus objetivos a corto plazo.

Como ya me he referido en el punto de análisis histórico de Inditex, muchas partidas han aumentado o disminuido según sus tasas de variación, sin suponer grandes cambios para mantener una estabilidad en la estructura de la empresa.

5.4.2.3. Proyección Balance Liwe Española

A continuación se muestra por masas patrimoniales los cambios más significativos y su explicación.

- Activo no corriente

Analizada su información histórica, desde el año 2012 el inmovilizado intangible ha disminuido de forma significativa. Por lo que en base a esa información se ha mantenido la tendencia decreciente pero a un menor ritmo para mantener una estructura de activo similar a la de años anteriores.

El inmovilizado material aumenta el primer año un 0,6% con respecto el año 2016, y a partir del año 2018 aumenta a un menor ritmo. Teniendo en cuenta que son tasas acumulativas, cada año la partida de inmovilizado aumenta. No obstante, si nos fijamos en la información histórica aumenta cada año.

El total activo no corriente aumenta manteniéndose los dos primeros años en torno a los 47 millones y los dos últimos años en torno a los 48 millones

- Activo corriente

La totalidad del activo no corriente aumenta, principalmente por el aumento de las existencias.

La variación de existencias con respecto al año anterior será la siguiente

2017	2018	2019	2020	2021
5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%

En este caso me he basado en tasas de variación para un mayor conocimiento del comportamiento de las existencias.

- Patrimonio neto

Se prevé una tendencia creciente de los fondos propios a un ritmo paulatino. La partida de capital y reservas se mantienen constantes en el tiempo.

Básicamente el aumento de estos fondos se basa en el aumento del resultado del ejercicio de cada uno de los años.

-Pasivo no corriente

Las deudas a largo plazo siguen la tendencia creciente que nos viene dada por la información histórica y los pasivos por impuesto diferido aumenta y se mantiene constante en torno a los 4 millones ya que se calcula en función del impuesto, y como esté aumenta el impuesto diferido tiende a crecer.

- Pasivo corriente

En este apartado cabe destacar que el total pasivo corriente aumenta sin grandes variaciones.

Cabe destacar la partida de proveedores que aumenta de la siguiente manera:

2017	2018	2019	2020	2021
5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	1,00%

Se mantiene una tendencia creciente pero cada año crece a un menor ritmo.

5.4.2.4. *Proyección Cuenta de pérdidas y ganancias*

- Ventas

Las ventas, realizando un análisis de la información histórica, se observa que año a año ha ido aumentando. Por lo tanto la previsión será la siguiente:

2017	2018	2019	2020	2021
5,00%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%

El primer año aumenta un 5% y va disminuyendo un 1% hasta el año 2019 que se mantiene en un 3%.

Hago referencia a un artículo publicado en la página “modaes” en la que su titular es el siguiente: “*Liwe Española: 40 aperturas y primeras franquicias para crecer un 7% este año*”.

- Aprovisionamientos

Para realizar la proyección de los aprovisionamientos se ha tenido en cuenta el promedio de los cinco años ya no existían variaciones anuales muy grandes.

Por lo tanto se considera un 59,50% cada uno de los años.

2017	2018	2019	2020	2021
59,50%	59,50%	59,50%	59,50%	59,50%

- Gastos de personal

Tras analizar información publicada en el INE las expectativas de creación de empleo para los próximos años va a aumentar, por lo se mantiene constante el porcentaje de gastos de personal en función de las ventas en un 25% todos los años. Como las ventas van a aumentar, el gasto de personal aumentará también.

- Amortización del inmovilizado

En el año 2017 disminuye la amortización debido a que pasamos de un 11,55% a un 10,50%, manteniéndose constante para los demás años.

Como el Inmovilizado va a aumentar cada año, su amortización también lo hará.

2012	2013	2014	2015	2016
9,52%	9,39%	9,74%	10,23%	11,55%
2017	2018	2019	2020	2021
10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%

5.4.2.5. Proyección del flujo de tesorería.

Como ya hemos explicado en el punto de proyección del flujo de tesorería para Inditex, se procede a calcular la tasa de descuento.

Los datos han sido obtenidos en las mismas páginas que para el grupo Inditex.

En el caso de Liwe española, al no cotizar en el Ibex-35, no se disponía de información de la Beta, por lo que se ha procedido a calcularla a través de los precios de cotización disponibles en las cuentas anuales de Liwe Española.

$$B_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

\rightarrow Covarianza con el mercado
 \rightarrow Varianza de mercado

Covarianza	0,18%
Varianza título	3,4421
Beta	0,0528747

Como podemos observar la Beta nos da 0,05, próximo a 0, lo que significa que Liwe Española es muy poco sensible a los movimientos del mercado.

LIWE	
Bono a 10 años 2016	1,457
Rf	1,457%
Rm	2,35%
Beta	0,05
Rm-Rf	0,89%
PN	48.401.327
Pasivo	62.873.017
PN + Pasivo	111.274.344
Ke	1,50%
kd (1-t)	3,10%
CMPC	2,41%

Sabiendo que Kd se calcula como los gastos financieros entre la deuda financiera.

En este caso, la tasa CMPC es más elevada en comparación a la obtenida para Inditex ya que el coste de la deuda de Liwe Española es mayor.

$$FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta ANC_t - \Delta CC_t$$

Se calculan los flujos de tesorería:

Y obtenemos los flujos de tesorería actualizados, considerando en el año 2021 una tasa de crecimiento (g) del 0,05.

	2017	2018	2019	2020	2021
FT Actualizado	7.156.994	7.636.235	7.559.111	7.693.787	380.660.197

Valor empresa	410.706.323
----------------------	--------------------

Se puede concluir, en base a esta valoración, que Liwe Española se encuentra por debajo de nuestra estimación de mercado. Alguno de los motivos por los que se puede dar esta situación es que Liwe Española es una empresa mediana que cotiza en el mercado de corros, una modalidad de negociación mucho más tradicional.

En mi opinión, al tratarse de una empresa en actual crecimiento en el sector, puede existir aversión al riesgo por parte de los inversores.

5.4.3. Value drivers

Los value drivers son indicadores o tasas de variación que al modificarlas el valor de la empresa cambia.

Los que se van a emplear son los siguientes:

- Cifra de ventas
- Precio de las materias primas

Para el grupo Inditex:

- Si las ventas en vez de variar el primer año un 5% y disminuye un 1% cada año, se prevé que en vez de disminuir un 1% cada año se disminuye un 0,5%, el valor de la empresa disminuiría en 3.802.271.280 €.
- Si el margen comercial en vez de mantenerse en un 22% se mantiene en un 24% el valor de la empresa incrementaría en 30.024.579.800€.

Para el grupo Liwe Española

- Si las ventas en vez de aumentar un 5% en el año 2017, disminuir un 1% en el año 2018 y mantener constante el resto de años a un 3% se mantuviese constante un incremento de ventas del 1% cada año, el valor de la empresa disminuiría en 40.131.237€

- Si el margen comercial en vez de mantenerse constante en un 59,50% se mantuviese constante en un 55%, el valor de la empresa disminuiría en 129.828.112€

6- Conclusiones

Tras el análisis llevado a cabo de dos empresas de un mismo sector, en este caso el de “Textil, vestido y calzado”, se pueden sacar varias conclusiones de acuerdo a los objetivos planteados.

