



ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO DEL GRUPO INDITEX S.A.

Trabajo de Fin de Grado

Curso: 2019 – 2020

Alumna: Alexandra Nataly, Ayre Quispe

Tutor académico: Masclans Armengol, Roger

Grado: Administración y Dirección de Empresa

Agradecer a las personas que recorrieron este largo camino conmigo, por sus palabras de aliento, fortaleza y de perseverancia. A mi tutor, Roger Masclans, por haberme guiado en distintos aspectos del trabajo.

Sin duda mi mayor agradecimiento a Dios, seguido de mis padres, hermana y mejor amigo por todos sus consejos, y ayuda desinteresada que he recibido, por muchas cosas más, gracias.

RESUMEN EJECUTIVO

En el siguiente trabajo, se presenta al lector el análisis económico financiero del grupo Inditex, empresa líder a nivel global en distribución de moda. El objetivo principal es realizar el diagnóstico económico financiero de la empresa mediante el análisis cualitativo y cuantitativo. En la primera parte, se considerara la metodología PEST, donde se observa el difícil entorno producto de la crisis del COVID-19; en el modelo de las 5 Fuerzas de Porter se visualiza el alto nivel de competitividad, así como el estudio del sector de la moda en la economía española. En la segunda parte, se desarrollara la evolución de las principales cuentas del Estado de Resultados y el Estado de Situación Financiera en el período 2015 – 2019, mediante el análisis horizontal y vertical, seguido de sus principales ratios de la empresa donde se constata la solidez de las cuentas, la liquidez y la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras Por último, se hará la valoración del grupo con el método de Descuento del Flujo de Caja Libre para el período 2020 – 2025. En el que somete a prueba la capacidad de la empresa para generar flujo de caja.

Palabras Claves: liquidez, COVID-19, costo de oportunidad de capital, flujo de caja, entorno competitivo, tasa de descuento, tendencias, indicadores.

ABSTRACT

In the following work, the financial economic analysis of the Inditex group, a global leader in fashion distribution, is presented to the reader. The main objective is to carry out the economic and financial diagnosis of the company through qualitative and quantitative analysis. In the first part, the PEST methodology will be considered, where the difficult environment resulting from the COVID-19 crisis is observed; The Porter 5 Forces model shows the high level of competitiveness, as well as the study of the fashion sector in the Spanish economy. In the second part, the evolution of the main accounts of the Income Statement and the Statement of Financial Position in the period 2015-2019 will be developed, through the horizontal and vertical analysis, followed by its main company ratios where the solidity is verified of the accounts, liquidity and the ability of the company to meet its financial obligations Lastly, the group will be assessed using the Free Cash Flow Discount method for the period 2020 - 2025. In which it tests the company's ability to generate cash flow.

Keywords: liquidity, COVID-19, capital opportunity cost, Cash Flow, competitive environment, discount rate, trends.

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO	2
INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO 1 ANÁLISIS CUALITATIVO DEL GRUPO INDITEX S.A.	5
1. ASPECTOS GENERALES	6
1.1. Descripción de la empresa	6
1.2. Consejo de Administración	7
2. ANALISIS EXTERNO	7
2.1. Análisis del Macroentorno o Entorno General	7
2.1.1. <i>Análisis PEST</i>	7
2.2. Análisis del Micro-Entorno o Entorno ESPECÍFICO	13
2.2.1. <i>Análisis de las cinco fuerzas de Porter</i>	13
3. ANALISIS INTERNO	15
3.1. Matriz DAFO	15
4. CARACTERÍSTICA DEL SECTOR	16
5. TENDENCIAS EN EL SECTOR	17
5.1. Comercio Electrónico (E-commerce)	17
5.2. Contribución al Desarrollo Sostenible	22
CAPÍTULO 2 ANÁLISIS CUANTITATIVO DEL GRUPO INDITEX S.A.	25
6. ANALISIS DE ESTADOS CONTABLES: CUENTAS ANUALES E INFORMACION FINANCIERA DEL EJERCICIO 2015 – 2019	26
6.1. Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias o Cuenta de Estado de Resultados	26
6.2. Análisis del Balance o Estado de Situación Financiera	30
7. ANALISIS ECONÓMICO FINANCIERO DEL ANALISIS 2015 – 2019	40
7.1. Ratios financieros	40
7.1.1. <i>Ratio de endeudamiento</i>	40
7.1.2. <i>Ratio de solvencia y liquidez</i>	41
7.2. Ratios de Gestión de Activos: rotaciones y plazos	42
7.3. Ratios económicos: de rentabilidad	43
8. ESTIMACIÓN DEL VALOR MEDIANTE EL METODO DE DESCUENTO DE FLUJO DE CAJA	43
8.1. Introducción al método de descuento de flujos de caja	43
8.2. Determinación de la tasa de descuento (COK)	47
8.3. Flujo de Caja Libre del Accionista y VAN	51
9. CONCLUSIONES	52
10. BIBLIOGRAFIA	54
11. ANEXOS	58

INTRODUCCIÓN

Una empresa está compuesta por diferentes variables, por ejemplo, maquinarias, edificios, patentes, personal, entre otras. Con el tiempo, estas van invirtiendo en ciertos activos, unas más que otras, de acuerdo con el sector al que pertenezca la empresa. Así, una empresa industrial se caracteriza por su inversión en maquinarias y naves, mientras, que una tecnológica posee valor por sus patentes y programas informáticos. Desde este punto de vista es difícil determinar el valor real de una empresa. Si queremos comprar una empresa, tendremos que pagar un precio por ella. Pero ¿Cuál es su valor real? No lo sabemos. Además, la empresa es lo suficientemente saludable como considerar comprarla. Por ello, para conocer el valor real de dicha empresa se debe realizar un estudio de todas sus variables cualitativas y/o cuantitativas que afectan su valor.

Ahora, cuando pensamos en comprar una empresa, lo primero que se nos viene a la cabeza es analizarla. Esto es, evaluarla para determinar si la compra sería una decisión acertada o un error. Sin embargo, la finalidad de una valoración no solo se limita a la intención de compra, sino que existen muchas razones por el cual un analista desearía analizar una firma en profundidad. Algunas de estas razones son las siguientes: Operaciones bursátiles, salidas a bolsa, sistemas de remuneración basados en la generación de valor, decisiones estratégicas de la empresa, concursos de acreedores, entre otras¹.

Según lo expuesto, el presente Trabajo Final de Grado, estará basado en el análisis de todas las variables que puedan afectar al grupo Inditex. Es así, que el estudio exhaustivo de una empresa no se limita solo al aspecto cuantitativo, si no también incluye el análisis del entorno competitivo para obtener una perspectiva más amplia de la misma. Todo el análisis descrito servirá para alcanzar el objetivo del presente TFG: el diagnóstico de la situación financiera de Inditex S.A.

Con la finalidad de alcanzar este propósito, el trabajo se distribuirá en dos capítulos que componen los dos grandes enfoques de este análisis, el cualitativo y cuantitativo. En la primera parte, se abarcará los aspectos generales del grupo, el macro y microentorno de la empresa, así como las tendencias del sector (*retail, fashion*), en el presente y en el futuro próximo. En la segunda parte, se procederá al análisis económico – financiero, que involucra el análisis vertical y horizontal del Estado de Resultados y Balance General respectivamente, así como los respectivos ratios de solvencia y liquidez, endeudamiento, gestión y, rentabilidad. Finalmente, se proyectará el Estado de Resultados y el Flujo de Caja de la empresa para los periodos 2020-2025, con la finalidad de valorizar el Flujo de Caja Libre de los Accionistas mediante la metodología de los Flujos de Caja Descontados. Para poder determinar la tasa de descuento con la que se traerá a valor presente los flujos de caja, se calculará el Costo de Oportunidad del Capital (COK) mediante la metodología del CAPM.

Con la valoración del grupo se quiere dar respuesta a preguntas como: ¿Cuál es el valor neto? ¿Existe rentabilidad futura? ¿Se encuentra en la capacidad de generar caja? ¿Cuál es el nivel de apalancamiento? ¿Se encuentra en la capacidad de generar valor a sus accionistas?

¹ CFR: Economipedia 2019

CAPÍTULO 1

ANÁLISIS CUALITATIVO DEL GRUPO INDITEX S.A.

1. ASPECTOS GENERALES

1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Inditex es una de las mayores compañías de distribución de moda en el mundo, vende en 202 mercados a través de una plataforma online y de sus 7,000 tiendas en 96 mercados. El grupo está compuesto por ocho marcas: Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe.

El grupo comenzó en un taller de textil especializado en ropa para mujer, en el año 1963, liderado por Amancio Ortega. Esta dimensión ha ido cambiando con el tiempo, pero lo que se mantiene inalterable es que sus clientes son el principal activo importante del grupo. Asimismo, para ofrecer productos con precios asequibles y en el momento adecuado, Inditex reúne en una única compañía elementos esenciales para la creación de moda que son, diseño, fabricación, logística/distribución y venta en tiendas online.

Inditex empezó con su primera marca, Zara, la cual tuvo mucho éxito ya que permitió emprender la expansión internacional a finales de la década de los 80. A partir de ese momento, se llevaron a cabo sucesivos lanzamientos e integraciones de las demás enseñanzas, que actualmente aplican un modelo de negocio integrado de tiendas y online.

A continuación, se describirán sus ocho marcas:

Tabla 1: Descripción de las ocho marcas de Inditex

Marca	Concepto	Sede principal
Zara	Ofrece moda atractiva y responsable a un amplio espectro de cliente.	Coruña
Pull&Bear	Viste a personas dinámicas y amantes de la moda que son jóvenes de espíritu.	Naron (a Coruña, España)
Massimo Dutti	Prendas con elegancia natural que atrae a hombres y mujeres independientes y cosmopolitas.	Tordera
Bershka	Reflejo de la influencia de la música, las redes sociales y las tecnologías en la moda.	Arteijo
Stradivarius	Capta la esencia de la creatividad juvenil.	Tordera
Oysho	Combina las tendencias del momento con los básicos atemporales más femeninos.	Tordera
Zara Home	Incorpora las últimas tendencias del hogar	Arteixo, la Coruña
Uterqüe	Aúna los complementos de moda y una cuidada selección de prendas de textil y piel de excelente calidad.	Tordera

Fuente: Inditex, elaboración propia.

1.2. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

➤ **Pablo Isla, Presidente. Madrid, 1964.**

Presidente desde 2011. Previamente, desde 2005, ya venía desempeñando el cargo de Vicepresidente y Consejero Delegado del grupo.

Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid (1987) y Abogado del Estado, con el número uno de su promoción (1988).

Fue reelegido miembro del Consejo de Administración en las Juntas Generales de Accionistas de 13 de julio 2010, 14 de julio de 2015 y 16 de julio de 2019.

Es titular directo de 1972.156 acciones de la Sociedad.

➤ **Carlos Crespo González, Consejero Delegado. Algeciras, 1971.**

Consejero Delegado de Inditex desde 2019.

Licenciado en Ciencias Empresariales, especialidad de Gestión Empresarial, por la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de A Coruña. Desde 1996 y hasta su incorporación a Inditex desarrolló su carrera profesional como auditor en Arthur Andersen (actualmente Deloitte).

En marzo de 2018 fue nombrado Director General de Operaciones de Inditex. Designado consejero en la Junta General de Accionistas el 16 de julio de 2019.

Es titular directo de 26,258 acciones de la Sociedad.

➤ **Amancio Ortega Gaona, Vocal fundador de Inditex. León, 1936.**

Socio fundador de Inditex. Inició su trayectoria empresarial en el ámbito de la fabricación textil en 1963. En 1972 constituyó Confecciones Goa, S.A., la primera fábrica de confección de Inditex, y tres años más tarde Zara España, S.A., la primera sociedad de distribución y venta minorista.

Fue reelegido miembro del Consejo de Administración en las Juntas Generales de Accionistas de 30 de junio de 1990, 31 de julio de 1995, 20 de julio de 2000, 15 de julio de 2005, 13 de julio de 2010, 14 de julio de 2015 y 16 de julio de 2019.

Es el máximo accionista de la Compañía con 1, 848,000.315 acciones.

2. ANALISIS EXTERNO

2.1. ANÁLISIS DEL MACROENTORNO O ENTORNO GENERAL

2.1.1. *Análisis PEST*

Con el fin de analizar la estrategia que llevara a cabo el Grupo es importante comprender mejor el entorno en el que actúa. Por ello, se analizará los factores externos lo cual permite

conocer los cambios a nivel global. De este modo, se podrá determinar su supervivencia y ver si es capaz de adaptarse a las disyuntivas del sector textil.

Existen algunos indicadores externos que beneficiarán o perjudicarán al Grupo, en caso las variables generen un entorno favorable para el crecimiento del grupo, estaremos hablando de oportunidades. Si por el contrario, estas generan un entorno negativo, se hará referencia a una amenaza.

Según el objetivo del trabajo que es el diagnóstico de la empresa, toda información del contexto y del grupo puede ayudar a precisar con mayor grado de certeza lo que será del grupo en cinco o diez años

Factores Políticos:

Política fiscal: Debido a la coyuntura actual, se empezó a considerar el alza de impuestos, pero la postura de economistas y expertos fiscales dicen lo contrario, “cuando pase la crisis sanitaria no se debe subir impuestos, sino bajarlos para incentivar la actividad de empresas y autónomos. Poniendo facilidades y estimulando la actividad privada por el lado impositivo” dicen que es la manera de reflotar el país y obtener ingresos (ABC Economía, 2020). Lo mismo señaló Julio Cesar García, socio de la fiscalidad corporativa de KMPG abogados, “la política fiscal debería ponerse al servicio de la creación de empleo, porque solo consiguiendo recuperar el nivel de empleo se obtendrán ingresos sostenibles” (ABC Economía, 2020). También se propone incentivos fiscales por sectores, en especial los más afectados como el turismo o comercio, ya que son fundamentales para la recuperación de la economía española. (Fuente: https://www.abc.es/economia/abci-impuestos-y-gasto-publico-como-puede-pagar-espana-factura-coronavirus-202004050221_noticia.html)

Factores Económicos:

PIB per cápita: El Fondo Monetario Internacional (FMI) señaló, “la pandemia del coronavirus no solo pasara a la historia por la letal emergencia sanitaria, sino también por provocar, en apenas un trimestre, una recesión global sin precedentes que amenaza con una caída del PIB español del 8%” (CincoDias, 2020). Asimismo, el impacto del Covid-19 sobre el PIB, es prácticamente similar a la que se tuvo en la recesión de 2008 a 2013, el cual fue 8.6%, añadió María Jesús Fernández, economista senior de la fundación de las cajas de ahorro, Funcas. Debido al gran efecto de la pandemia, en apenas tres meses, el FMI hizo previsiones en la economía española, el cual sufrirá una ligera ralentización desde el 2% que avanzo en 2019 al 1,6% que se esperaba este 2020. Este escenario sobre el PIB no es bueno para la economía naturalmente, porque significa menos consumo, menos poder adquisitivo de las personas, y la baja entrada de utilidad de las empresas. (Fuente: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/04/14/economia/1586865124_506836.html)

Economía Mundial: La crisis de la pandemia no solo se cierne en la economía española, sino es a nivel global. El FMI prevé que la economía mundial “pase de crecer un 2,9% en 2019 a caer un 3% este año 2020 y rebotar un 5,8% en 2021 y, que la zona euro sufra un retroceso del 7,5% tras el avance del 1,2% de 2019, con la promesa de avanzar un 4,7% en 2021” (CincoDias, 2020). Es importante esta información, ya que Inditex es una empresa que se

encuentra en diferentes mercados a nivel internacional, y es un escenario que también le afectara.

(Fuente:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/04/14/economia/1586865124_506836.html)

Comercio global: Según el informe de perspectivas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), “el comercio global caerá entre un 13% y un 32% en 2020, causada por la pandemia del Covid-19, aunque en 2021 se producirá un rebote de entre el 21,4% y el 24%” (CincoDias, 2020). El director general de la OMC, Robert Azebedo, plantea dos escenarios: En un escenario optimista, sería que el comercio bajaría un 13% este año y subirían un 21,3% el próximo año. En un escenario pesimista, en que la crisis sanitaria se prolongue, supondría un desplome del comercio del 32% en 2020 y que para el 2021 haya una recuperación del 24%.

(Fuente: <https://www.lne.es/economia/2020/04/08/omc-preve-desplome-comercio-2020/2622667.html>)

Inflación: El FMI prevé que la inflación vuelva a terreno negativo este 2020, debido a la menor actividad económica. “A diferencia del resto de grandes países de Europa Occidental, en España el IPC cerrara el año en tasa negativas: -0,3%, frente al 0,3% de Alemania y Francia o el 0,2% de Italia” (El País, 2020). El Instituto Nacional de Estadística (INE) cita “el descenso de los precios de los carburantes y combustibles como el factor que explica este comportamiento bajista de la inflación” (La Vanguardia 2020). Se afirma que este escenario ayudara mucho en la economía del país. Según Eduardo Magallón, analista del diario la Vanguardia, “*el efecto que tiene en las empresas, la bajada de precios de determinados productos básicos para la actividad empresarial como el petróleo permite abaratar los costes de producción*” (La Vanguardia, 2020). Ante esta circunstancia, las empresas pueden tomar dos decisiones con esos ahorros: aumentar inversión o incrementar beneficios. (Fuente: <https://www.lavanguardia.com/economia/20200330/48171832472/ipc-precios-inflacion-consumo-coronavirus-gasolina-carburantes.html>)

Factores Sociales

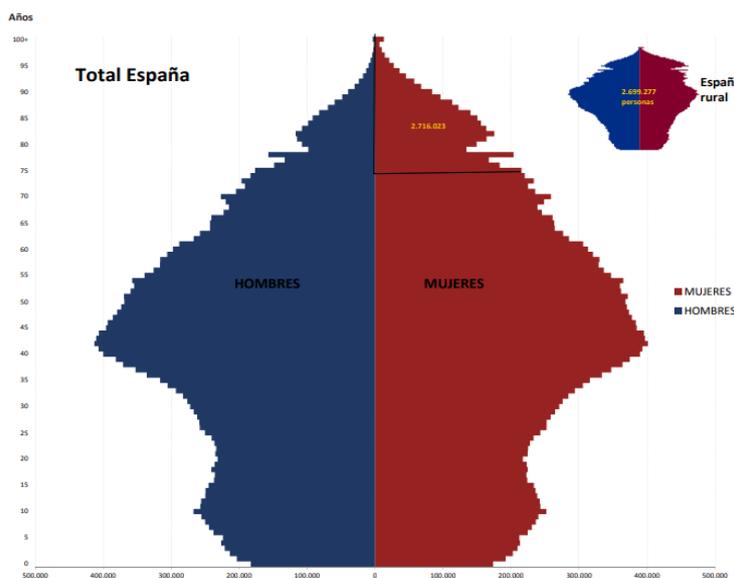
La tendencia de “Forever Young”: “*Las tendencias en los hábitos de consumo 2020, experimentara un mayor crecimiento en cuanto a los productos de belleza y antienvjecimiento. Además, en el caso de la estética, se centrarán en síntomas de cansancio y estrés*” (Escuela de Periodismo y Comunicación, 2020). Sin duda, se está abriendo una amplia gama de oportunidades por el consumidor obsesionado en conservar su juventud. Estas nuevas tendencias afectaran a las ventas del sector textil, ya que los consumidores optaran por el cuidado personal que vestirse a la moda, a esto se le suma el ahorro por la crisis del Covid19. (Fuente: <https://www.escuelaunidadeditorial.es/tendencias-en-los-habitos-de-consumo-2020/>)

Consumir en crisis: Incluso antes de la crisis por el Covid-19 ya se veía una recesión en los hábitos de consumo. “Es evidente que el consumidor actual estará limitado financieramente, lo cual lo hace más consciente, demandante y crítico, no solo con su compra, sino también con su forma de vivir” (Escuela de Periodismo y Comunicación, 2020). Tal como lo declara la escuela de periodismo y comunicación, el nuevo paradigma poscrisis seguirá actuando como un círculo vicioso donde la premisa de consumir debe ser cada vez menos y mejor. Sin duda,

“la compra más consciente por parte del consumidor se verá reflejado en el incremento de las ventas del Grupo, incluso se podría encontrar en la búsqueda de nuevos segmentos de mercado para evitar la pérdida de su cuota de mercado” (Escuela de Periodismo y Comunicación, 2020). (Fuente: <https://www.escuelaunidadeditorial.es/tendencias-en-los-habitos-de-consumo-2020/>)

Envejecimiento de la población: “Según el Consejo Superior de Investigaciones Científicas (CSIC), la pirámide poblacional de España continúa su proceso de envejecimiento, medido por el aumento de la proporción de personas mayores, las que tienen 65 años o más” (Pérez, Abellán, Aceituno y Ramiro, 2020). Según los datos estadísticos del Padrón Continuo (INE) a 1 de enero de 2019 hay 9, 057,193 personas mayores, un 19,3% sobre el total de la población. Para una mejor representación se muestra la figura 1. En cuanto a la esperanza de vida, las mujeres en España pueden vivir hasta los 85,9 años y los hombres de 80,5 años, según las tablas de mortalidad de INE, 2018. Si a esta situación sumamos la baja tasa de natalidad podemos ver una población bastante madura, el cual se puede considerar un segmento importante para la moda. (Fuente: <http://envejecimiento.csic.es/documentos/documentos/enred-indicadoresbasicos2020.pdf>)

Figura 1: Pirámide Poblacional de España 2019



Fuente: INE: Estadística del Padrón, recogido por CSIC

Factores Tecnológicos

Compra online: Debido al Estado de Alarma muchos comercios físicos, grandes y pequeños, han cerrado sus puertas al público, originando que la demanda se dirija hacia el entorno online. Así, “el e-commerce, está considerado como actividad esencial ante esta situación excepcional, se presenta como una solución muy viable para la supervivencia de cualquier empresa” (IT Reseller, Tech & Consulting. 2020).

