

Inditex

Valoración de la compañía

Industria de Diseño Textil (Inditex) ha presentado los resultados del ejercicio 2019 el 18 de marzo de 2020, declarando una facturación récord de 28286 millones de € y un beneficio neto de 3647 millones de €, un 5.8% más que el ejercicio anterior. El margen bruto se ha situado en el 55.9% y el margen neto en el 12.9 %, en línea con sus comparables del año anterior.

El ejercicio 2020 va a estar marcado por la coyuntura económica derivada de la pandemia SARS-CoV-2, que va a tener consecuencias directas en el desempeño de la compañía en el futuro en general y durante el ejercicio 2020 en particular.

En este contexto, Inditex se posiciona como la empresa líder en el sector, con un desempeño superior al de su competencia en todos los aspectos. Gracias a su eficiente cadena de suministro, Inditex tiene una agilidad y capacidad de adaptación únicas en el sector, que le proveen de una ventaja competitiva (o *moat*) diferencial y mantenida en el tiempo.

En este informe se ha llevado a cabo una estimación del precio objetivo de Inditex combinando un análisis cualitativo con métodos cuantitativos de valoración para generar una serie de escenarios posibles del que se ha seleccionado el más probable desde el punto de vista del analista.

El resultado al que se ha llegado es que Inditex tiene un **valor intrínseco de 37.12 € por acción**, que con los precios actuales supone un **61.2% de revalorización** potencial en un horizonte temporal de aproximadamente **dos años**.

Estrategias planteadas:

1. Posición larga en la acción.

2. Estrategia de valoración relativa:

- Se propone una estrategia *long-short*, aprovechando el desempeño relativo de Inditex vs. un competidor.
- La compañía seleccionada para posicionarse corto (*short*) es GAP Inc. (NYSE: GPS), ya que es la que peor fortaleza bursátil presenta.
- Propuesta: 1 x Long Inditex + 3 x Short GAP (6.65\$ a 24/04/2020) + Long EUR/USD (Hedging)

3. Opciones:

		Strike (dic 2020)	Precio
A	Sell Call	23.39 €	1.80 €
B	Buy 2 Calls	25.32 €	0.72 €

Pablo Fernández Asensio

fernandezasensio@gmail.com

+34 649 98 00 96

BME: ITX

Precio (24-abr): 23.03 €

Precio Objetivo: 37.12 €

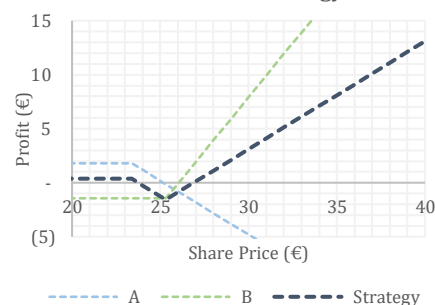
Precio



Estimación de resultados 2020

	2019	2020
Ingresos (MM€)	28286	22914
EBITDA (MM€)	7631	4189
Beneficio neto (MM€)	3647	2369

Put-Call Strategy



Situación Macroeconómica

El primer trimestre del año 2020 se ha visto condicionado por la pandemia mundial del SARS-CoV-2, que ha forzado a los gobiernos a tomar medidas excepcionales de confinamiento de la población en sus hogares. Esto ha congelado la actividad productiva mundial a un nivel nunca visto, provocando una caída súbita de la demanda global de bienes y servicios.

Tomando el PIB como indicador generalizado para estimar el crecimiento económico, podemos utilizarlo para la estimación de la parálisis económica sufrida a nivel global. La caída porcentual estimada se sitúa a niveles no vistos desde la Segunda Guerra mundial, que sumado a una ralentización previa de las tasas de crecimiento del -0.5% mundial en términos reales, augura un shock que paralizará la economía y destruirá una buena parte del tejido productivo¹.

Este impacto económico ha sido estimado por diversas entidades: mientras que las previsiones de los organismos oficiales calculan una destrucción del 20-25% del PIB 2Q2020 para la mayoría de las economías desarrolladas², Goldman Sachs estima una caída anual de -9% para la eurozona, -7.5% para Reino Unido y -3.8% para Estados Unidos³.

Por su parte, los PMIs de los sectores manufactureros y servicios, utilizados como indicador adelantado a los datos oficiales del mes de abril, han caído súbitamente hasta marcar mínimos históricos en la mayoría de las regiones. Por su parte, las peticiones semanales de subsidio por desempleo en EEUU (Initial Jobless Claims), que puede utilizarse como referencia a la hora

de estimar el impacto laboral sobre el resto de economías desarrolladas, han marcado máximos históricos desde la última semana de marzo.

Una vez que la estructura productiva sea reiniciada existen diversos escenarios para la recuperación, dependiendo de la “fuerza” con la que se retome la actividad económica. Se tendrán en cuenta estos diversos escenarios a la hora de estimar el valor intrínseco de Inditex, sin embargo, se considera más probable un escenario de recuperación progresiva.