En primer lugar, se ha presentado un análisis de la situación actual para entender cómo afectan las noticias y los diferentes escenarios coyunturales en la toma de decisiones de una empresa y en su estructura.

Se ha analizado la evolución del sector y del entorno económico en el que actúan estas dos empresas y se ha llegado a la conclusión de que Inditex es una empresa fuerte, con una gran importancia en el sector textil y Liwe Española es una empresa mediana que cotiza en Bolsa de Madrid y que se encuentra en una situación de crecimiento.

Una vez realizada una pequeña presentación de las dos empresas se elabora un análisis contable, utilizando información de sus cuentas anuales individuales, mediante ratios acordes a los objetivos del trabajo concluyendo que Inditex tiene capacidad para hacer frente a sus obligaciones además de tener un fondo de maniobra positivo. En el caso de Liwe Española, sus ratios son más bajos que el grupo comparativo pero con valores positivos que demuestran que puede hacer frente a sus obligaciones.

A continuación, se lleva a cabo la aplicación de diferentes métodos de valoración, parte fundamental del trabajo, con el objetivo de concluir qué método ofrece más garantías de obtener el valor de empresa más cercano a la realidad.

De todos los métodos que se aplican y se desarrollan en el trabajo, el más efectivo es el método basado en el descuento de flujos de caja libres o también llamado “free cash flow” puesto que realiza un pronóstico detallado y cuidadoso para cada uno de los periodos y partidas financieras vinculadas en la generación de los cash flows.

No obstante y aunque no sean los más apropiados, los demás métodos nos aportan información para la valoración de una empresa y nos ayudan a entender el comportamiento y evolución de la misma.

Tras la aplicación de los métodos mixtos se llega a la conclusión de que estos tratan de paliar los inconvenientes de los métodos basados en el patrimonio, ya que estos últimos únicamente nos proporcionan una visión estática.

Por lo que finalmente, se procede a analizar más detalladamente los resultados obtenidos mediante los métodos basados en el descuento de flujos de caja.

En el caso de Inditex, su capitalización bursátil a fecha de 20/06/2017 es de 108,68 MRD (mil millones), superior a su valor contable y su valor obtenido a través del método de flujos de caja. Por ello se llega a la conclusión de que Inditex está valorada por el mercado por encima de nuestras estimaciones ya que para el inversor está siendo considerada como una empresa refugio donde invertir.

En el caso de Liwe Española, su capitalización a fecha de 20/06/2017 es de 20.832 (miles de euros), inferior a su valor contable y su valor obtenido a través del método de free cash flow. Por ello se concluye que está valorada por el mercado por debajo de nuestras estimaciones, por causas como su tamaño o el escenario en el que actúa lleno de competidores.

Para proyectar los flujos futuros, en ambos casos se considera una visión optimista en cuanto a ventas y resultados, basándome en su información histórica y hechos relevantes y noticias. Para conocer cómo puede variar el valor de la empresa, se han incorporado dos escenarios distintos mediante los conocidos “value drivers” para ver si las modificaciones de una serie de factores creaban o destruían valor.

Por último, quiero mencionar la satisfacción personal que he sentido al comprobar que he podido aplicar al trabajo muchos de los conocimientos adquiridos en estos cuatro años de carrera, tanto contables como financieros.

7- Bibliografía

Libros:

Fernández, Pablo. *Valoración de Empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor.*

Alfonso A. Rojo Ramírez. *Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor.*

Montserrat Casanovas Pol Santandreu. *Guía práctica para la Valoración de Empresas.*

Ansón J.A. Apuntes de clase. Universidad de Zaragoza, Zaragoza.

González Pascual J. *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera.*

Fabregat, Jordi. *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas.*

Artículos en Internet:

Fernández P. *Métodos de Valoración de Empresas.* Documento de investigación

Inversor Ediciones, S.L. (Alejandro Ramírez). *Cómo valorar una empresa cotizada.*

CESCE. Informe sectorial de la economía española: Sector textil

Páginas web

<https://www.cnmv.es/>

<http://www.ine.es/>

<http://www.bde.es/bde/es/>

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

<https://www.invertia.com/es/portada>

<http://www.invertiren bolsa.info/>

<https://www.inditex.com/es/home>

<http://www.liwe.net/>

<https://www.modaes.es/>

<http://elpais.com/>

<http://www.acotex.org/>

www.cityc.es

Otros

Informe de las cuentas anuales de Inditex (2012-2016).

Informe de las cuentas anuales de Liwe Española (2012-2016)

8- Anexo

Anexo I. Cuentas anuales completas.

BALANCE INDITEX					
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
ACTIVO NO CORRIENTE	3.080.086.000	3.544.642.000	3.706.948.000	3.786.900.000	3.751.495.000
Inmovilizado intangible	34.348.000	43.549.000	57.968.000	66.848.000	83.790.000
Patentes, licencias, marcas y similares	4.464.000	4.293.000	4.282.000	4.046.000	4.040.000
Aplicaciones informáticas	16.445.000	14.952.000	11.673.000	29.109.000	45.890.000
Anticipos	13.439.000	24.304.000	42.013.000	33.693.000	33.860.000
Inmovilizado material	204.106.000	300.450.000	273.855.000	317.982.000	334.402.000
Terrenos y construcciones	47.700.000	64.247.000	74.132.000	75.621.000	74.099.000
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	76.371.000	112.408.000	169.851.000	171.737.000	197.908.000
Inmovilizado en curso y anticipos	80.035.000	123.795.000	29.872.000	70.624.000	62.395.000
Inversiones inmobiliarias	394.632.000	441.056.000	579.006.000	599.313.000	580.987.000
Terrenos	69.913.000	75.746.000	99.344.000	100.919.000	101.845.000
Construcciones	324.719.000	365.310.000	418.384.000	469.980.000	479.142.000
Inversiones en curso	0	0	61.278.000	28.414.000	0
Inversiones en empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a lp	2.431.938.000	2.644.468.000	2.608.158.000	2.594.546.000	2.533.289.000
Instrumentos de patrimonio	2.348.250.000	2.539.729.000	2.464.504.000	2.454.912.000	2.373.248.000
Créditos a empresas	83.669.000	104.720.000	143.635.000	139.615.000	160.022.000
Otros activos financieros	19.000	19.000	19.000	19.000	19.000
Inversiones financieras a largo plazo	5.275.000	97.294.000	160.397.000	189.343.000	200.392.000
Instrumentos de patrimonio	2.742.000	2.467.000	2.442.000	1.717.000	1.717.000
Otros activos financieros	2.533.000	94.827.000	157.955.000	187.626.000	198.675.000
Activos por impuesto diferido	9.787.000	17.825.000	27.564.000	18.868.000	18.635.000