El nuevo paradigma, de cara al futuro, es el cambio de tendencia a la compra *online*, así como lo es para las empresas el teletrabajo. Tal es su importancia, que los expertos de *The Valley*, el Covid-19 puede ser el detonante definitivo de la consolidación del *e-commerce* en España. (Fuente: <https://www.itreseller.es/al-dia/2020/04/el-covid19-puede-impulsar-la-consolidacion-del-ecommerce-en-espana>)

Inteligencia Artificial: Uno de los problemas principales que aqueja a las cadenas textiles es el control de su stock, es decir la disponibilidad de su oferta para el cliente. “*Por un lado, se debe tener la cantidad justa y necesaria de productos en tienda para la venta. Por otro lado, es producir menos y tener escasez lo cual es igual de nocivo que tener excedente. Un ejemplo es de una gran compañía, se reveló que, en el último verano, durante las rebajas, los clientes se quejaron de que no había tanto productos como en otras ocasiones*” (Villaécija, El Mundo 2019). Para este problema se recurre a la inteligencia artificial donde encontramos el sistema RFID que es una herramienta que se usa para el control del stock. “El RFID permite tener cada prenda controlada desde que sale de fábrica hasta que lo compra el cliente. Permite a las tiendas saber exactamente el stock que tienen disponible en la tienda o en el almacén” (El Mundo, 2020). Zara ya trabaja con el sistema. (Fuente: <https://www.elmundo.es/economia/ahorro-y-consumo/2019/11/17/5dceb47dfc6c8378498b4692.html>)

Tecnología móvil y Big Data: Para el sector textil, el Big Data es uno de los recursos más importantes, y tras el covid-19, se volverá todavía más clave.

“*En los próximos meses los compradores no van a comprar con mucha alegría, porque tras una recesión lo que menos se quiere es derrochar. Por ello, es necesario la conexión con ellos y hacerles ver que los productos que comercializas son de valor y necesarios, por lo tanto, comprarlos no será un derroche*” (CAAD Retail Design, 2020). Esto es posible mediante el Big Data, ya que con ello se puede conocer a los clientes potenciales, y saber cómo llegar ellos. Igualmente, el consumo de la tecnología móvil se incrementará, esto quiere decir que el móvil se consolidara como el mayor canal de venta. (Fuente: <https://www.caad-design.com/covid-19-y-el-retail-el-futuro-del-sector-tras-la-pandemia>)

Factores Ecológicos

Contaminación Ambiental: El impacto de la industria textil al medio ambiente es menos evidente, pero, es quien contamina más. “Desde el año 2000 la producción de ropa se ha duplicado, y con respecto al 2014 se ha comprado 60% más de ropa y solo se conservaron las prendas la mitad del tiempo” (Morgan McFall-Johnsen, Business Insider, 2019). Se mencionará algunos ejemplos en la forma como contamina la industria. “*Lavar la ropa envía hasta 500.000 toneladas de microfibras al océano cada año, el equivalente de 50.000 botellas de plástico. Muchas de las fibras son de poliéster, un plástico que se encuentra en el 60% de las prendas. La fabricación de poliéster produce de entre dos y tres veces más carbono que el algodón y el poliéster no se desintegra en el océano*” (Morgan McFall-Johnsen, Business Insider, 2019). Se estima que los micro-plásticos, pequeños trozos de plástico que no se descomponen, componen el 31% de la contaminación por plástico en el océano. Según la revista *Business Insider*, la industria de la moda es responsable del 10% de las emisiones de

carbono de la humanidad, el cual ocupan un porcentaje mayor junto a los vuelos internacionales y el transporte marítimo. Asimismo, “*el sector es también el segundo mayor consumidor de agua del mundo. Se necesita más de 2.600 litros de agua para producir un jersey de algodón. Es agua suficiente para que una persona beba al menos 8 vasos de agua durante tres años y media*” (Morgan McFall-Johnsen, Business Insider, 2019). (Fuente: <https://www.businessinsider.es/impacto-moda-medio-ambiente-terrible-saber-514379>)

Firma del Fashion Pact: En agosto de 2019, los grandes grupos internacionales de la industria de la moda firmaron el *Fashion Pact*. Un acuerdo donde reconocen el impacto ambiental del sector y se comprometen a tomar medidas para luchar contra el cambio climático y preservar el medio ambiente. La nueva hoja de ruta para conducir al sector hacia la sostenibilidad. El *Fashion pact* pasa por tres ejes: DETENER EL CAMBIO CLIMÁTICO, RESTAURAR LA BIODIVERSIDAD Y PRESERVAR OCÉANOS. “En cada una de estas áreas se establecen diferentes puntos de trabajo y pautas a desarrollar: desde el objetivo de alcanzar cero emisiones de gases de efecto invernadero en 2050 a proteger ecosistemas o la eliminación de plásticos de un solo uso” (Juárez, Moda.es, 2019). (Fuente: <https://www.modaes.es/back-stage/2019-el-ano-en-que-la-moda-dijo-si-a-la-sostenibilidad-con-la-firma-del-fashion-pact.html>)

Factores Legales:

Derechos de autor: “Los expertos en propiedad intelectual llevan más de un siglo discutiendo si las prendas de ropa y otros elementos de moda son obras originales o más bien creaciones dirigidas a satisfacer una necesidad básica: vestirse” (Romero, CincoDías, 2020). Siendo el sector que representa el 3% de la economía, pierde miles de millones al año a causa de las falsificaciones.

En la actual economía globalizada, empresas y diseñadores luchan por defender sus productos y creaciones de las falsificaciones, principalmente por la vía jurídica. Uno de los últimos hitos de esta lucha global fue la reciente sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) donde se dictamina que los diseños de ropa no están protegidos por los derechos de autor, estando cautelados únicamente por la propiedad industrial².

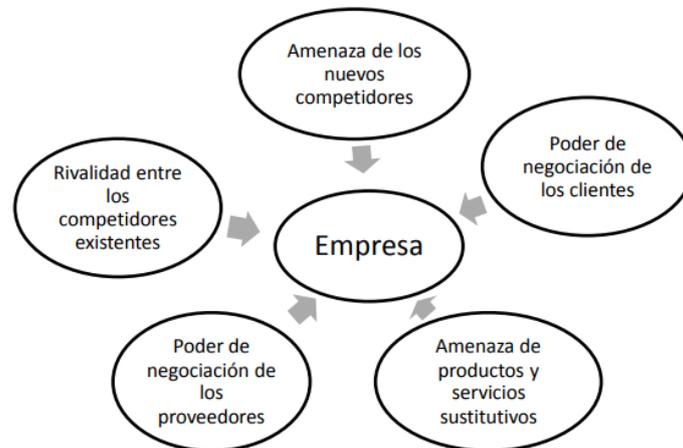
(Fuente: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/12/legal/1584011011_917649.html)

² CFR: Romero, CincoDías, 2020

2.2. ANÁLISIS DEL MICRO-ENTORNO O ENTORNO ESPECÍFICO

2.2.1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

Figura 2: Modelo de las Cinco Fuerzas de Porter



Fuente: Porter 1982

Rivalidad entre competidores: Es el componente central del modelo de Porter y es la principal determinante de la competitividad de la industria. Las firmas H&M, Fast Retailing y Gap Inc, son los competidores más directos de Inditex y que a la vez dominan el sector *low-cost*. Si bien el grupo sigue siendo líder en el sector textil a nivel nacional e internacional, no tiene la cuota total del mercado, ya que el porcentaje de las ganancias debe ser dividido entre sus rivales. Asimismo, es importante mencionar sobre el desarrollo de nuevos canales de comercialización y su progresiva importancia, como es el *online*, porque ha provocado grandes cambios en la configuración y dinámica empresarial del sector. La competencia *online* se produce a través de operadores como Amazon, Zalando, Vente Privee sumando las de origen asiático como Aliexpress y Alibaba. Enfocándonos en el segmento *low-cost*, un ejemplo es la cadena textil irlandesa Primark, especializada en ropa y complementos a bajos precios, que tiene en España su segundo mercado a nivel mundial tanto en volumen de ventas como número de tiendas. Igualmente, Primark anuncio comercializar sus productos a través del segmento *online*. Se deduce que el consumo *low-cost* no solo es de carácter coyuntural, sino que la entrada de nuevos competidores permite que la tendencia gane un mayor peso y se consolide en el mercado. Por otro lado, se tiene el formato *outlet* el cual se está haciendo más atractivo, habiendo experimentado en el año 2018 nuevas aperturas de establecimientos y reformas en los ya existentes. Por último, se encuentra la distribución de ropa minorista que cuenta con una alta competencia, pueden competir agresivamente con los precios, calidad, innovación, marketing o diseño, y también pueden competir con otras empresas globales. Ha sido importante señalar los diferentes segmentos en el mercado, porque se consideran una amenaza para el posicionamiento de Inditex. Cabe recalcar que el grupo sigue llevando la delantera por su alta presencia en diferentes mercados a través de canales *online* y tiendas físicas.

Amenaza de entrada de nuevos competidores: La amenaza de entrada de competidores potenciales hace referencia al ingreso de nuevas firmas con similares características a Inditex. Antes de ingresar a un nuevo mercado, es necesario conocer la existencia de barreras de entrada como patentes, economías de escala, requisitos de capital importante, acceso a la distribución, políticas gubernamentales, costes de transferencias, entre otras.