Análisis del sector

Inditex es una empresa de moda retail cuya actividad se desarrolla en la venta de prendas de moda a precios asequibles. Sus principales competidores internacionales son, por nivel de facturación, Hennes & Mauritz AB (H&M), GAP y Fast Retailing.

Sin embargo, la industria de la moda tiene una estructura dispersa, ya que además de las grandes cadenas, está formada por una gran cantidad de marcas de ropa de menor tamaño y tiendas locales que sirven de puntos de venta al público, cuyos productos hacen competencia directa con las grandes compañías. Esta distribución de la competencia se traduce en una gran oferta de productos sustitutivos y una alta sensibilidad de la oferta al precio.

Esta competencia asume una desventaja estructural por el menor margen que obtiene por unidad vendida debido a varias razones:

- Las grandes cadenas tienen mayor poder de negociación con los proveedores de materias

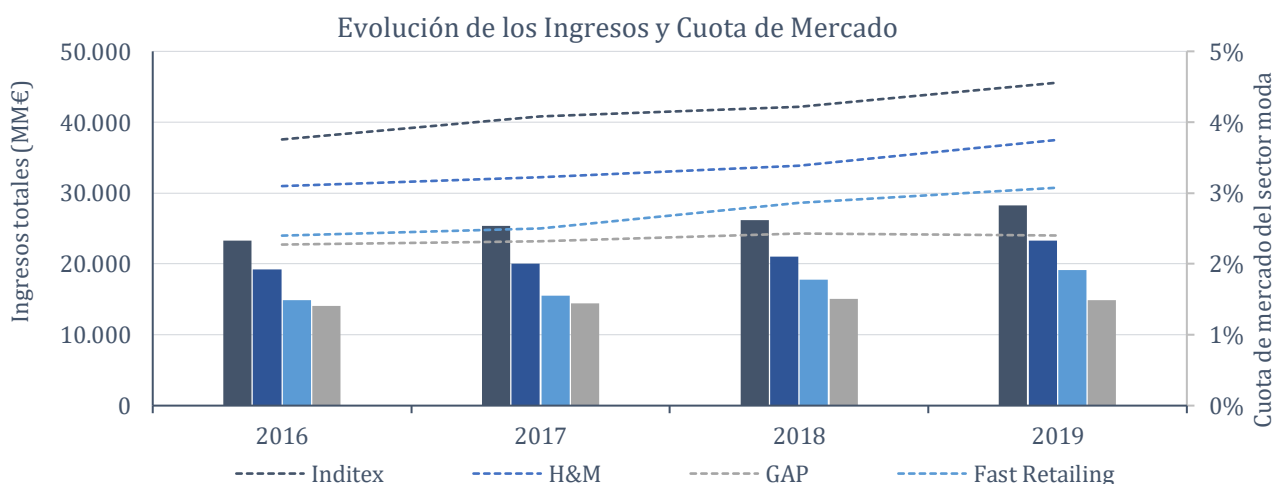


Ilustración 1: Facturación (columnas) y cuota de mercado (líneas). Elaboración propia

¹ OECD Interim Economic Assessment. Coronavirus: The World Economy at Risk

² OECD Evaluating the Initial Impact of Covid Containment Measures on Activity

³ SARS Coronavirus 2 / COVID 19: An Update on Developments in Europe

Inditex – Valoración de la compañía

primas (telas principalmente) por sus altos volúmenes de compra.

- Eliminan el coste de intermediación al tener tiendas propias donde venden sus productos en exclusiva.
- Se benefician de un “efecto red” tanto en la distribución de su inventario como en la facilidad para acudir a una tienda. Cuantas más tiendas tenga una cadena, más sencillo será para el consumidor probarse la ropa y/o devolverla. Hay que considerar que, debido a la tendencia global a agilizar la logística de forma sistemática (los consumidores quieren sus productos en menos de 48 horas), este factor es cada vez menos diferencial.
- Existe una componente de “economía de escala”, ya que cuanto mayor sea la producción, menores serán los costes fijos (menores costes generales y administrativos por unidad) y variables (a mayor número de unidades, menor coste medio).
- Las tiendas de las grandes cadenas (en especial Inditex) están es ubicaciones mucho más relevantes y donde hay más afluencia de personas.

Dentro de las grandes cadenas, la competencia se basa en la capacidad de adaptación a las tendencias cambiantes del mercado. Por ello, son clave la identificación de las modas y la adecuación de los diseños de las prendas a estas. Es aquí donde Inditex muestra su gran ventaja competitiva: mientras que el resto de las empresas realizan sus diseños con varios meses de antelación, teniendo para ello que “adivinar” cuál va a ser la siguiente tendencia, Inditex es capaz de identificar, diseñar, producir y vender un determinado modelo en tiempo récord. Tal como se expone en la continuación, Inditex consigue lanzar una nueva prenda en menos de un mes, desde que la demanda es identificada hasta que ese producto llega a tienda.