ACTIVO CORRIENTE	2.421.517.000	2.913.329.000	2.789.135.000	3.634.458.000	4.476.032.000
Existencias	416.970.000	414.466.000	519.061.000	663.772.000	766.534.000
Comeriales	370.834.000	377.976.000	474.102.000	600.755.000	703.201.000
Materias primas y otros aprovisionamientos	46.136.000	36.490.000	44.959.000	63.017.000	63.333.000
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	766.054.000	682.796.000	480.971.000	295.816.000	509.377.000
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	48.892.000	70.331.000	75.646.000	94.848.000	114.509.000
Clientes, empresas del Grupo y asociados	404.027.000	387.225.000	233.202.000	165.318.000	265.328.000
Deudores varios	309.000	0	0	0	0
Personal	664.000	389.000	273.000	246.000	464.000
Activos por impuesto corriente	6.000	9.943.000	162.000	2.803.000	138.000
Otros créditos con la Administraciones Públicas	312.154.000	214.908	171.688.000	32.601.000	128.938.000
Inversiones en empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a cp	521.631.000	544.198.000	806.300.000	906.938.000	1.096.968.000
Créditos a empresas	518.780.000	544.182.000	806.300.000	906.546.000	1.080.587.000
Otros activos financieros	2.851.000	16.000	0	392.000	16.381.000
Inversiones financieras a corto plazo	102.087.000	6.716.000	88.448.000	20.744.000	46.147.000
Derivados	0	3.469.000	88.230.000	18.143.000	46.147.000
Otros activos financieros	102.087.000	3.247.000	218.000	2.601.000	0
Periodificaciones a corto plazo	1.849.000	2.458.000	4.172.000	5.131.000	7.795.000
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	612.926.000	1.262.695.000	890.183.000	1.742.057.000	2.049.211.000
Tesorería	145.397.000	1.229.015.000	886.693.000	1.741.253.000	2.045.807.000
Otros activos equivalentes	467.529.000	33.680.000	3.490.000	804.000	3.404.000
TOTAL ACTIVO	5.501.603.000	6.457.971.000	6.496.083.000	7.421.358.000	8.227.527.000

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
PATRIMONIO NETO	2.754.152.000	2.924.798.000	3.096.683.000	3.389.541.000	3.697.666.000
Fondos propios	2.754.191.000	2.924.425.000	3.059.001.000	3.374.667.000	3.693.175.000
Capital	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000
Capital escriturado	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000
Prima de emisión	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000
Reservas	1.224.850.000	1.316.147.000	1.358.097.000	1.413.896.000	1.450.682.000
Reserva legal y estatutarias	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000
Otras reservas	1.206.150.000	1.297.447.000	1.339.397.000	1.395.196.000	1.431.982.000
Acciones propias y participaciones en patrimonio propias	0	-46.494.000	-73.354.000	-73.354.000	-87.111.000
Resultado del ejercicio	1.415.462.000	1.540.893.000	1.660.379.000	1.920.246.000	2.215.725.000
Ajustes por cambios de valor	-1.516.000	-998.000	36.327.000	13.631.000	3.361.000
Operaciones de cobertura	-1.516.000	-998.000	36.327.000	13.631.000	3.361.000
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.477.000	1.371.000	1.355.000	1.243.000	1.130.000
PASIVO NO CORRIENTE	474.871.000	1.437.779.000	1.207.247.000	1.022.409.000	898.077.000
Provisiones a largo plazo	38.639.000	42.034.000	52.542.000	1.318.000	6.954.000
Otras provisiones	38.639.000	42.034.000	52.542.000	1.318.000	6.954.000
Deudas a largo plazo	21.000	21.000	1.524.000	21.000	608.000
Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	1.503.000	0	0
Otros pasivos financieros	21.000	21.000	21.000	21.000	608.000
Deudas con empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a lp	391.046.000	4.136.000	4.268.000	4.899.000	5.569.000
Pasivos por impuesto diferido	36.997.000	34.548.000	37.864.000	28.430.000	20.513.000
Periodificaciones a largo plazo	8.168.000	1.357.040.000	1.111.049.000	987.741.000	864.433.000
PASIVO CORRIENTE	2.272.580.000	2.095.394.000	2.192.153.000	3.009.408.000	3.631.784.000
Deudas a corto plazo	59.873.000	16.126.000	10.215.000	31.950.000	63.674.000
Deudas con entidades de crédito	153.000	68.000	0	0	0
Acreedores por arrendamiento financiero	0	0	2.960.000	1.503.000	0

Derivados	23.950.000	8.577.000	49.000	4.689.000	10.421.000
Otros pasivos financieros	35.770.000	7.481.000	7.206.000	25.758.000	53.253.000
Deudas con empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a cp	745.205.000	701.590.000	839.288.000	1.248.677.000	1.541.340.000
Acreeedores comerciales y otros cuentas a pagar	1.467.502.000	1.377.678.000	1.219.968.000	1.606.099.000	1.904.088.000
Proveedores	534.642.000	500.580.000	474.673.000	577.890.000	593.694.000
Proveedores, empresas del Grupo y asociadas	600.792.000	586.794.000	452.500.000	590.121.000	747.657.000
Acreeedores varios	90.791.000	92.524.000	89.033.000	101.694.000	112.356.000
Personal, remuneraciones pendientes de pago	39.930.000	13.446.000	35.643.000	62.383.000	27.724.000
Pasivos por impuesto corriente	3.990.000	0	73.876.000	0	86.781.000
Otras deudas con las Administraciones Públicas	197.357.000	184.334.000	94.243.000	274.011.000	335.876.000
Periodificaciones a corto plazo	0	0	122.682.000	122.682.000	112.682.000
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	5.501.603.000	6.457.971.000	6.496.083.000	7.421.358.000	8.227.527.000

Cuenta Pérdidas y Ganancias Grupo Inditex.