En el sector textil, las empresas que dominan el rubro manejan economías de escala, contratos atractivos de proveedores, y más aún la curva de experiencia que les da cierto *know-how*. Las empresas que decidan entrar deben hacerlo con elevados requerimientos de capital para ofrecer altos volúmenes de productos, o bien ingresar con una pequeña inversión aceptando una desventaja en costes. En el caso de Inditex, alcanzar la creación de nuevas marcas *low-cost* a su nivel es un tanto complicado, tiene fidelizado a sus clientes con sus siete marcas lo cual significa que está muy bien posicionado en el mercado, cuenta con un rápido ciclo productivo, sus proveedores están consolidados, y la cantidad de locales que tiene en su propiedad. Por todo ello, existen muchas barreras de entrada por lo que el nivel de amenaza de nuevos competidores es bajo.

Amenaza de entrada de productos sustitutos: Si nos referimos a productos sustitutos como tal no existen otros productos que cumplan la necesidad de vestir al ser humano. Por este lado, no encontramos la amenaza de productos que sustituyan la vestimenta.

Por ello, se hablará en su lugar de marcas de sustitución, ya que es más conveniente por el análisis completo de la marca y no del producto en particular. El análisis se basará en dos criterios de los cuales favorece a un mayor grado de sustitución. Primero, se tiene la externalización de la producción en países *low-cost*, dado que las marcas compiten cada vez más agresivamente en mejorar la calidad-precio de sus productos, ofreciendo un mayor abanico de posibilidades a sus clientes. Segundo, específicamente la vestimenta tiene un corto ciclo de vida por las mismas tendencias que tienden a cambiar. Siguiendo estas características, Zara, la marca principal de Inditex saca 24 colecciones al año mientras que H&M ofrece entre 12 y 16.

Poder de negociación de los Proveedores: El éxito de Inditex es fundamentalmente por su modelo de organización basado en la integración vertical y gran parte de su proceso de producción se realiza en las fábricas del grupo, subcontratando solo la parte de confección. El grupo es capaz de fijar sus condiciones, intereses que más le convengan (descuentos, promociones, exigencias de entrega o pago, exigencias de calidad). Por eso, el poder de negociación de los proveedores es bajo, y es al contrario porque son ellos quienes buscan al grupo para venderle, aumentando su control en los costes del producto.

Poder de negociación de los clientes: Al 2019, la irrupción de grandes operadores en ropa *low-cost*, tanto especializadas como de distribución, ha elevado el grado de competencia en este segmento de mercado. Asimismo, el creciente desarrollo e importancia del canal *online* ha sumado al incremento generalizado de la competencia del sector. Los grandes operadores *online* como Amazon, Zalando, Vente Privee intensifican la competencia en las temporadas del *Black Fridays*, *Single Day* y *Blue Monday*. Además, hay que considerar la creciente participación de empresas de origen asiático, como Aliexpress y Alibaba. Ha sido necesario

especificar lo anterior, porque al existir gran variedad de oferentes el cliente gana poder de decisión, provocando que el sector trabaje con precios y márgenes reducidos, dado que entran en sucesivos descuentos, rebajas y promociones, para adelantarse en el tiempo. También hay que considerar los nuevos hábitos en el consumidor, en los últimos años. Finalmente, se puede concluir que el poder que tienen los clientes es alto.

3. ANALISIS INTERNO

3.1. MATRIZ DAFO

<p>DEBILIDADES</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Canibalismo entre marcas: Las ocho marcas se hacen la competencia entre ellas. • No Diferenciación de la marca: Debido a la accesibilidad del producto por los precios bajos, todo el mundo lo puede adquirir lo cual no hay diferenciación ni exclusividad. • Débil política de personal: Elevada cantidad de contratos temporales. • Distribución centralizada en España, puede ser muy costosa.
<p>AMENAZAS</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Crisis del Covid-19: Disminución en el gasto de compras de prendas de vestir. • PIB: La economía española cae un 5,2% • Legislaciones diferentes: Proceso de adaptación en cada país, lo que dificulta la expansión. • Preocupación del Medio Ambiente: Población mas concienciada, el cual obliga a las empresas a implantar políticas ecológicas generando mayor gasto.
<p>FORTALEZAS</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Calidad y Diseño: Moda con los últimos diseños a precios asequibles. • Integración Vertical: Control de toda la cadena de valor; integrando los procesos mas relevantes y subcontratando menos. • Indicadores de I+D: Investiga y desarrolla tecnologías que permiten mejorar la experiencia del cliente y la calidad del servicio. • Oferta Segmentada: Con las 8 marcas abarca todos los segmentos de la población. • Fuerte Sistema Financiero: Empresa sólida y rentable. Altamente líquida. • Publicidad no Convencional: Basada en el boca a boca.
<p>OPORTUNIDADES</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevo sectores de la población: Aumento de la población de más 65 años. • E-commerce: Evolución en la compra por el canal online muy positiva. • Sostenibilidad: Moda ecológica y responsable • Mundo Globalizado

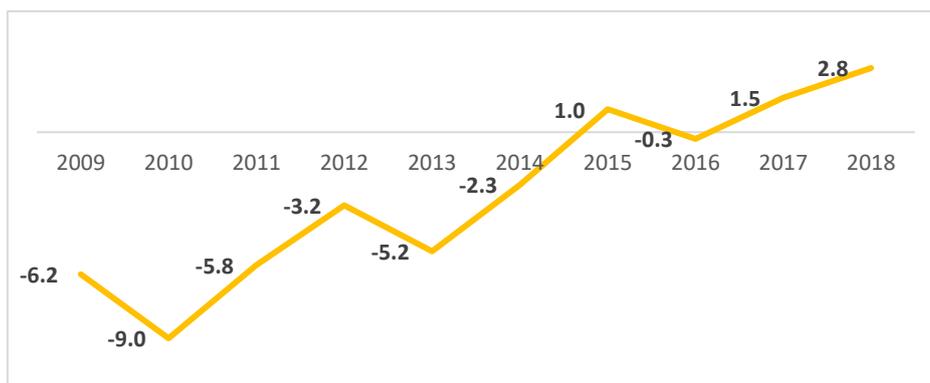
4. CARACTERÍSTICA DEL SECTOR

Para referirnos a las tendencias del sector es importante situarnos en contexto con algunos puntos relevantes, ya que la industria tiene un gran aporte en la economía de España. Se mencionará tres puntos esenciales, las cuales incluye la aportación al PIB, evolución de ventas y hechos relevantes.

En primer lugar, el sector de la moda engloba industria textil confección y calzado, el cual juega un papel muy importante en la economía española. Su aportación al PIB es del 2,9% (aproximadamente 30.000 millones de euros). Según el informe sectorial de la economía española 2019, elaborado por la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), el sector aporta el 13,2% al PIB del comercio y el 5,1% al PIB de la industria de España. Además, representa el 4,3% del empleo, el 18,9% de los puestos de trabajo en el comercio y el 8,1% del empleo de la industria³.

También, el informe indica que al 2018, los sectores textiles confección, cuero y calzado sumaban 20,269 empresas, cifra que refleja el tercer crecimiento anual en el censo de empresas en los últimos cinco años, tal como se muestra en la figura 3, y que ha sido la mayor durante ese tiempo.

Figura 3: Variación porcentual del número de las empresas del sector textil 2009-2018



Fuente: Informe Económico de la moda de España 2019 moda.es, recogidos por CESCE

Sin embargo, la CESCE ha revelado que al 2018, se ha observado una desaceleración de la producción y de las ventas de industria textil y de la confección, en un contexto “de fuerte competencia internacional” y cambios en los hábitos de los consumidores, con una gran polarización de las marcas y donde las ventas de moda a través de la web suponen ya el 7,4% de la facturación del sector.

En cuanto a las ventas, después de cuatro años de alza, las ventas de comercio textil y complementos han disminuido un 2,27%, hasta los 17,686 millones de euros en el 2018, siendo esta la primera caída desde la crisis.

Esta disminución se ha dado a mitad del ejercicio, específicamente en primavera, debido a las malas condiciones meteorológicas. Sin embargo, las condiciones de la evolución también

³ CFR: Informe Sectorial CESCE 2019

se han visto influenciadas por una menor confianza, cambios de hábitos y prioridades del consumidor⁴.

Otro tema importante y que el sector textil está trabajando por mantener su compromiso en la mejora de su impacto ambiental. En cuanto a la circularidad de los productos, en España se va haciendo pequeños avances. Señala la CESCE, “se necesita profundizar más los procesos de reutilización y reciclaje, se requiere de mayor compromiso y concienciación y una mayor colaboración e innovación por parte de todos los actores implicados” (CESCE 2019). Los pequeños avances son los reciclados de tejidos en la cadena de valor, así como la regeneración de fibras y maximización de recurso de producción, pero es necesario una mayor consolidación y mejora.

5. TENDENCIAS EN EL SECTOR

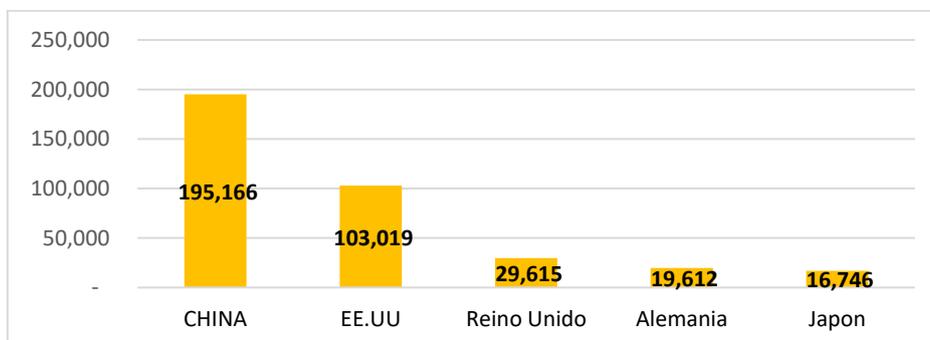
5.1. COMERCIO ELECTRÓNICO (E-COMMERCE)

A lo largo de la última década, la importancia que ha ganado el canal *online* ha aumentado notablemente. Prueba de ello no es solo el peso que tienen las ventas *online* en la facturación, sino también por otros factores que afectan a la dinámica de creación de valor del sector.

Para situar a la industria textil en relación al *e-commerce*, esta se sitúa por detrás únicamente de agencias de viajes, compañías aéreas y hoteles, es decir la moda encabeza una vez el *ranking* de ventas de bienes físicos a través de internet. Una atractiva y coordinada gestión de las tendencias a través de las redes sociales es un poderoso aliado para el sector de la moda⁵.