La situación excepcional que enfrentamos en 2020 ha obligado al sector a cerrar la mayoría de las tiendas, especialmente en aquellos países en los que el cierre de la actividad ha sido total. La disminución de los ingresos en España puede llegar a ser del 35-40%⁴. Teniendo en cuenta que las ventas de las tiendas físicas han caído a cero durante el periodo de confinamiento y que los costes operativos no se han visto mermados en la misma proporción (alquiler, salarios e inventario), el impacto económico sobre el sector va a ser severo. Además, la mayoría de las empresas del sector (sobre todo las pequeñas y medianas) no disponen de liquidez suficiente para hacer frente a los gastos sin obtener ningún ingreso.

⁴ Informe sector moda en España: Análisis del impacto de la crisis del Covid-19. EY

Por lo tanto, las claves para superar esta crisis con solvencia serán, principalmente:

- Una situación financiera sólida, con liquidez suficiente para hacer frente a los pagos a corto plazo.
- Una diversificación geográfica en las ventas que permita mitigar el impacto de ciertos mercados.
- Una cadena de suministros flexible que no paralice la producción.
- Una infraestructura de venta online que sustituya (en parte) la pérdida de ventas por el cierre de las tiendas físicas.

Inditex y su cadena de suministro

Inditex cuenta con un total de 7.469 tiendas repartidas globalmente en 96 países, con sus principales mercados en España (1580 tiendas), el resto de Europa (3366), China (570), Rusia (558).

Su negocio se distribuye en varias cadenas: Zara, Bershka, Stradivarius, Pull&Bear, Massimo Dutti, Oysho, Zara Home y Uterqüe. Si bien es cierto que cada una de ellas está enfocada en un público objetivo concreto, su principal fuente de ventas (y de beneficios) es Zara.

	Tiendas	Ingresos (MM €)	Ingresos por tienda (€)
Zara	2,866	16,867	5,885,055
Pull&Bear	970	1,698	1,750,909
Massimo Dutti	754	1,638	2,172,457
Bershka	1,107	2,055	1,856,640
Stradivarius	1,006	1,509	1,499,716
Oysho	677	521	769,161
Uterqüe	89	99	1,113,979
Online	-	3,900	-
TOTAL	7,469	28,287	3,265,077

Tabla 1: Ventas y tiendas por cadena de tiendas. Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales Consolidadas al 31 de enero de 2020.

En la tabla anterior (Tabla 1) se ha representado el desglose de los ingresos por cada una de las cadenas. Se puede ver como Zara es la cadena con el mayor número de tiendas y más volumen de ventas, tanto en agregado como en promedio por tienda, teniendo más metros cuadrados por tienda (más del doble de media).

La fuente de su ventaja competitiva radica en su cadena de suministro y la rapidez de adaptación a las tendencias del mercado. Para conseguir esta agilidad, la

Inditex – Valoración de la compañía

compañía tiene adoptado el siguiente sistema de suministro:

- Las materias primas utilizadas para la elaboración de las prendas están distribuidas en 1.760 proveedores distribuidos a lo largo del mundo, lo que permite tener flexibilidad en el suministro de las telas para su confección.
- La manufactura se realiza en España, Portugal, Marruecos y Turquía (50%), el resto de Europa (26%) y Asia (24%). Aunque la mayoría de las fábricas están ubicadas en países donde los costes laborales son elevados, esto permite disponer de personal cualificado para la manufactura, permitiendo la alta productividad y adaptación tecnológica necesarias para tener una cadena de suministro eficiente y rápida.
- Antes de enviarse a tienda, toda la producción de las fábricas se envía a la central de Inditex en Arteixo (A Coruña), desde donde se cuantifica, clasifica, embala y envía la mercancía a todas las tiendas. El envío se realiza por carretera o por aire, nunca por mar, consiguiendo unos tiempos de entrega a tienda de 48 horas como máximo. Una de las principales razones de este paso intermedio es distribuir a cada tienda aquellas prendas más demandadas según la tendencia local de los clientes, llevando a cada tienda lo que los clientes demandan. Además, la mercancía llega a las tiendas en colgadores y con los precios ya puestos, para optimizar los tiempos de venta.

En cuanto al diseño de las prendas, Inditex dispone de más de 700 diseñadores que, gracias al sistema informático y al continuo feedback de los empleados, crean aproximadamente 1000 diseños distintos al mes adecuados a cada uno de los mercados en los que está presente.

La política de precios responde a un equilibrio entre la oferta y la demanda (market-based), es decir, gracias a la gran rotación de existencias, es capaz de modificar los precios de forma ágil para adaptarse a una demanda cambiante.

La ausencia de repetición de un modelo exacto, incorporando nuevos productos a las tiendas entre dos y tres veces por semana, crea cierta sensación de “urgencia” en los clientes, que cada vez que acuden a la tienda tienen diseños nuevos que comprar.

Por lo tanto, se puede decir que el éxito de Inditex se debe a que tiene una capacidad de diseño prácticamente “personalizada” y una cadena de suministro excepcionalmente rápida que lleva los

productos que quieren los clientes a las tiendas en un tiempo récord.