OPERACIONES CONTINUADAS	2012	2013	2014	2015	2016
Importe neto de la cifra de negocios	5.363.837.000,00	6.170.222.000,00	6.717.811.000,00	7.920.729.000,00	9.293.959.000,00
Ventas	4.578.960.000,00	4.816.856.000,00	5.372.938.000,00	6.383.936.000,00	7.515.932.000,00
Prestaciones de servicios	18.709.000,00	19.929.000,00	21.600.000,00	28.412.000,00	47.299.000,00
Dividendos	766.168.000,00	1.333.437.000,00	1.323.273.000,00	1.508.381.000,00	1.730.728.000,00
Trabajos realizados por la empresa para su activo	0,00	0,00	2.888.000,00	1.235.000,00	3.048.000,00
Aprovisionamientos	-3.736.509.000,00	-3.818.853.000,00	-4.143.320.000,00	-4.919.230.000,00	-5.847.846.000,00
Consumo de mercaderías	-3.287.905.000,00	-3.347.861.000,00	-3.631.891.000,00	-4.377.005.000,00	-5.207.511.000,00
Consumo de materias primas y otras materias consumibles	-409.608.000,00	-428.794.000,00	-460.473.000,00	-483.047.000,00	-558.601.000,00
Trabajos realizados por otras empresas	-38.996.000,00	-42.197.000,00	-50.956.000,00	-59.178.000,00	-81.734.000,00
Otros ingresos de explotación	158.573.000,00	186.720.000,00	192.906.000,00	195.510.000,00	200.727.000,00
Ingresos accesorios y otras de gestión corriente	157.526.000,00	185.773.000,00	191.947.000,00	194.590.000,00	199.852.000,00
Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	1.047.000,00	947.000,00	959.000,00	920.000,00	875.000,00
Gastos de personal	-130.811.000,00	-135.651.000,00	-169.507.000,00	-169.214.000,00	-171.306.000,00
Sueldos, salarios y asimilados	-113.210.000,00	-116.540.000,00	-150.592.000,00	-149.293.000,00	-148.136.000,00
Cargas sociales	-17.601.000,00	-19.111.000,00	-18.915.000,00	-19.921.000,00	-23.170.000,00
Otros gastos de explotación	-634.379.000,00	-680.307.000,00	-754.098.000,00	-876.531.000,00	-998.201.000,00
Servicios exteriores	-624.732.000,00	-678.695.000,00	-744.983.000,00	-873.921.000,00	-989.092.000,00
Tributos	-1.959.000,00	-1.146.000,00	-2.694.000,00	-2.755.000,00	-2.942.000,00
Otros gastos de gestión corriente	-7.688.000,00	-466.000,00	-6.421.000,00	145.000,00	-6.167.000,00
Amortización del inmovilizado e inversiones inmobiliarias	-42.215.000,00	-54.328.000,00	-66.047.000,00	-75.750.000,00	-78.326.000,00
Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado	-17.000,00	0,00	26.000,00	-16.000,00	64.000,00
Resultados de inversiones en empresas del Grupo	518.240.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros resultados	-444.000,00	-128.000,00	-394.000,00	-332.000,00	-221.000,00
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.496.275.000,00	1.667.675.000,00	1.780.265.000,00	2.076.401.000,00	2.401.898.000,00
Ingresos financieros	3.769.000,00	2.904.000,00	7.106.000,00	5.113.000,00	4.071.000,00
Gastos financieros	-13.244.000,00	-8.399.000,00	-1.838.000,00	-5.942.000,00	-4.496.000,00
Por deudas con empresas del Grupo y asociadas	-13.200.000,00	-8.374.000,00	-889.000,00	-460.000,00	-1.352.000,00
Por deudas con terceros	-44.000,00	-25.000,00	-949.000,00	-5.482.000,00	-3.144.000,00
Diferencias de cambio	3.206.000,00	-7.139.000,00	35.388.000,00	7.738.000,00	6.327.000,00
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-4.491.000,00	-14.212.000,00	-9.071.000,00	-5.652.000,00	0,00
RESULTADO FINANCIERO	-10.760.000,00	-26.846.000,00	31.585.000,00	1.257.000,00	5.902.000,00
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.485.515.000,00	1.640.829.000,00	1.811.850.000,00	2.077.658.000,00	2.407.800.000,00
Impuesto sobre beneficios	-70.053.000,00	-99.936.000,00	-151.471.000,00	-157.412.000,00	-192.075.000,00
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	1.415.462.000,00	1.540.893.000,00	1.660.379.000,00	1.920.246.000,00	2.215.725.000,00
RESULTADO DEL EJERCICIO	1.415.462.000,00	1.540.893.000,00	1.660.379.000,00	1.920.246.000,00	2.215.725.000,00

BALANCE LIWE ESPAÑOLA					
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
ACTIVO NO CORRIENTE	44.225.437	47.296.714	48.692.121	50.276.545	47.317.804
Inmovilizado intangible	1.052.120	900.600	878.285	806.070	693.557
Aplicaciones informáticas	64.755	53.560	74.316	97.035	82.309
Otro inmovilizado	987.365	847.040	803.969	709.035	611.248
Inmovilizado material	38.636.425	41.204.030	41.599.621	43.794.193	41.336.970
Terrenos y construcciones	1.336.535	1.272.533	1.209.060	1.151.683	1.090.450
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado	37.299.890	39.931.497	40.390.561	41.802.075	40.246.520
Inmovilizado en curso y anticipos	0	0	0	840.435	0
Inversiones inmobiliarias	563.870	567.642	560.438	553.234	411.922
Terrenos y construcciones	346.043	346.043	346.043	346.043	211.936
Construcciones	217.827	221.599	214.395	207.191	199.986
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	114.112	114.330	712.720	181.465	114.112
Instrumentos de patrimonio	114.112	114.330	712.720	181.465	114.112
Inversiones financieras a largo plazo	3.858.910	4.105.279	4.292.366	4.359.477	4.255.121
Derivados	4.476	5.124	8.304	60.318	42.472
Otros activos financieros	3.854.434	4.100.155	4.284.062	4.299.159	4.212.649
Activos por impuesto diferido	0	404.833	648.691	582.106	506.122
ACTIVO CORRIENTE	36.852.687	40.994.306	40.737.125	58.348.102	63.956.540
Existencias	28.001.778	18.909.002	31.770.554	36.951.116	39.186.476
Productos en curso y semiterminados	571.150	205.484	519.428	170.522	294.176
Productos terminados	26.413.831	16.792.130	29.245.047	35.416.391	37.420.230
Anticipos a proveedores	1.016.797	1.911.388	2.006.079	1.364.203	1.472.070
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.784.780	14.370.952	3.836.248	6.012.626	9.592.580
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	27.460	27.506	844.984	1.205.250	2.029.833
Clientes, empresas del grupo	1.711.102	1.970.755	2.938.588	4.762.249	7.508.379
Deudores varios	0	12.332.477	0	0	10.337
Personal	46.218	40.214	52.676	45.127	44.031
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	91.000	0	259.676	0
Otros activos financieros	0	91.000	0	0	0
Créditos a empresas	0	0	0	259.676	0
Inversiones financieras a corto plazo	1.510.922	505.166	608.565	788.536	557.122
Instrumentos de patrimonio	115.807	465.529	591.165	788.536	531.987
Valores representativos de deudas	334.288	38.780	0	0	0
Otros activos financieros	1.060.827	0	0	0	0
Derivados	0	857	17.400	0	25.135
Periodificaciones a corto plazo	0	0	0	51.887	48.692
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	5.555.207	7.118.186	4.521.758	14.284.261	14.571.670
1.Tesorería	5.555.207	7.118.186	4.521.758	14.284.261	14.571.670
2.Otros activos líquidos equivalentes	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO	81.078.124	88.291.020	89.429.246	108.624.647	111.274.344

PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
PATRIMONIO NETO	28.769.249	34.184.120	39.889.561	44.862.961	48.401.327
1)FONDOS PROPIOS	28.768.723	34.316.471	39.883.748	44.831.618	48.401.327
I.Capital	5.769.540	5.769.540	5.249.752	5.249.752	5.249.752
Capital escriturado	5.769.540	5.769.540	5.249.752	5.249.752	5.249.752
III.Reservas	19.537.989	23.867.950	29.066.719	34.633.996	39.581.866
Legal y estatutaria	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486
Otras reservas	18.358.503	22.688.464	27.887.233	33.454.510	38.402.380
IV(Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-868.767	-868.767	0	0	0
VII Resultado del ejercicio	4.329.961	5.547.748	4.947.870	4.947.870	4.403.003
Dividendo a cuenta	0	0	0	0	-833.294
Ajustes por cambio de valor	526	-132.351	5.813	31.343	0
Operaciones de cobertura	526	-132.351	5.813	31.343	0
PASIVO NO CORRIENTE	17.180.956	17.750.102	9.983.763	11.700.222	7.695.542
Deudas a largo plazo	14.340.589	13.766.654	6.587.010	8.844.696	5.307.507
Deudas con entidades de crédito	13.440.259	13.131.268	6.277.323	8.807.911	5.011.499
Acreedores por arrendamiento financiero	880.330	610.576	0	0	0
Derivados	0	4.810	0	16.785	276.008
Otros pasivos financieros	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Pasivos por impuesto diferido	2.840.367	3.983.448	3.396.753	2.855.526	2.388.035
PASIVO CORRIENTE	35.127.919	36.356.798	39.555.922	52.061.464	55.177.475
Provisiones a corto plazo	0	920.000	0	0	213.936
Deudas a corto plazo	23.109.846	22.517.534	27.298.402	41.362.985	45.122.839
Deudas con entidades de crédito	22.378.594	21.261.755	27.111.245	41.362.985	44.862.531
Acreedores por arrendamiento financiero	727.527	726.510	179.474	0	0
Otros pasivos financieros	0	339.025	0	0	0
Derivados	3.725	190.244	0	0	260.308
Deudas con empresas del grupo a corto plazo	13.000	0	7.000	5.200	3.700
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	12.005.073	12.919.264	12.250.520	10.693.279	9.837.000
Proveedores	7.111.486	7.689.843	6.213.251	5.109.887	1.581.706
Acreedores varios	40.000	40.000	42.000	566.539	1.776.107
Personal (remuneraciones pendientes de pago)	1.982.870	2.241.835	2.273.445	694.702	2.283.548
Pasivos por impuesto corriente	293.125	433.604	966.000	816.482	506.924
Otras deudas con Administraciones Públicas	2.577.592	2.513.982	2.755.824	3.505.669	3.688.715
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	81.078.124	88.291.020	89.429.246	108.624.647	111.274.344

Anexo II. Proyección Cuentas anuales

Proyección Balance Grupo Inditex

INDITEX										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ACTIVO NO CORRIENTE	3.080.086.000	3.544.642.000	3.706.948.000	3.786.900.000	3.751.495.000	3.729.495.400	3.707.864.742	3.686.602.087	3.665.706.553	3.645.177.321
Inmovilizado intangible	34.348.000	43.549.000	57.968.000	66.848.000	83.790.000	84.627.900	85.474.179	86.328.921	87.192.210	88.064.132
Inmovilizado material	204.106.000	300.450.000	273.855.000	317.982.000	334.402.000	336.074.010	337.754.380	339.443.152	341.140.368	342.846.070
Inversiones inmobiliarias	394.632.000	441.056.000	579.006.000	599.313.000	580.987.000	578.082.065	575.191.655	572.315.696	569.454.118	566.606.847
Inversiones en empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a lp	2.431.938.000	2.644.468.000	2.608.158.000	2.594.546.000	2.533.289.000	2.507.956.110	2.482.876.549	2.458.047.783	2.433.467.306	2.409.132.633
Inversiones financieras a largo plazo	5.275.000	97.294.000	160.397.000	189.343.000	200.392.000	204.399.840	208.487.837	212.657.594	216.910.745	221.248.960
Activos por impuesto diferido	9.787.000	17.825.000	27.564.000	18.868.000	18.635.000	18.355.475	18.080.143	17.808.941	17.541.807	17.278.680
ACTIVO CORRIENTE	2.421.517.000	2.913.329.000	2.789.135.000	3.634.458.000	4.476.032.000	4.562.752.044	4.684.749.235	4.779.958.427	4.845.674.733	4.879.918.183
Existencias	416.970.000	414.466.000	519.061.000	663.772.000	766.534.000	781.864.680	793.592.650	801.528.577	805.536.220	805.536.220
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	766.054.000	682.796.000	480.971.000	295.816.000	509.377.000	572.961.118	595.879.562	613.755.949	626.031.068	632.291.379
Inversiones en empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a cp	521.631.000	544.198.000	806.300.000	906.938.000	1.096.968.000	1.102.452.840	1.107.965.104	1.113.504.930	1.119.072.454	1.124.667.817
Inversiones financieras a corto plazo	102.087.000	6.716.000	88.448.000	20.744.000	46.147.000	46.608.470	47.074.555	47.545.300	48.020.753	48.500.961
Periodificaciones a corto plazo	1.849.000	2.458.000	4.172.000	5.131.000	7.795.000	7.015.500	6.313.950	5.682.555	5.114.300	4.602.870
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	612.926.000	1.262.695.000	890.183.000	1.742.057.000	2.049.211.000	2.051.849.436	2.133.923.413	2.197.941.116	2.241.899.938	2.264.318.938
TOTAL ACTIVO	5.501.603.000	6.457.971.000	6.496.083.000	7.421.358.000	8.227.527.000	8.292.247.444	8.392.613.977	8.466.560.513	8.511.381.286	8.525.095.504
PATRIMONIO NETO Y PASIVO										
PATRIMONIO NETO	2.754.152.000	2.924.798.000	3.096.683.000	3.389.541.000	3.697.666.000	3.828.225.210	3.935.843.282	4.021.089.432	4.081.849.260	4.116.582.793
Capital	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000	93.500.000
Prima de emisión	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000	20.379.000
Reservas	1.224.850.000	1.316.147.000	1.358.097.000	1.413.896.000	1.450.682.000	1.490.458.001	1.492.684.447	1.472.019.120	1.426.346.902	1.354.198.288
Reserva legal y estatutarias	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000	18.700.000
Otras reservas	1.206.150.000	1.297.447.000	1.339.397.000	1.395.196.000	1.431.982.000	1.471.758.001	1.473.984.447	1.453.319.120	1.407.646.902	1.335.498.288
Acciones propias y participaciones en patrimonio propias	0	-46.494.000	-73.354.000	-73.354.000	-87.111.000	-85.368.780	-83.661.404	-81.988.176	-80.348.413	-78.741.445
Resultado del ejercicio	1.415.462.000	1.540.893.000	1.660.379.000	1.920.246.000	2.215.725.000	2.304.805.249	2.408.528.396	2.512.805.179	2.617.635.638	2.722.948.641
Ajustes por cambios de valor	-1.516.000	-998.000	36.327.000	13.631.000	3.361.000	3.327.390	3.294.116	3.261.175	3.228.563	3.196.278
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	1.477.000	1.371.000	1.355.000	1.243.000	1.130.000	1.124.350	1.118.728	1.113.135	1.107.569	1.102.031
PASIVO NO CORRIENTE	474.871.000	1.437.779.000	1.207.247.000	1.022.409.000	898.077.000	881.375.737	865.052.122	849.100.790	833.516.589	818.294.590
Provisiones a largo plazo	38.639.000	42.034.000	52.542.000	1.318.000	6.954.000	7.301.700	7.666.785	8.050.124	8.452.630	8.875.262
Deudas a largo plazo	21.000	21.000	1.524.000	21.000	608.000	589.760	572.067	554.905	538.258	522.110
Deudas con empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a lp	391.046.000	4.136.000	4.268.000	4.899.000	5.569.000	5.847.450	6.139.823	6.446.814	6.769.154	7.107.612
Pasivos por impuesto diferido	36.997.000	34.548.000	37.864.000	28.430.000	20.513.000	20.492.487	20.471.995	20.451.523	20.431.071	20.410.640
Periodificaciones a largo plazo	8.168.000	1.357.040.000	1.111.049.000	987.741.000	864.433.000	847.144.340	830.201.453	813.597.424	797.325.476	781.378.966
PASIVO CORRIENTE	2.272.580.000	2.095.394.000	2.192.153.000	3.009.408.000	3.631.784.000	3.603.025.497	3.612.097.572	3.616.749.292	3.616.394.436	3.610.597.120
Deudas a corto plazo	59.873.000	16.126.000	10.215.000	31.950.000	63.674.000	64.947.480	66.246.430	67.571.358	68.922.785	70.301.241
Deudas con empresas del Grupo, multigrupo y asociadas a cp	745.205.000	701.590.000	839.288.000	1.248.677.000	1.541.340.000	1.510.513.200	1.480.302.936	1.450.696.877	1.421.682.940	1.393.249.281
Acreedores comerciales y otros cuentas a pagar	1.467.502.000	1.377.678.000	1.219.968.000	1.606.099.000	1.904.088.000	2.027.564.817	2.065.548.207	2.098.481.056	2.125.788.711	2.147.046.598
Proveedores	534.642.000	500.580.000	474.673.000	577.890.000	593.694.000	590.258.057	613.868.379	632.284.431	644.930.119	651.379.420
Otros pasivos no corrientes	932.860.000	877.098.000	867.977.000	1.150.891.000	1.423.076.000	1.437.306.760	1.451.679.828	1.466.196.626	1.480.858.592	1.495.667.178