Según el informe de la CESCE, los países con mayores ingresos por comercio electrónico de moda en 2018 son China (195,166 millones de dólares), Estados Unidos (103,019 millones), Reino Unido (29,615 millones de dólares), Alemania (19,612 millones de dólares) y Japón (16,746 millones de dólares) y, que, a la vez, estos países lideran en cuanto al gasto en prendas de vestir. En la figura 4, se detalla mejor lo expuesto.

Figura 4: Ingreso por comercio electrónico de moda en 2018 (en millones de dólares)



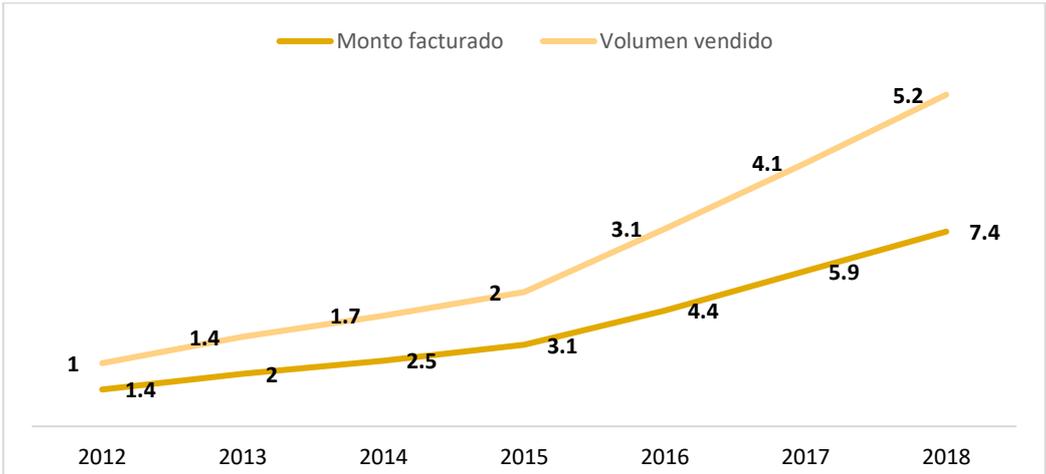
Fuente: EAE Business School con data de Statista, recogidos por CESCE

⁴ CFR: Informe Sectorial CESCE 2019

⁵ CFR: Informe Sectorial CESCE 2019

Según datos de Kantar Worldpanel recogido por la CESCE, “la cuota de mercado en valor del comercio electrónico sobre el total del consumo (prendas de vestir exterior e interior, calzado, accesorios y textil hogar) fue del 7,4% en 2018, en términos de volumen, representa 5 de cada 100 prendas comercializadas. Pese a que la cuota es relativamente reducida en comparación con otros canales, hay que subrayar el creciente y progresivo crecimiento en los últimos años, suponiendo en 2012 únicamente el 1,4% del total de las ventas” (CESCE 2019). Así se demuestra en la figura 5.

Figura 5: Peso del e-commerce sobre ventas de moda en España 2012-2018_(en porcentaje)

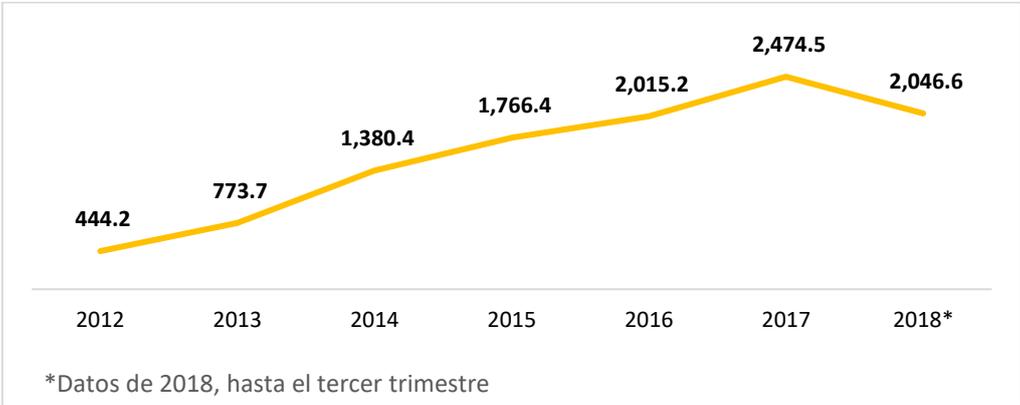


Fuente: KANTAR, recogidos por CESCE

Según el informe de la CESCE, el producto más requerido por la plataforma *online* es el calzado, ya que su cuota dentro del canal online se situó en un 10,4% sobre el total de las ventas en 2018. Por el lado de la categoría de prendas de vestir y textil de hogar representan el 6,4% y 5,5% respectivamente.

En cuanto a la facturación de la moda online se situó en 2,047 millones de euros durante los primeros nueve meses de 2018, superando las ventas totales de 2016. En la figura 6 se puede apreciar tal situación.

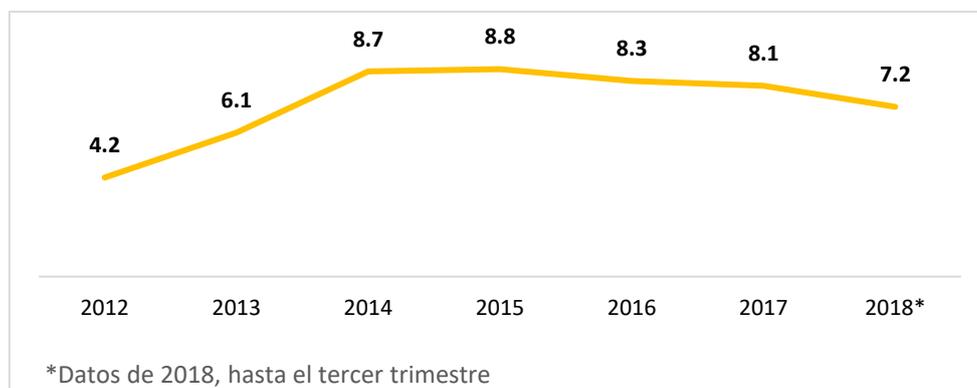
Figura 6: Ventas online de moda en España 2012 – 2018 (en millones de euros)



Fuente: KANTAR, recogidos por CESCE

A pesar de que las ventas online ganan fuerza sobre la facturación total del sector, su peso se reduce dentro del comercio total de España. De hecho, las ventas de moda a través de la red crecieron un 23,4% en los primeros nueve meses de 2018, sin embargo, se redujo su cuota sobre el e-commerce general a un 7,2%⁶, así lo detalla la figura 7.

Figura 7: Ventas de moda sobre el total de ventas online en España 2012 – 2018 (en porcentaje)

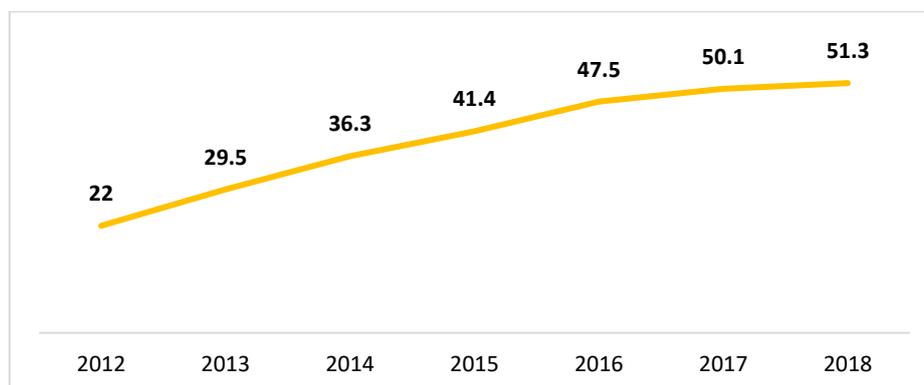


Fuente: KANTAR, recogidos por el CESCE

Las transacciones por parte de los consumidores residentes en España en sitios web en el extranjero fueron el 58% del total del comercio *online* de moda en los nueve primeros meses (52,4% en 2017), y las compras realizadas en sitio web españoles con destino a otros países disminuyeron desde un 11,2% a 10,2% en el mismo período, mientras que las transacciones dentro de España han pasado del 36,5% a un 31,8% del total⁷.

En 2018, los *retailers* tradicionales generaron el 51,3% del total de las ventas de moda a través de internet en España en sus páginas web, frente al 48,7% de los *pure players*, así lo demuestra la figura 8. Son datos del estudio KANTAR, recogido por la CESCE.

Figura 8: Cuota de mercado de los *retailers* en la moda online 2012 – 2018 (en porcentaje)



Fuente: KANTAR, recogidos por CESCE

⁶ CFR: Informe Sectorial CESCE 2019

⁷ CFR: Informe Sectorial CESCE 2019

A finales de 2018, se proyectó para la moda del 2020, que el 25% de las ventas sería *online*, según el informe *Dressed for Digital: The Next Evolution In Fashion Marketing* elaborado por la consultora *Boston Consulting Group (BCG)* y *Zalando Marketign Services (ZMS)* después de haber analizado noventa marcas de moda en todo el mundo, se percibió que están creciendo tres veces más que la actividad comercial de las tiendas físicas⁸.

Según el estudio, las empresas de moda han reaccionado al impulso del comercio electrónico con la implementación de nuevas estrategias de marketing digital y han aumentado la inversión en este canal. Una evidencia es que las compañías de moda destinan una media de 60% de su presupuesto al canal online y acciones para captar clientes.

La respuesta de Inditex a la tendencia

“Hacia una plataforma plenamente integrada, plenamente digital y plenamente sostenible”.

Para Inditex, todas las fases del modelo de negocio deben girar en torno al cliente. Es así, que su oferta de moda debe adaptarse a sus gustos y preferencias, con la máxima garantía de salud y seguridad con el compromiso de la calidad y sostenibilidad, son señas de identidad de Inditex.

El grupo sabe que la revolución tecnológica y la digitalización, como nuevos hábitos de consumo de sus clientes, afectan a sus expectativas de producto y por ende a su experiencia de compra. Por ello, para estar a la altura del cliente, su objetivo es anticiparse ante esos cambios de paradigmas, lo cual ha permitido empezar un proceso de transformación digital y de innovación en la sostenibilidad, con la finalidad de alcanzar una plataforma plenamente integrada, plenamente sostenible y plenamente digital este 2020.