Cabe destacar que Zara y Bershka se sitúan entre las 50 marcas de ropa más valiosas del mundo, destacando la primera con una valoración estimada de 14582 millones de \$.

Análisis empresarial

En 2019 las ventas del grupo crecieron hasta los 28.286 millones de € (+8.2%) con un beneficio neto de 3.647 millones de € (+5.8%).

Por su parte, en el ejercicio 2019 el margen bruto se situó en el 55.9%, el margen neto del 12.9% y el retorno sobre capital empleado (ROCE) del 32.0%. El crecimiento de las ventas en los últimos 10 años ha sido de media de un 10%, con un mínimo de 3% (2017-2018) y un máximo de 16% (2011-2012).

Este crecimiento en los ingresos se ha producido de forma orgánica gracias a la expansión de Inditex en nuevos mercados, aprovechando su ventaja competitiva para crecer en una primera fase en el mercado europeo y americano, y extendiéndose posteriormente a un mercado asiático caracterizado por una clase media creciente.

Solidez financiera

En el ejercicio 2019 Inditex ha aumentado la caja neta en un 20% hasta los 8060 millones de €, que unido a su deuda prácticamente nula (38 millones de €), denotan una sólida fortaleza financiera.

	Ratios de Solvencia				
	2019	2018	2017	2016	2015
Ratio de Endeudamiento	0.1%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%
Deuda sobre Patrimonio Neto	0.3%	0.6%	0.1%	0.5%	0.7%

Tabla 2: Ratios de solvencia. Elaboración propia.

En la Tabla 2 se muestran los ratios de solvencia, donde se puede comprobar lo anteriormente comentado: Inditex no posee prácticamente deuda y sus ratios de endeudamiento (deuda/activos) y de deuda sobre patrimonio neto son prácticamente nulos.

En cuanto a la liquidez, Inditex afronta el ejercicio 2020 con una sólida posición de efectivo, el cual permite enfrentar los pagos a proveedores (pasivo corriente) con relativa facilidad. Esto queda reflejado en su capital circulante, que es de 4108 millones, y un quick ratio del 125%.

	2019	2018	2017	2016	Comp.
Current Ratio	156%	197%	196%	181%	205%

Inditex – Valoración de la compañía

Quik Ratio	125%	146%	144%	134%	117%
Cash Ratio	65%	62%	58%	42%	
CFO Ratio	55%	73%	79%	82%	

Tabla 3: Ratios de Liquidez. Elaboración propia.

El deterioro de los ratios de liquidez entre los años 2018 y 2019 se debe al ajuste producido por la normativa contable NIIF 16, la cual obliga a incluir en el balance, tanto en activo como en pasivo, la valoración de los contratos de arrendamiento. Si corregimos los ratios para que sean comparables con los del año anterior, el *current ratio* sería de 2.02, el *quick ratio* de 1.43 y el *cash ratio* de 0.84⁵. En comparación con las empresas del sector, estas tienen de media un mayor *current ratio* y un menor *quick ratio*, lo que implica que tienen una mayor parte del capital inmovilizado en inventario. Esto va en línea con la eficiente gestión que Inditex realiza de su inventario.

Eficiencia operativa

El principal punto fuerte de Inditex es su mejor eficiencia operativa con respecto a la competencia gracias a la gran rotación de inventario y al corto periodo de tiempo que este tarda en venderse una vez en tienda, que además han mejorado sistemáticamente con el paso del tiempo.

Ratios de Eficiencia						
	2020	2019	2018	2017	2016	Comp.
Rotación de Activos	1.0	1.2	1.3	1.2	1.2	
Rotación de Inventario	5.5	4.2	4.1	3.9	4.0	3.2
Rotación de cobros	59.2	58.7	56.5	54.2	55.5	42.0
Rotación de pagos	3.1	3.0	3.1	2.9	2.9	8.5
Periodo medio en inventario	66.37	87.50	88.48	92.75	90.93	112.6
Periodo medio de cobro	6.2	6.2	6.5	6.7	6.6	8.7
Periodo medio de pago	116.6	120.7	117.9	126.3	124.1	42.8
Ciclo de transform. de efectivo	-44.0	-26.9	-23.0	-26.8	-26.6	78.4

Tabla 4: Ratios de Eficiencia. Elaboración propia.

La rotación del inventario se ha situado en 5.5 y el ciclo de conversión de efectivo en un periodo negativo de -44.02 días en 2019, es decir, Inditex es capaz de vender el producto 44 días antes de pagar a sus proveedores

⁵ No se ha hecho esta corrección para el cálculo de los ratios de solvencia porque el cambio se considera irrelevante.

mientras que sus competidores tienen un ciclo de conversión del efectivo de 78.45 días de media. Esta es la principal razón por la que Inditex tiene un *moat* (“foso defensivo” o ventaja competitiva) con respecto a su competencia, ya que le permite maximizar las ventas mientras mantiene una movilización de capital contenida.

Rentabilidad

En el ejercicio 2019, Inditex ha tenido un margen bruto de 55.9%, un margen operativo de 26.9% y un margen de beneficios (después de impuestos) del 12.9%.