Cuenta Pérdidas y Ganancias proyectada Grupo Inditex.

OPERACIONES CONTINUADAS	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021
Importe neto de la cifra de negocios	5.363.837.000	6.170.222.000	6.717.811.000	7.920.729.000	9.293.959.000	9.756.528.495	10.163.060.859	10.504.213.817	10.772.757.009	10.963.242.380
Ventas	4.578.960.000	4.816.856.000	5.372.938.000	6.383.936.000	7.515.932.000	7.891.728.600	8.207.397.744	8.453.619.676	8.622.692.070	8.708.918.991
Prestaciones de servicios	18.709.000	19.929.000	21.600.000	28.412.000	47.299.000	47.535.495	47.535.495	47.060.140	46.354.238	45.427.153
Dividendos	766.168.000	1.333.437.000	1.323.273.000	1.508.381.000	1.730.728.000	1.817.264.400	1.908.127.620	2.003.534.001	2.103.710.701	2.208.896.236
Trabajos realizados por la empresa para su activo	0	0	2.888.000	1.235.000	3.048.000	2.743.200	2.468.880	2.221.992	1.999.793	1.799.814
Aprovisionamientos	-3.736.509.000	-3.818.853.000	-4.143.320.000	-4.919.230.000	-5.847.846.000	-6.155.548.308	-6.401.770.240	-6.593.823.348	-6.725.699.814	-6.792.956.813
Otros ingresos de explotación	158.573.000	186.720.000	192.906.000	195.510.000	200.727.000	201.128.454	202.536.353	204.966.789	208.451.225	213.037.152
Gastos de personal	-130.811.000	-135.651.000	-169.507.000	-169.214.000	-171.306.000	-197.293.215	-205.184.944	-211.340.492	-215.567.302	-217.722.975
Otros gastos de explotación	-634.379.000	-680.307.000	-754.098.000	-876.531.000	-998.201.000	-1.025.924.718	-1.066.961.707	-1.098.970.558	-1.120.949.969	-1.132.159.469
Amortización del inmovilizado e inversiones inmobiliarias	-42.215.000	-54.328.000	-66.047.000	-75.750.000	-78.326.000	-82.274.047	-82.165.143	-82.058.296	-81.953.504	-81.850.763
Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado	-17.000	0	26.000	-16.000	64.000	62.720	61.466	60.236	59.032	57.851
Resultados de inversiones en empresas del Grupo	518.240.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros resultados	-444.000	-128.000	-394.000	-332.000	-221.000	-218.790	-216.602	-214.436	-212.292	-210.169
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.496.275.000	1.667.675.000	1.780.265.000	2.076.401.000	2.401.898.000	2.499.203.791	2.611.828.922	2.725.055.705	2.838.884.177	2.953.237.009
Ingresos financieros	3.769.000	2.904.000	7.106.000	5.113.000	4.071.000	4.111.710	4.152.827	4.194.355	4.236.299	4.278.662
Gastos financieros	-13.244.000	-8.399.000	-1.838.000	-5.942.000	-4.496.000	-4.451.040	-4.406.530	-4.362.464	-4.318.840	-4.275.651
Diferencias de cambio	3.206.000	-7.139.000	35.388.000	7.738.000	6.327.000	6.358.635	6.390.428	6.422.380	6.454.492	6.486.765
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-4.491.000	-14.212.000	-9.071.000	-5.652.000	0	0	0	0	0	0
RESULTADO FINANCIERO	-10.760.000	-26.846.000	31.585.000	1.257.000	5.902.000	6.019.305	6.136.726	6.254.271	6.371.951	6.489.775
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.485.515.000	1.640.829.000	1.811.850.000	2.077.658.000	2.407.800.000	2.505.223.096	2.617.965.648	2.731.309.977	2.845.256.129	2.959.726.784
Impuesto sobre beneficios	-70.053.000	-99.936.000	-151.471.000	-157.412.000	-192.075.000	-200.417.848	-209.437.252	-218.504.798	-227.620.490	-236.778.143
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	1.415.462.000	1.540.893.000	1.660.379.000	1.920.246.000	2.215.725.000	2.304.805.249	2.408.528.396	2.512.805.179	2.617.635.638	2.722.948.641
RESULTADO DEL EJERCICIO	1.415.462.000	1.540.893.000	1.660.379.000	1.920.246.000	2.215.725.000	2.304.805.249	2.408.528.396	2.512.805.179	2.617.635.638	2.722.948.641