Los movimientos que se hizo fue que a lo largo de los últimos seis años se han reinvertido más de 9,400 millones de euros en el crecimiento y la transformación de la compañía, de los cuales 2,000 millones se destinaron a la innovación tecnológica en el modelo. En el 2018 estas cifras se elevaron hasta 1,600 millones de euros en el ejercicio⁹.

En 2018, el Grupo crea el modelo de integración de tiendas y *online* basado en las preferencias del cliente. Esto es así, porque el consumidor ha incluido el uso de herramientas tecnológicas e interacciones digitales a su vida cotidiana. Inditex busca que esa misma relación se tenga con su marca, y para potenciarlo se han llevado a cabo diversas iniciativas.

La más visible fue la optimización e incorporación de tecnología en la superficie comercial, y en paralelo se incrementó en 5% más al total del terreno comercial. Estas grandes mejoras de tiendas son llamadas *flagships* y que se han ido abriendo en las más destacadas arterias comerciales del mundo. En los últimos seis años, han renovado el 90% de las tiendas, ampliando en la mayor parte de los casos su superficie para ofrecer una práctica coincidencia de colecciones con respecto a las que el cliente puede acceder en el online¹⁰.

⁸ CFR: Juárez. Modaes.es 2019

⁹ CFR: Memoria Anual Inditex 2018

¹⁰ CFR: Memoria Anual Inditex 2018

Del mismo modo, se ha desarrollado el Sistema de Identificación por Radio Frecuencia (RFID, por sus siglas en inglés) que cumple la función de, identificar, localizar y asignar a cada prenda un código que acompañara desde el centro de distribución hasta el momento de la venta. Esto ha permitido maximizar la relación de la marca con el cliente, independientemente del canal que desee utilizar. Esto es una prueba de que el Grupo está acorde a las nuevas tendencias, ya que esto se mencionó en los factores tecnológicos.

Además, el sistema RFID ha permitido incorporar el sistema de gestión integrada del stock que da a sus clientes una mayor disponibilidad de producto al acceder conjuntamente tanto al inventario de tienda como del *online* cuando se realizan pedidos.

Al cierre de ejercicio, la gestión integrada del stock era una realidad en 49 mercados donde Zara tiene presencia física y online. Se tenía como objetivo que al 2020 esté implantada en todas las cadenas, al igual que el sistema RFID, que ya se hizo en Bershka, Stradivarius, Oysho y Zara Home.

Cabe recalcar que el modelo integrado, en el 2018, ha estado en el origen de la expansión digital de la compañía, principalmente a través de las plataformas digitales integradas con las tiendas. Por ello, el reto más importante de alcanzar ha sido el campo tecnológico y logístico, para poder garantizar un funcionamiento adecuado, ágil e integrado de todos los elementos de su cadena de valor¹¹.

Gracias a ello, Inditex ha ido trabajando para que este año 2020 los productos de todas las marcas estén disponibles para su venta *online* en cualquier parte del mundo. Sin embargo, dada las circunstancias actuales no se sabe si esto podrá ser cumplido.

La crisis del Covid-19

La pandemia COVID-19 es la mayor amenaza sanitaria y social a la que se ha enfrentado España, Europa y el mundo, en las últimas décadas. El sector de la moda, que cuenta en 2019 con un volumen de ingresos de 20% inferior respecto al de 2007, se espera una caída de un 35-40% adicional 2020, según el estudio de *The Boston Consulting Group* (BCG)¹², lo que implica una pérdida de entre seis mil y siete millones de euros.

El efecto de esta crisis al sector ha sido inmediato: tras el cierre de tiendas y empresas y empleados temporal o estructuralmente fuera del mercado laboral. En este contexto, las empresas no pueden hacer frente a sus costes operativos como los alquileres y salarios que representan un 28-40% de la facturación de las compañías. Y lo que es más relevante, es sobre la compra ya realizada de un inventario al que no se le puede dar salida en tienda y que pierde su valor de mercado en el que la tendencia es clave¹³.

El impacto de esta crisis se prolongará más allá del periodo de confinamiento, generando así un problema estructural en el sector. Según el estudio de EY, al final del ejercicio, se estima

¹¹ CFR: Memoria Anual Inditex 2018

¹² CFR: Informe Sectorial de moda en España, EY, 2019

¹³ CFR: Informe Sectorial de moda en España, EY, 2019

que se destruirán alrededor de sesenta y cinco mil empleos y que los cierres de empresas supondrán un cuarto de la facturación del sector.

Asimismo, José Luis Bueno, profesor de IESE, señaló, que las nuevas tendencias para superar la crisis a nivel empresarial son la sostenibilidad y, sobre todo, el comercio electrónico que se estima que en 2030, representaran el 40% de las ventas del sector¹⁴. Será necesario hacer un *retail* más humano y sostenible, dado que el usuario asumirá su compra responsable pasado la crisis sanitaria.

En lo que respecta lo digital, al parecer se consolidará su dominio en 2020: el 84% de los expertos en marketing planea incrementar sus inversiones en el video *online*, y el 70% lo hará en las redes sociales, según el informe reciente *Getting Media Right*.

5.2. CONTRIBUCIÓN AL DESARROLLO SOSTENIBLE

“En noviembre de 2019 la Agencia Europea del Medio Ambiente aconsejaba a la industria de la moda estimular la puesta en marcha de iniciativas de economía circular para mitigar el gran impacto medioambiental de esta” (Mobiliario Comercial Maniqués 2019).

El informe *A New Textiles Economy*, señala que esta industria, además de ser contaminante, es muy “derrochadora”. Se calcula que la infrutilización de la ropa y la falta de reciclaje en el sector acarrearán una pérdida por el valor de más de 500,000 millones de dólares al año.

“*El modelo de producción en la industria textil sigue el sistema de producción lineal que consiste en la producción de ropa, la compra por parte de los consumidores, el uso y finalmente es desechada sin que haya posibilidad de que vuelva a entrar en el círculo de la producción*” (MCM 2019). Esta “moda rápida” genera, cada año, 1,200 millones de toneladas de emisiones de efecto invernadero, entre otros impactos¹⁵.

Mobiliario Comercial Maniqués (MCM), “*toma como ejemplo el modelo cíclico de la naturaleza, la economía circular se presenta como un sistema de aprovechamiento de recursos donde prima la reducción de los elementos: minimizar la producción al mínimo indispensable, y cuando sea necesario hacer uso del producto, apostar por la reutilización de los elementos*” (MCM 2019).

La economía circular aboga por utilizar la mayor parte de materiales biodegradables en la fabricación de bienes de consumo para que estos puedan volver a la naturaleza sin causar daños medioambientales al agotar su vida útil¹⁶.

En los casos que no sea posible utilizar materiales *eco-friendly*, el objetivo es facilitar un desacople sencillo para darles una nueva vida reincorporándolos al ciclo de producción y componer una nueva pieza.

No solo las grandes firmas empiezan a ser conscientes de que la materia prima se puede reutilizar, sino que prolifera la compra y venta de prendas de segunda mano.

¹⁴ CFR: Sánchez, El País, 2020

¹⁵ CFR: Mobiliario Comercial Maniqués (MCM) 2019

¹⁶ CFR: MCM 2019

La respuesta de Inditex al desarrollo sostenible

Tienda ecoeficiente. Inditex cuenta con un estándar propio y en constante actualización y concretado en el Manual de Diseño, Construcción, Gestión y Evaluación de tienda Ecoeficiente. Este consiste en ahorros del 20% en el consumo de energía y del 40% de agua que una tienda convencional. Asimismo, han desarrollado una plataforma llamada *Eco Tool*, para poder tener el control centralizado en tiempo real de las instalaciones eléctricas y de climatización. Al 2018, un total de 3,191 tiendas están conectadas a esta plataforma.

Siguiendo con su compromiso de que en 2020 todas sus tiendas sean ecoeficientes. Al cierre de 2018, el 86% de los establecimientos del grupo, 5,494 tiendas, son ecoeficientes, así como el 100% de las 600 tiendas del Grupo en China¹⁷.

Closing the Loop, Programa de Economía Circular. Fue creada a partir del Plan de Sostenibilidad Medioambiental 2016 – 2020 y, cuyo principal objetivo es fomentar el reciclaje textil en todas sus facetas, desde la recuperación y reutilización de prendas, a la promoción de mejoras tecnológicas de reciclaje y a la reincorporación de material reciclado en el ciclo textil.

El trabajo se basó en recogida de ropa usada por medio de contenedores, las cuales están presentes en 1,382 tiendas en 24 mercados y en el 2020 se espera alcanzar las 2,000. El programa se cierra, con la recogida a domicilio en España y es activado en Pekín y Shanghái (China)¹⁸.

Los resultados que se obtuvieron al inicio del programa de 2016, fue la recuperación de más de 34,000 toneladas de prendas. Para cumplir el principio de recoger, reusar y reciclar de *Closing the Loop* se colaboró con 12 entidades entre organizaciones sin ánimos de lucro, compañías de reciclaje y especialistas tecnológicos, que garanticen que las prendas no acaban en los vertederos y que tienen una segunda vida.

Operaciones logísticas. Con tal de optimizar sus operaciones logísticas y transporte se han implementado nuevas medidas, durante el 2018. Esto ha permitido reducir, entre otros aspectos, el número de vehículos que circulan desde los centros de distribución hacia destinos europeos y evitar 1,480 rutas. La mejora de los flujos de retorno ha evitado en el ejercicio 5,163 viajes de camiones.

Green to Pack. A través de ello se han mejorado las cajas de cartón que transportan las prendas, priorizando el uso de materiales reciclados y alargando su vida útil.

Todos los aspectos relacionados con la sostenibilidad medioambiental siguen programas que cuidan la sostenibilidad social de la actividad, encaminado hacia el respeto y promoción de los Derechos Humanos en su cadena de suministro, mediante los sistemas de trazabilidad y monitorización. El Grupo tiene un plan destinado a la sostenibilidad social de la cadena de suministro, el cual se refiere a que el trabajador es El Centro, será para el periodo 2019 – 2020.

¹⁷ CFR: Memoria Anual Inditex 2018

¹⁸ CFR: Memoria Anual Inditex 2018

Algunos hitos del año 2018 en esta materia fue la firma de *Transition Accord* de Bangladesh, con el que se quiere dar continuidad a una iniciativa de relevancia crítica para la seguridad de las instalaciones de fabricación en ese mercado de aprovisionamiento.