Ratios de Rentabilidad					
	2019	2018	2017	2016	2015
Margen Bruto	55.9%	56.7%	56.3%	57.0%	57.8%
Margen Operativo	26.9%	21.3%	21.4%	21.4%	22.3%
Margen Neto	12.9%	13.2%	13.3%	13.6%	13.8%
ROA	12.8%	15.9%	16.7%	16.1%	16.6%
ROE	24.4%	23.5%	25.0%	24.9%	25.3%
ROCE	32.0%	31.0%	33.0%	33.0%	34.0%

Tabla 5: Ratios de rentabilidad. Elaboración propia.

El margen operativo ha mejorado considerablemente con respecto al año anterior gracias a la optimización de la eficiencia en la gestión del inventario y al exhaustivo control de costes. Por su parte, los retornos sobre activos (ROA) y sobre patrimonio neto (ROE) se han situado en niveles altos, aunque hay que anotar que el decremento sufrido por el ROA es debido al cambio de criterio contable que ahora sí incluye los derechos de arrendamiento en el balance (tanto en el activo como el pasivo), aumentando los activos respecto a sus comparables un año atrás.

Sin embargo, lo más destacable es el alto retorno sobre capital invertido (ROCE) que se ha mantenido constante a lo largo del tiempo. Este ratio representa el beneficio obtenido por cada euro invertido y, un valor tan alto como el de Inditex, es reflejo de una ventaja competitiva consistente. Si se compara el ROCE con el de sus competidores se observa como es sustancialmente más alto:

ROCE				
	2019	2018	2017	2016
Inditex	32.0%	31.0%	33.0%	33.0%
H&M	17.0%	16.4%	23.1%	29.5%
GAP	4.7%	22.6%	21.5%	17.7%

Inditex – Valoración de la compañía

Fast Retailing	12.7%	13.4%	12.2%	8.9%
-----------------------	-------	-------	-------	------

Tabla 6: ROCE de Inditex vs. sus competidores. Elaboración propia.

Valoración

Para realizar la valoración de la compañía, se han barajado varios métodos:

- Dividends Discount Method (DDM)
- Cash Flow Discount Method
- Relative Valuation

A la hora de seleccionar el más apropiado, hay que considerar que el modelo tiene que captar el impacto que supondrá la crisis del Covid-19 con “precisión”. Es por ello que los métodos considerados para basar la valoración del precio objetivo de Inditex son el Descuento de Flujos Futuros (DCF model) y en el descuento de futuros dividendos (DDM), ya que la evolución de los dividendos a pagar a los accionistas va a verse repercutida por el impacto del Covid-19 sobre los ingresos futuros de la compañía. Sin embargo, se considera más precisa la valoración por descuento de flujos.

Por lo tanto, se valorará la compañía estimando los cash flows futuros y descontándolos a presente, primero estimando de forma más minuciosa los flujos de caja del año 2020 intentando capturar el efecto del coronavirus en su estimación, para después estimar de forma más general los flujos de los años siguientes.

Año 2020

El año 2020 está marcado por la pandemia SARS-CoV-2 que ha afectado a todos los países globalmente obligando a confinar a más de la mitad de la población en sus casas para evitar la propagación masiva del virus y la congestión de los sistemas de sanidad.

Esto ha provocado que la mayoría de las tiendas físicas de Inditex hayan tenido que cerrar durante todo este periodo, quedando únicamente disponible la tienda online.

Para estimar los ingresos de Inditex este año se ha llevado a cabo el siguiente proceso:

1. Cálculo de los ingresos medios mensuales por tienda el año 2019, excluyendo las ventas online.
2. Partiendo del número de tiendas cerradas en el mes de marzo (últimos datos disponibles y con la mayor parte de las medidas de confinamiento tomadas), se asume una apertura progresiva de las tiendas hasta alcanzar la apertura total en n meses. Debido a la gran sensibilidad de los ingresos a los n meses de transición, se plantean varios escenarios y se escoge el más razonable a criterio del analista.

3. Las ventas online siguen disponibles a lo largo del año, por lo que se calculará el volumen de ventas mensual medio del año 2019 y se le aplicará un factor de corrección que considera el cambio esperado de la demanda.
4. De la misma forma, a la venta física se le aplicará un factor de corrección para reflejar la disminución de la demanda provocada por la coyuntura económica.
5. Los costes se dividirán en fijos y variables. Los costes fijos se considerarán constantes a lo largo de todo el año; los costes variables serán proporcionales a la cantidad de tiendas abiertas en cada mes.

El volumen de ingresos medio en 2019 fue de 3,265,077 € por tienda, que equivale a 272,089.77 € por tienda y mes. Por su parte, las ventas online fueron de 325 millones de € al mes. Se detalla el cálculo en la tabla siguiente:

	Tiendas	Ingresos (MM €)	Ingresos por tienda (€)
Tiendas físicas	7,469	24,387	3,265,077
Online	-	3,900	-
TOTAL	7,469	28,287	3,265,077

Tabla 7: Cálculo de los ingresos medios por tienda 2019. Elaboración propia.