Balance proyectado Grupo Liwe Española

LIWE										
BALANCE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ACTIVO NO CORRIENTE	44.225.437	47.296.714	48.692.121	50.276.545	47.317.804	47.563.822	47.790.396	48.012.082	48.245.862	48.513.358
Inmovilizado intangible	1.052.120	900.600	878.285	806.070	693.557	645.153	604.630	570.449	541.426	516.634
Inmovilizado material	38.636.425	41.204.030	41.599.621	43.794.193	41.336.970	41.589.474	41.792.710	41.956.094	42.087.313	42.192.615
Inversiones inmobiliarias	563.870	567.642	560.438	553.234	411.922	420.160	436.967	463.185	500.240	550.264
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	114.112	114.330	712.720	181.465	114.112	116.394	121.050	128.313	138.578	152.436
Inversiones financieras a largo plazo	3.858.910	4.105.279	4.292.366	4.359.477	4.255.121	4.276.397	4.308.470	4.356.940	4.430.463	4.542.609
Activos por impuesto diferido	0	404.833	648.691	582.106	506.122	516.244	526.569	537.101	547.843	558.800
ACTIVO CORRIENTE	36.852.687	40.994.306	40.737.125	58.348.102	63.956.540	66.701.835	69.029.899	71.374.154	73.435.937	75.344.423
Existencias	28.001.778	18.909.002	31.770.554	36.951.116	39.186.476	41.145.800	42.997.361	44.717.255	46.282.359	47.670.830
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.784.780	14.370.952	3.836.248	6.012.626	9.592.580	9.496.654	9.401.688	9.307.671	9.214.594	9.122.448
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	91.000	0	259.676	0	100.000	0	175.000	200.000	225.000
Inversiones financieras a corto plazo	1.510.922	505.166	608.565	788.536	557.122	612.834	674.118	741.529	815.682	897.251
Periodificaciones a corto plazo	0	0	0	51.887	48.692	46.293	44.469	43.067	41.981	41.134
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	5.555.207	7.118.186	4.521.758	14.284.261	14.571.670	15.300.254	15.912.264	16.389.632	16.881.320	17.387.760
TOTAL ACTIVO	81.078.124	88.291.020	89.429.246	108.624.647	111.274.344	114.265.657	116.820.294	119.386.236	121.681.799	123.857.781
PATRIMONIO NETO	28.769.249	34.184.120	39.889.561	44.862.961	48.401.327	49.274.480	50.255.914	50.265.452	48.855.376	46.267.463
1)FONDOS PROPIOS	28.768.723	34.316.471	39.883.748	44.831.618	48.401.327	49.274.480	50.255.914	50.265.452	48.855.376	46.267.463
I.Capital	5.769.540	5.769.540	5.249.752	5.249.752	5.249.752	5.249.752	5.249.752	5.249.752	5.249.752	5.249.752
III.Reservas	19.537.989	23.867.950	29.066.719	34.633.996	39.581.866	38.487.718	39.239.441	39.017.748	37.283.663	34.615.790
Legal y estatutaria	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486	1.179.486
Otras reservas	18.358.503	22.688.464	27.887.233	33.454.510	38.402.380	37.308.232	38.059.955	37.838.262	36.104.177	33.436.304
IV(Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-868.767	-868.767	0	0	0	0	0	0	0	0
VII Resultado del ejercicio	4.329.961	5.547.748	4.947.870	4.947.870	4.403.003	5.536.510	5.766.211	5.997.422	6.321.399	6.401.314
Diviando a cuenta	0	0	0	0	-833.294	0	0	0	0	0
Ajustes por cambio de valor	526	-132.351	5.813	31.343	0	500	510	530	562	607
PASIVO NO CORRIENTE	17.180.956	17.750.102	9.983.763	11.700.222	7.695.542	9.583.165	9.866.705	10.261.808	10.849.816	11.388.973
Deudas a largo plazo	14.340.589	13.766.654	6.587.010	8.844.696	5.307.507	5.307.507	5.413.657	5.630.203	5.968.016	6.445.457
Pasivos por impuesto diferido	2.840.367	3.983.448	3.396.753	2.855.526	2.388.035	4.275.658	4.453.048	4.631.604	4.881.801	4.943.516
PASIVO CORRIENTE	35.127.919	36.356.798	39.555.922	52.061.464	55.177.475	55.408.012	56.697.675	58.858.976	61.976.607	66.201.345
Provisiones a corto plazo	0	920.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Deudas a corto plazo	23.109.846	22.517.534	27.298.402	41.362.985	45.122.839	45.122.839	46.025.296	47.866.308	50.738.286	54.797.349
Deudas con empresas del grupo a corto plazo	13.000	0	7.000	5.200	3.700	3.774	3.925	4.160	4.493	4.943
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	12.005.073	12.919.264	12.250.520	10.693.279	9.837.000	10.281.399	10.668.455	10.988.508	11.233.828	11.399.053
Proveedores	7.111.486	7.689.843	6.213.251	5.109.887	1.581.706	1.613.340	1.653.674	1.703.284	1.762.899	1.833.415
Otros pasivos corrientes	4.893.587	5.229.421	6.037.269	5.583.392	8.255.294	8.668.059	9.014.781	9.285.224	9.470.929	9.565.638
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	81.078.124	88.291.020	89.429.246	108.624.647	111.274.344	114.265.657	116.820.294	119.386.236	121.681.799	123.857.781

Cuenta de Pérdidas y Ganancias proyectada Grupo Liwe Española

OPERACIONES CONTINUADAS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Importe neto de la cifra de negocios	108.143.599	115.888.886	122.664.466	132.127.691	135.601.337	142.381.404	148.076.660	152.518.960	157.094.529	161.807.364
Variación exis. De prod.termin y en curso de frabricación	-2.796.337	533.275	12.766.862	5.822.438	2.127.493	2.114.303	2.101.194	2.088.166	2.075.220	2.062.353
Aprovisionamientos	-36.877.891	-41.301.180	-53.869.864	-54.711.577	-55.911.023	-57.664.469	-59.971.047	-61.770.179	-63.623.284	-65.531.983
Otros ingresos de explotación	39.092	34.436	-347.080	298.365	280.431	280.431	283.235	291.732	306.319	327.761
Gastos de personal	-30.099.903	-30.917.297	-33.333.656	-33.278.853	-34.436.168	-35.737.732	-37.167.242	-38.282.259	-39.430.727	-40.613.648
Otros gastos de explotación	-26.885.839	-30.532.818	-31.685.921	-32.116.411	-33.508.054	-35.595.351	-37.019.165	-38.129.740	-39.273.632	-40.451.841
Amortizaciones del ejercicios	-3.678.815	-3.867.897	-4.052.632	-4.478.965	-4.775.931	-4.366.895	-4.388.235	-4.405.390	-4.419.168	-4.430.225
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-84.924	-792.820	-1.156.112	-916.743	-1.126.543	-1.239.197	-1.363.117	-1.499.429	-1.649.372	-1.814.309
Otros resultados	79.781	170.259	-643.485	68.834	95.489	102.173	109.325	116.978	125.167	133.928
RESULTADO DE LA EXPLOTACIÓN	7.838.763	9.214.844	11.036.718	12.814.779	8.347.031	10.274.667	10.661.609	10.928.841	11.205.052	11.489.402
Ingresos financieros	73.226	107.561	19.949	39.850	41.086	41.442	41.807	42.180	42.562	42.953
Gastos financieros	-1.936.345	-2.071.420	-1.803.421	-1.306.610	-1.084.499	-1.138.724	-1.219.573	-1.331.774	-1.482.265	-1.680.888
Variación del valor razonable de instrumentos financieros	-112.954	54.040	4.113	-18.328	-479.233	-431.310	-388.179	-349.361	-314.425	-282.982
Diferencias de cambio	250.251	873.831	1.854.203	-4.316.798	-761.280	-569.526	-592.307	-457.557	-157.095	-161.807
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-28.951	-327.504	278.780	-530.605	-268.592	-267.249	-265.913	-264.583	-263.260	-261.944
RESULTADO FINANCIERO	-1.754.773	-1.363.492	-3.912.342	-6.132.491	-2.552.518	-2.365.366	-2.424.165	-2.361.095	-2.174.482	-2.344.668
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	6.083.990	7.851.352	7.124.376	6.682.288	5.794.513	7.909.300	8.237.444	8.567.745	9.030.570	9.144.734
Impuesto sobre beneficios	-1.754.029	-2.303.604	-1.557.099	-1.734.418	-1.391.510	-2.372.790	-2.471.233	-2.570.324	-2.709.171	-2.743.420
RESULTADO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	4.329.961	5.547.748	5.567.277	4.947.870	4.403.003	5.536.510	5.766.211	5.997.422	6.321.399	6.401.314
RESULTADO DEL EJERCICIO	4.329.961	5.547.748	5.567.277	4.947.870	4.403.003	5.536.510	5.766.211	5.997.422	6.321.399	6.401.314