Crisis del Covid-19

Según Pedro Mir, director académico de ISEM, se producirá una racionalización del consumo debido al temor al virus y la preocupación por la salud. Asimismo, “la euforia de consumir como si no hubiera un mañana se va a moderar porque esta pandemia es un toque de atención al consumismo”, apoya Adriana Domínguez. Por último, Miquel estima “Veremos un consumo más responsable, se dará más valor a la moda atemporal de calidad y se cuestionará el *fast fashion*. Iremos hacia un modelo de más valor y menos volumen porque el cliente querrá ahorrar” (Sánchez-Silva, C. El País 2020)

CAPÍTULO 2

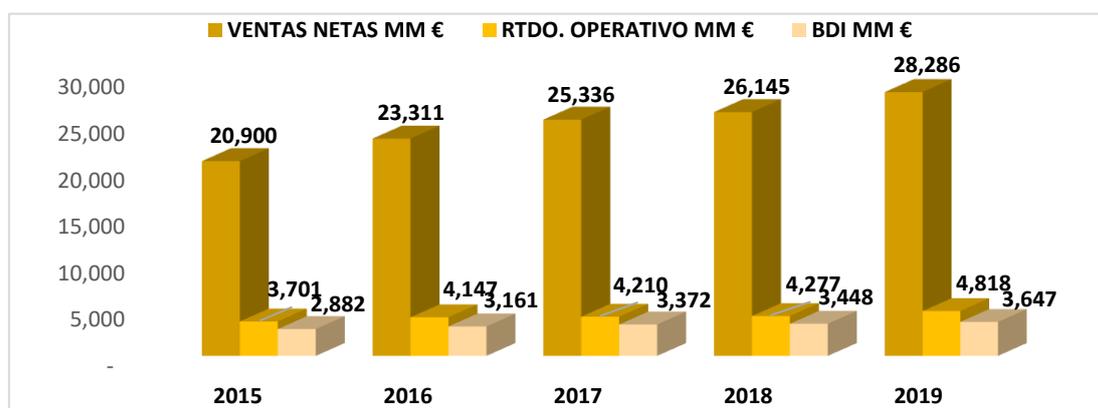
ANÁLISIS CUANTITATIVO DEL GRUPO INDITEX S.A.

6. ANALISIS DE ESTADOS CONTABLES: CUENTAS ANUALES E INFORMACION FINANCIERA DEL EJERCICIO 2015 – 2019

6.1. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS O CUENTA DE ESTADO DE RESULTADOS

En la figura 9, se muestra el resumen de la cuenta de pérdidas y ganancias de Inditex, que son las ventas netas, el resultado operativo, y el beneficio después de impuesto. Se hará un análisis general con tal de situar a la empresa en estos últimos cinco años.

Figura 9: Cuenta de resultados de Inditex 2015 – 2019, síntesis (millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas de Inditex

Se puede ver que las ventas han aumentado de 2015 a 2019 con un importe de 20,900 a 28,286 millones de euros respectivamente, una diferencia de 7,386 millones de euros. Igualmente, la evolución de las mismas ha sido gradual cada año, con un aumento de dos mil millones por año, sin grandes fluctuaciones. El crecimiento de las ventas, resultado operativo y beneficio neto es proporcional, es decir a medida que sube las ventas también lo hacen ellas. Por último, se aprecia que el monto de su resultado operativo y beneficio neto están casi a la par, algo que no se ve en otras empresas del sector, aquellas competidoras lo tienen en menor medida. Se hará un mejor detalle de las cuentas en la tabla 2.

Tabla 2: Análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias o Cuenta de Estado de Resultados

CUENTAS DE RESULTADOS	INDITEX 31.01.2016		INDITEX 31.01.2017		INDITEX 31.01.2018		INDITEX 31.01.2019		INDITEX 31.01.2020	
	MM €	%								
A FIN DE EJERCICIOS EN MILLONES €										
VENTAS NETAS	20,900	100%	23,311	100%	25,336	100%	26,145	100%	28,286	100%
COSTE DE VENTAS	- 8,811	-42.16%	-10,032	-43.04%	-11,076	-43.72%	-11,329	-43.33%	-12,479	-44.12%
MARGEN BRUTO	12,089	57.84%	13,279	56.96%	14,260	56.28%	14,816	56.67%	15,807	55.88%
GASTOS DE EXPLOTACION	- 8,388	-40.13%	- 9,132	-39.17%	-10,050	-39.67%	-10,539	-40.31%	-10,989	-38.85%
GASTOS DE PERSONAL	- 3,335	-15.96%	- 3,643	-15.63%	- 3,961	-15.63%	- 4,136	-15.82%	- 4,430	-15.66%
OTROS GASTOS DE EXPLOTACION	- 4,056	-19.41%	- 4,533	-19.45%	- 4,983	-19.67%	- 5,193	-19.86%	- 3,746	-13.24%
AMORTIZACIONES	- 997	-4.77%	- 956	-4.10%	- 1,106	-4.37%	- 1,210	-4.63%	- 2,813	-9.94%
RESULTADO OPERATIVO	3,701	17.71%	4,147	17.79%	4,210	16.62%	4,277	16.36%	4,818	17.03%
RESULTADO FINANCIERO	10	0.05%	10	0.04%	- 5	-0.02%	17	0.07%	- 152	-0.54%
RESULTADO ORDINARIO	3,711	17.76%	4,157	17.83%	4,205	16.60%	4,294	16.42%	4,666	16.50%
OTROS RESULTADOS	32	0.15%	79	0.34%	146	0.58%	134	0.51%	15	0.05%
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	3,743	17.91%	4,078	17.49%	4,351	17.17%	4,428	16.94%	4,681	16.55%
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	- 861	-4.12%	- 917	-3.93%	- 979	-3.86%	- 980	-3.75%	- 1,034	-3.66%
RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	2,882	13.79%	3,161	13.56%	3,372	13.31%	3,448	13.19%	3,647	12.89%

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

Ventas: La cifra de ventas incluye los siguientes:

- ✓ *“Cantidades recibidas por la venta de mercancías”*
- ✓ *“Ingresos por alquileres”*
- ✓ *“Ingresos por royalties” y*
- ✓ *“Otros servicios en el curso de las actividades ordinarias del Grupo”*

Se puede ver que las ventas han aumentado de 2015 a 2019 con un importe de 20,900 a 28,286 respectivamente, un ascenso de 7,386 millones de euros. No se observa grandes fluctuaciones lo que quiere decir que ha sido un crecimiento gradual. A continuación, el crecimiento porcentual año a año para un mejor detalle:

- ✓ 2015: ventas un 15.4% superior al ejercicio 2014
- ✓ 2016: ventas un 12% superior al ejercicio 2015
- ✓ 2017: ventas un 9% superior al ejercicio 2016
- ✓ 2018: ventas un 3% superior al ejercicio 2017
- ✓ 2019: ventas un 8% superior al ejercicio 2018

Según el porcentaje de incremento de cada año se ve que ha ido disminuyendo, debido a la reducción de la cuota de mercado de Inditex por las nuevas competencias en el mercado con estrategias muy agresivas de precios.

Es importante mencionar su comercio electrónico, en 2018, la venta online creció un 27% hasta alcanzar 3.200 millones de euros, un 12% de las ventas. En 2019, las ventas online crecieron un 23% hasta 3,9 millones de euros, un 14% de las ventas.

Coste de ventas: Los costes de ventas se desglosan en:

“Aprovisionamientos” incluyen esencialmente, los importes correspondientes a la compra o fabricación por terceros de productos destinados a la venta o a su transformación, así como otros gastos directos relacionados con la adquisición de mercancías.

- ✓ *“Variación de existencias”*
- ✓ *“Variación de provisiones”*

En la evolución en los últimos cinco años, se percibe un crecimiento gradual, aumentando casi dos puntos básicos de 2015 al 2019. Este aumento se considera eficiente, ya que pocas empresas consiguen mantener sus costes por largos periodos. Se considera también que tiene buenos costes, ya que son menores a su margen bruto. Para que Inditex siga manteniéndose líder en el mercado debe ajustarse en sus costes, ya que las nuevas competencias le están quitando cuota de mercado por sus estrategias agresivas en precios. Igualmente, viendo que sus costes de venta y su margen están cada vez más cerca se recomienda al Grupo que busque nuevas estrategias para mejorarlos. Sin embargo, se rescata que la empresa ha tenido una buena gestión de las mismas.

En el ejercicio 2016 el aumento se debió al aprovisionamiento que paso de 9.146 (2014) a 10.086 millones de euros, más que variación de existencias. El ejercicio 2017 creció el coste total por la disminución en variación de existencias y el aumento en aprovisionamiento. El 2018 el coste casi no vario debido a una mayor disminución de variación de existencias, pero

el aprovisionamiento casi se mantuvo de 11.212 a 11.360 millones de euros de 2017 a 2018 respectivamente. El 2019 las 3 partidas sufren ascensos. Siendo variaciones de existencias y provisiones quienes aumentan más del doble con respecto al año anterior.

Un hecho importante para el cierre del 2019 fue que el Grupo ha registrado una provisión por un importe de 287 millones de euros, por el posible impacto que la pandemia Covid-19 pueda tener en el valor neto de realización del inventario de la campaña primavera/verano a 31 de enero de 2020.

Margen Bruto: Su crecimiento es proporcional a las ventas y costes de ventas. En líneas generales se puede decir que está bien porque es mayor a sus costes, y ocupa el 55% del total de las ventas. Asimismo, es importante que este epígrafe pueda soportar todos los gastos.

Gastos de explotación: Los otros gastos de explotación están conformados por:

- ✓ *“Gastos de personal”*
- ✓ *“Arrendamientos operativos”*
- ✓ *“Otros gastos operativos”*: Incluyen, gastos indirectos de venta, gastos administrativos, mantenimiento, reparaciones y suministros, y otros.
- ✓ *“Amortización”*

Entre el gasto de personal y otros gastos operativos ocupan un poco más del 30% del total de gastos de explotación, siendo el de mayor peso otros gastos de explotación desde el 2015 al 2018, ya que al 2019 este disminuye en seis puntos básicos y se sitúa por debajo de gastos de personal. En estos cinco años, vemos que el gasto de personal se ha mantenido dentro del 15% con pequeñas variaciones. A diferencia de otros gastos operativos y amortización, ya que en el 2019 hubo una disminución de seis puntos y un aumento de cinco puntos respectivamente. La disminución de otros gastos de explotación se debe específicamente a la baja de arrendamientos operativos, producto de la entrada en vigencia de la NIIF 16, el cual reconoce en el balance todos los arrendamientos como si fueran compras financiadas. Es así, que los gastos de arrendamiento se registran como la amortización del período de los derechos de uso de los locales arrendados.