Los costes fijos anuales ascendieron a 6,785.83 millones de €, que equivalen a 678,583.3 millones de € mensuales. Por su parte los costes variables fueron de 12,479.00 millones de €, que equivalen a 139,231.04 € por tienda y mes.

El factor de corrección de ventas online durante el confinamiento se ha estimado en base a la evolución de las búsquedas online sobre Zara que registra Google Trends desde enero, donde se observa una disminución del 50% aproximadamente desde mediados del mes de marzo:

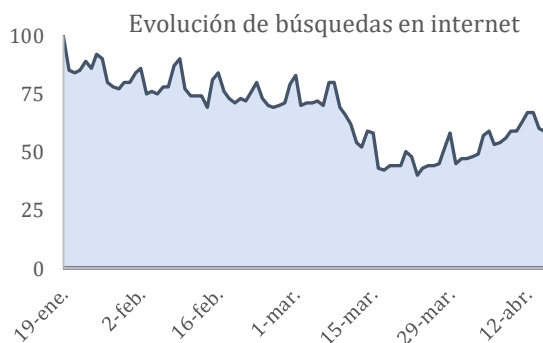


Ilustración 2: Búsquedas en internet de la palabra "Zara" a nivel mundial. Fuente Google Trends.

Inditex – Valoración de la compañía

	Tiendas abiertas	Ventas por tienda y mes (€)	Ventas Online (MM€)	Factor corrección tienda	Factor de corrección online	Facturación (MM€)	Costes fijos (MM€)	COGS (MM€)	Beneficio Operativo (MM€)
ene-20	7469	272089.8	325.0	1	1	2357.3	678.6	1039.9	638.7
feb-20	7469	272089.8	325.0	0.95	1	2255.6	678.6	987.9	589.1
mar-20	3684	272089.8	325.0	1	1	1327.3	678.6	512.9	135.9
abr-20	3684	272089.8	325.0	1	0.5	1164.8	678.6	512.9	-26.6
may-20	4630.25	272089.8	325.0	1	0.5	1422.3	678.6	644.7	99.1
jun-20	5576.5	272089.8	325.0	1	0.5	1679.8	678.6	776.4	224.8
jul-20	6522.75	272089.8	325.0	1	0.5	1937.2	678.6	908.2	350.5
ago-20 a dic-20	7469	272089.8	325.0	0.9	1	2154.0	678.6	1039.9	435.5

Tabla 8: Estimación del beneficio operativo para el año 2020

El número de meses de cierre de las tiendas es clave a la hora de estimar los ingresos para el año 2020. Se considera como escenario más probable que se alcanzará la apertura completa de las tiendas en julio, con una apertura progresiva empezando desde abril⁶.

Con la estimación anterior, el cálculo del beneficio es el siguiente:

Sales 2020	22,914.6 MM€
Cash from op activities	4,189,1 MM€
PP&E Investment	-1,152.0 MM€
Taxes	-668.2 MM€
FCFF	2,368.9 MM€

Tabla 9: Estimación de resultados para el ejercicio 2020

Años posteriores

Los ingresos de los años posteriores van a depender de la recuperación sufrida en el ejercicio 2021 y del crecimiento futuro de las ventas.

Empezando por el segundo punto, el crecimiento medio de las ventas de Inditex ha sido históricamente alto, con una media del 10% de forma consistente en los últimos 10 años.

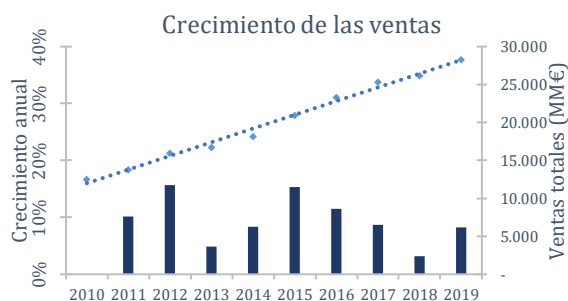


Ilustración 3: Evolución de los ingresos y las tasas de crecimiento interanual. Elaboración propia.

Sin embargo, es poco probable que este crecimiento medio del 10% se mantenga constante indefinidamente. Para estimar el valor futuro de los ingresos se van a considerar diferentes escenarios, para después escoger el que el analista considere más probable:

- Escenario 1: escenario adverso sin corrección en 2021 y un bajo crecimiento futuro de las ventas (5%).
- Escenario 2: escenario base con corrección moderada en 2021 (12%) y un bajo crecimiento futuro de las ventas (5%).
- Escenario 3: escenario base con corrección moderada en 2021 (12%) y un crecimiento moderado de las ventas hasta 2025 (7%) y disminuyendo posteriormente (5%).
- Escenario 4: escenario base con corrección moderada en 2021 (12%) y un crecimiento alto de las ventas hasta 2025 (9%) y disminuyendo posteriormente (6%).
- Escenario 5: escenario base con corrección moderada en 2021 (12%) y un crecimiento moderado de las ventas hasta 2025 (7%) y disminuyendo posteriormente (6%).
- Escenario 6: escenario optimista con corrección en V en 2021 (20%) y un crecimiento bajo (5%) de las ventas futuras.
- Escenario 7: escenario optimista con corrección en V en 2021 (20%) y un crecimiento moderado de las ventas hasta 2025 (7%) y disminuyendo posteriormente (5%).
- Escenario 8: escenario optimista con corrección en V en 2021 (20%) y un crecimiento alto de las ventas hasta 2025 (9%) y disminuyendo posteriormente (6%).
- Escenario 9: escenario optimista con corrección en V en 2021 (20%) y un crecimiento moderado de las

⁶ Para más detalle ver “Análisis de Sensibilidad” pag. 9.

Proyección de los los ingresos por escenario

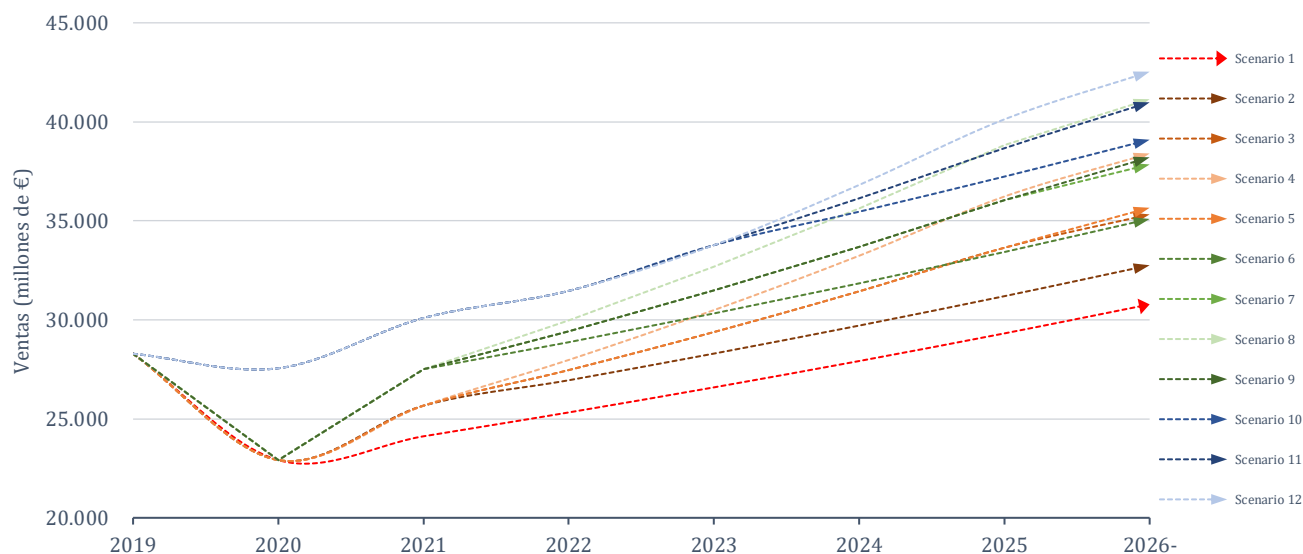


Tabla 10: Estimación de los ingresos para cada escenario. Elaboración propia.

ventas hasta 2025 (7%) y disminuyendo posteriormente (6%).

- Escenario 10: consenso de los analistas hasta 2023⁷ y un crecimiento bajo futuro (5%).
- Escenario 11: consenso de los analistas hasta 2023 y un crecimiento moderado futuro hasta 2025 (7%) disminuyendo posteriormente (6%).
- Escenario 12: consenso de los analistas hasta 2023 y un crecimiento alto futuro (9%) disminuyendo posteriormente (6%).

Valoración del precio de la acción

Para la estimación del valor intrínseco de la compañía se han descontado a presente los flujos futuros de caja, tomando como referencia el flujo de caja libre disponible para el accionista (FCFE), que en el caso de Inditex es prácticamente igual que el FCFF por su mínimo gasto en intereses.

Se han tenido en cuenta un Coste Medio de Capital (WACC) del 10.6%⁸ para descontar los flujos futuros, y un margen del 13% sobre ingresos para la estimación del beneficio contable, en consonancia con la media histórica.

Las valoraciones para cada uno de los escenarios se resumen en la siguiente tabla:

Esc.	Crecimiento (%)			Valoración de la acción (€)
	20-21	21-25	25-	
1	5.25	5	5	27.33
2	12	5	5	29.04
3	12	7	5	31.0
4	12	9	6	39.76
5	12	7	6	37.12
6	20	5	5	31.06
7	20	7	5	33.27
8	20	9	6	42.55
9	20	7	6	39.72
10	9.22	4.55-7.34-7-7	5	34.89
11	9.22	4.55-7.34-7-7	7	42.98
12	9.22	4.55-7.34-7-7	9	44.44

Tabla 11: Valoración del precio de la acción para cada escenario planteado

Según los criterios del analista, se escoge el Escenario 5 como más probable, con un **precio objetivo de 37.12 € en un plazo de dos años.**

Valoración según DDM

Como método alternativo de valoración, se va a considerar el valor presente de los dividendos futuros (Dividend Discount Model). Para ello debemos analizar el historial de dividendos pagados al accionista, que ha tenido un crecimiento promedio del 17.1% desde el año 2016.