Anexo III. Tablas descuento flujo de caja

Grupo Inditex

INDITEX	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas Netas	7.515.932.000	7.891.728.600	8.207.397.744	8.453.619.676	8.622.692.070	8.708.918.991
Aprovisionamientos	-5.847.846.000	-6.155.548.308	-6.401.770.240	-6.593.823.348	-6.725.699.814	-6.792.956.813
Otros ingresos de explotación	200.727.000	201.128.454	202.536.353	204.966.789	208.451.225	213.037.152
Gastos de personal	-171.306.000	-197.293.215	-205.184.944	-211.340.492	-215.567.302	-217.722.975
Otros gastos de explotación	-998.201.000	-1.025.924.718	-1.066.961.707	-1.098.970.558	-1.120.949.969	-1.132.159.469
EBITDA	699.306.000	714.090.813	736.017.207	754.452.068	768.926.209	779.116.886
Amortización del inmovilizado	-78.326.000	-82.274.047	-82.165.143	-82.058.296	-81.953.504	-81.850.763
Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado	64.000	62.720	61.466	60.236	59.032	57.851
EBIT	621.044.000	631.879.486	653.913.529	672.454.008	687.031.737	697.323.975
Impuestos sobre beneficios	-192.075.000	-200.417.848	-209.437.252	-218.504.798	-227.620.490	-236.778.143
NOPLAT	428.969.000	431.461.639	444.476.277	453.949.210	459.411.247	460.545.832
Amortizaciones	78.326.000	82.274.047	82.165.143	82.058.296	81.953.504	81.850.763
(+/-) Inversión en CC	-260.922.000	-106.752.027	-114.224.065	-91.882.401	-67.422.589	-41.419.222
(+/-)Inversión en ANC	35.405.000	21.999.600	21.630.658	21.262.655	20.895.534	20.529.232
FTL	281.778.000	428.983.259	434.048.013	465.387.761	494.837.695	521.506.605
CCMP	1,049%	1,049%	1,049%	1,049%	1,049%	1,049%
Factor Actualización	0,9896	0,9793	0,9692	0,9591	0,9492	0,9393
VR (AÑO 2021)						95.460.559.539
FT Actualizado		420.122.540	420.669.699	446.360.993	469.679.789	95.950.413.619

Grupo Liwe Española

LIWE ESPAÑOLA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Ventas Netas	135.601.337	142.381.404	148.076.660	152.518.960	157.094.529	161.807.364	
Aprovisionamientos	-55.911.023	-57.664.469	-59.971.047	-61.770.179	-63.623.284	-65.531.983	
Otros ingresos de explotación	280.431	280.431	283.235	291.732	306.319	327.761	
Gastos de personal	-34.436.168	-35.737.732	-37.167.242	-38.282.259	-39.430.727	-40.613.648	
Otros gastos de explotación	-33.508.054	-35.595.351	-37.019.165	-38.129.740	-39.273.632	-40.451.841	
EBITDA	12.026.523	13.664.283	14.202.441	14.628.515	15.073.205	15.537.654	
Amortización del inmovilizado	-4.775.931	-4.366.895	-4.388.235	-4.405.390	-4.419.168	-4.430.225	
Deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado	-1.126.543	-1.239.197	-1.363.117	-1.499.429	-1.649.372	-1.814.309	
EBIT	6.124.049	8.058.191	8.451.090	8.723.696	9.004.665	9.293.120	
Impuestos sobre beneficios	-1.391.510	-2.372.790	-2.471.233	-2.570.324	-2.709.171	-2.743.420	
NOPLAT	4.732.539	5.685.401	5.979.857	6.153.372	6.295.494	6.549.700	
Amortizaciones	4.775.931	4.366.895	4.388.235	4.405.390	4.419.168	4.430.225	
(+/-) Inversión en CC	-6.466.217	-2.300.822	-1.940.857	-2.023.966	-1.816.131	-1.742.811	
(+/-)Inversión en ANC	2.958.741	-246.018	-226.574	-221.686	-233.780	-267.496	
FTL	6.000.994	7.505.455	8.200.661	8.313.110	8.664.751	8.969.618	
CCMP	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%	
Factor Actualización	0,9765	0,9536	0,9312	0,9093	0,8879	0,8671	
VR (AÑO 2021)	tasa de crecimiento /g) en el año 2021						372.882.791
FT Actualizado		7.156.994	7.636.235	7.559.111	7.693.787	380.660.197	

Anexo IV. Otras tablas

Figura I. Ratios empleados para el análisis de información histórica.

	Ratios	Cálculo
Estimación de los ingresos	A.Ventas	$(v1-V0)/V0$
	Prestaciones de servicio	tasa de variación
	otros ingresos de la explotación	tasa de variación
	Margen comercial	$(v-apv)/v$
Estimación variación FM	DÍAS de cobro	$(deudoresmed./ventas)*365$
	variación deudores	tasa de variación
	Dias de existencias	$(Existencias med/costeVentas)*365$
	DIAS de pago a proveedores	$(Proveed.med/compras)*365$
	Variación otros pasivos corrientes	Tasa de variación
	% Otros pasivos corrientes	Otros gtos/Otros pasivos
	% Tesorería	Tesorería/Ventas
Estimación gastos	% Amortización IM	Amort IM/IM Bruto
	% Otros gastos/ventas	% Otrosgtos/Ventas
	% gtos.persona/ventas	Gastos personal/Ventas
Estimación fiscalidad	activos por impuesto diferido	Tasa de variación
	% pasivo financiero/ti	Pasivo financiero/ti
	Tipo impositivo	Impuesto/RAT
Estimación resultado financiero	RDO IF empresas grupo	$Rdo Ifemg/(inv finan l/p+inf finan cp)$
	Coste deuda	Intereses/Deuda
	Rdo IF	$Ing.Finan/Inv.Finan$
Variación estructura financiera	% Var.deuda	$[Deuda(f)-Deuda(i)]/Deuda(i)$
	% Var. IF en Empresas del Grupo l/p	$[IFeglp(f)-IFeglp(i)]/IFeglp(i)$
	% Var. IF en Empresas del Grupo c/p	$[IFegcp(f)-IFegcp(i)]/IFegcp(i)$
	% Var.IF lp	$[IFlp(f)-IFlp(i)]/IFlp(i)$
	% Var.IF cp	$[IFcp(f)-IFcp(i)]/IFcp(i)$
Variación activos no corrientes	Inversión en I.M	$Ibruto(f)-I.Bruto(i)$
	Inversión en I.I	$II(f)-I.I(i)$
Variación PN	% Ajustes valor/IF	Aj valor/IF a lp+IF a cp
	Subvenciones, donaciones y legados	$[Sub(f)-Sub(i)]/Sub(i)$