Para la estimación del valor presente, se considerará un modelo de dos fases, una inicial hasta 2023 con un crecimiento anual del 14% y una segunda a futuro con un crecimiento anual del 8%.

Para el descuento de los flujos se ha seleccionado la rentabilidad requerida por los inversores en función

⁷ Fuente Bloomberg

⁸ Fuente Bloomberg

Inditex – Valoración de la compañía

del activo libre de riesgo (se ha escogido el bono a 10 años del tesoro español), el exceso de retorno exigido a la renta variable y la beta de Inditex⁹.

Los dividendos estimados hasta 2023 son los siguientes:



Ilustración 4: Histórico y estimación de dividendos. Elaboración propia.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024-	Total
Dividendo (€)	0.88	0.88	1.00	1.14	1.30	52.5	-
Factor de descuento	1.000	1.11	1.23	1.36	1.50	1.50	-
PV (€)	0.88	0.8	0.82	0.84	0.87	35.00	39.21

Tabla 12: Estimación del precio objetivo por el método DDM

Donde el valor presente de los dividendos futuros crecientes a una tasa constante se ha calculado mediante el Modelo de Crecimiento de Gordon (Gordon Growth Model).

Por lo tanto, este método nos da un **valor estimado de 39.21€ por acción**.

Análisis de Sensibilidad

Debido a la gran cantidad de asunciones utilizadas para la determinación del precio objetivo de Inditex, es necesario cuantificar la sensibilidad de esta medida a la variabilidad de los parámetros clave.

Ingresos año 2020

Las ventas estimadas para el año 2020 son sensibles a dos factores, principalmente:

- Factor corrector de la venta online, que pondera las ventas online durante los sucesivos meses y cuya mayor repercusión es en los meses de confinamiento.
- Número de meses de confinamiento, ya que cuanto mayor sea el tiempo que las tiendas pasen cerradas, más van a verse afectados los ingresos anuales.

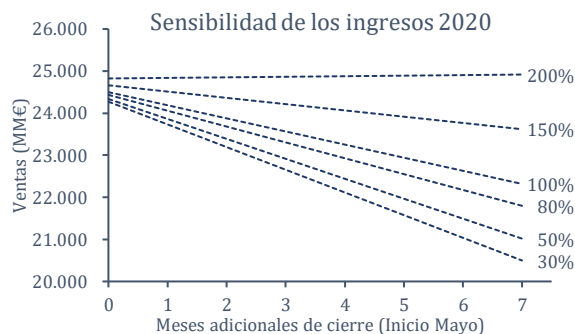


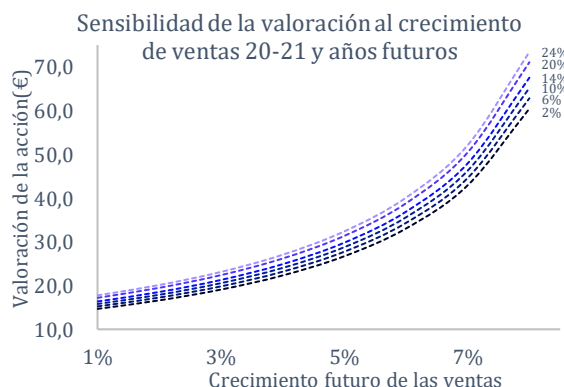
Ilustración 5: Sensibilidad de los ingresos del año 2020 ante el factor de venta online y el nº de meses adicionales de confinamiento (empezando en mayo)

En el gráfico se ha representado el volumen de ventas en el eje vertical, el número de meses adicionales de cierre a partir de abril en el eje horizontal y una línea para cada uno de los valores del factor de venta online.

Se puede observar como el principal factor de reducción de las ventas para este año es el nº de meses adicionales de cierre de las tiendas, aunque será mitigado cuanto mejor desempeño tenga la venta online en este periodo.

Valor objetivo

Merece la pena estudiar la sensibilidad de la valoración de la compañía a la tasa de descuento utilizada y al crecimiento futuro de las ventas. En el siguiente gráfico se representa el precio estimado de la acción (eje y) en función del crecimiento futuro de las ventas (eje x) y de la recuperación de las ventas entre los años 2020 y 2021 (una línea por % de recuperación):



Se puede observar como el factor que mayor influye en la valoración del precio de la acción es el crecimiento futuro de las ventas. Mientras que la recuperación de las ventas entre los años 2020 y 2021 tiene poca influencia, el crecimiento a futuro tiene una repercusión exponencial en la estimación del precio objetivo.

⁹ Fuente Bloomberg