Con respecto al total de gastos de explotación, vemos que de 2015 al 2019 este disminuye en dos puntos, pero fue principalmente a la baja de la partida de arrendamientos operativos.

Resultado operativo: Se percibe que el margen estuvo casi en el 18% en los años 2015 y 2016, para el 2017 y 2018 este disminuye en un punto básico, pero luego se recupera el 2019 situándose en 17.03%. En general, no hubo grandes variaciones tratando de mantenerse en el rango del 17%. Si bien en el 2017 y 2018 hubo una disminución en valores porcentuales en valores absolutos aumentó. Esto se debe a que el incremento de las ventas no fue proporcional al incremento de los gastos por lo cual origina esta disminución porcentual.

Lo que nos interesa de este epígrafe es que sea robusta para poder soportar algún préstamo bancario impredecible o alguna situación que puede ocurrir en el camino.

Resultado financiero: Este epígrafe lo componen:

- ✓ *“Ingresos y gastos financieros”*
- ✓ *“Las diferencias de cambio netas”*

La primera, se genera principalmente (excluyendo la partida de arrendamiento) por el devengo de intereses en los activos y pasivos financieros del Grupo durante el ejercicio. La segunda, por las diferencias producidas en las divisas con las que opera el Grupo. De acuerdo con la evolución del resultado financiero, el año que no pasa desapercibido es el 2019, ya que se destaca la inclusión de la partida diferencias de cambios por arrendamientos por lo que ha ocasionado una subida de 0.54% con respecto a las ventas. En cuanto a los años anteriores, se ha visto fluctuaciones medianas, el 2015 y 2016 se ha mantenido sin variaciones, el 2017 hubo una disminución de dos puntos, y un aumento de cinco puntos para el 2018.

Resultado ordinario: Esta partida es para ver si la actividad por si sola genera beneficios sin considerar otros ingresos que no son obtenidos del negocio. Se percibe que estos resultados están casi a la par que el resultado de explotación, lo cual quiere decir que la empresa por si sola es rentable.

Otros resultados: Este epígrafe está compuesto por:

- ✓ *“Otras pérdidas y ganancias”* se reconocen gastos de personal extraordinario en el ejercicio, variaciones en los precios de las deudas reconocidas por la existencia de opciones de compra y venta cruzada entre el Grupo.
- ✓ *“Resultado por puesta en equivalencia”* partida que corresponde al desglose de inversiones financieras.
- ✓ *“Amortización: variación previsión, resultados procedentes del inmovilizado”*

En los años 2017 y 2018, el alto ascenso se ha debido al epígrafe amortización. Hubo incremento de la variación de previsión y los resultados procedentes del inmovilizado. Todo lo contrario, pasó el 2019, se percibió una gran caída a 0.05%, debido nuevamente a la nueva normativa de arrendamiento.

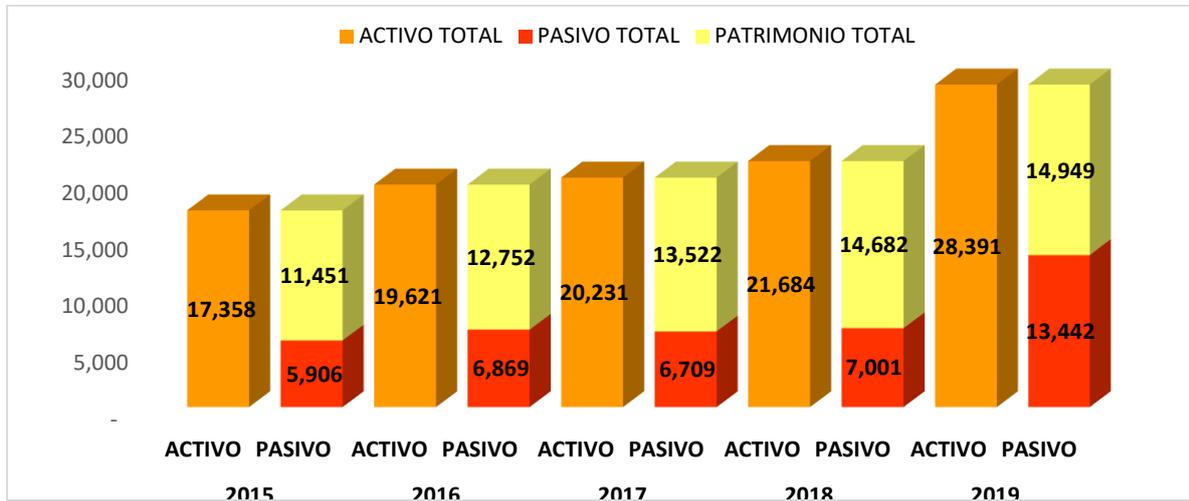
Beneficios antes de impuestos: El gasto por el impuesto sobre beneficios comprende tanto la parte relativa al gasto por el impuesto corriente como el gasto por el impuesto diferido. Las sociedades que integran al Grupo consolidado se han acogido a los beneficios fiscales previstos en la normativa fiscal de cada país por importe de 17 millones de euros a 31 de enero de 2020 (7 millones de euros a 31 de enero de 2019). Estas deducciones y bonificaciones derivan, fundamentalmente, de la realización de inversiones y, en menor medida de bonificaciones.

Resultado después de impuestos: Se puede ver que el beneficio neto se ha incrementado del 2015 al 2019 de 2,882 a 3,647 respectivamente. Si bien la diferencia no es mucha, a comparación de sus competidoras tiene un buen resultado. En valores porcentuales vemos que se ha mantenido en el rango del 13% con leves fluctuaciones, pero al 2019 este disminuyó a 12.89% por la adquisición de nuevas inversiones y que se ha visto reflejado en el aumento del impuesto sobre beneficios.

6.2. ANÁLISIS DEL BALANCE O ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En la figura 14, se muestra el balance sintético de Inditex, que muestra de forma general la evolución, en los últimos cinco años, del activo total, pasivo total y del patrimonio. Con el fin de mostrar la situación financiera por fuera del Grupo se procederá con la explicación.

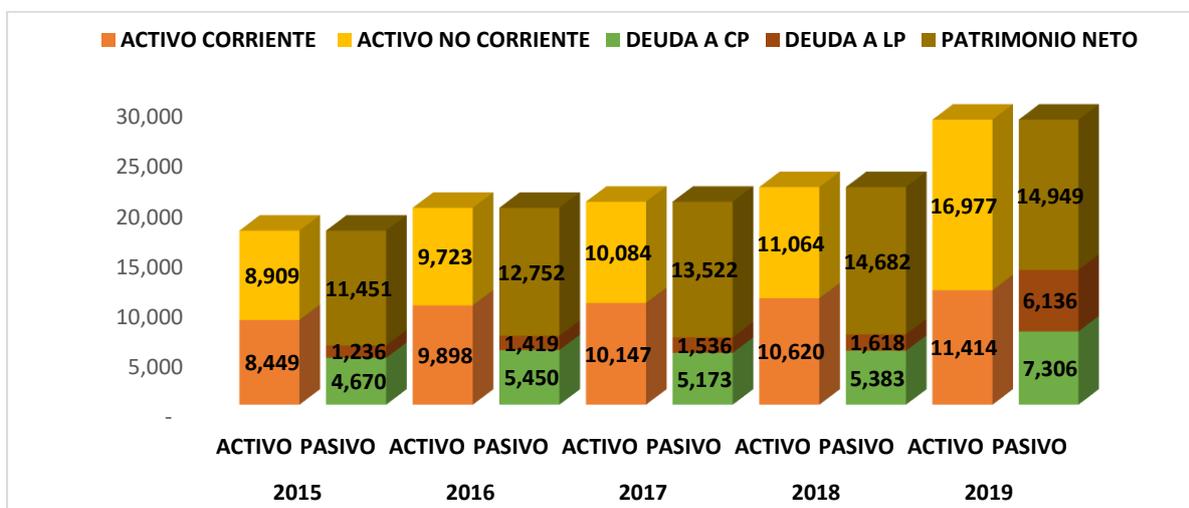
Figura 10: Balances Sintéticos 2015 – 2019, en millones de euros



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

Se percibe que el activo total se ha incrementado de 2015 al 2019, pero se ve claramente que en este último año ha sido de mayor aumento, dado que ha sido de forma gradual, a diferencia de 2016, 2017 y 2018. En cuanto al pasivo total se visualiza que es menor a sus recursos propios lo cual nos da una idea que es independiente de terceros o al menos depende en menor medida del mismo. También que la deuda no se ha visto incrementado, sino que se ha mantenido en el rango de los 7,000 millones de euros. Lo mismo podemos decir del patrimonio, que se mantiene en el rango de los 13,000 millones. Claramente el 2019 es un caso especial. En la siguiente figura 15 se verá el balance resumido.

Figura 11: Balance resumido consolidado 2015 – 2019, en millones de euros.



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

Por el lado del activo, se aprecia del activo circulante subidas graduales pasando de 8 a 11 millones, lo cual es señal de que la empresa está generando ganancia a través de su actividad. Si bien el activo no corriente es mayor en la mayoría de los años no considero que la inversión se esté concentrando en la misma, porque el incremento ha sido gradual y no se ve mucha diferencia con el activo circulante. Con respecto al incremento del ejercicio 01.31.2020 se debe al cambio de la nueva normativa de NIIF 16, que se explicara con más detalles en los siguientes apartados. Sin considerar el nuevo epígrafe del activo no corriente es basado, mayoritariamente, en inmovilizado material

En cuanto a la deuda a corto plazo y a largo plazo no hay grandes variaciones, sino que casi se ha mantenido hasta el 2018. Se aprecia que la deuda a largo plazo presenta valores poco significativos el cual nos lleva a deducir que no es dependiente de la deuda con terceros, pero se corroborara con el análisis de ratios. A lo largo de los años, el fondo de maniobra se está fortaleciendo cada vez más, porque solo con su activo circulante puede hacer frente a su deuda total, una vez más es señal que la actividad es rentable. En líneas generales, Inditex es altamente líquida porque presenta en mayor medida su activo circulante, y su patrimonio cubre el total del activo no corriente y una parte del circulante, por lo cual el Grupo tiene el poder de autofinanciarse. Esta característica es importante para cualquier empresa, ya que solo las que cuentan con mucha liquidez pueden hacer frente a crisis como la actual, el Covid-19.

Cabe recalcar que el incremento de las cifras, del balance, del ejercicio 2019, es debido al impacto asociado a la normativa de la NIIF 16. En la tabla 3, se muestra el detalle completo del Estado de Situación Financiera.

Tabla 3: Análisis del Balance o Estado de Situación Financiera

BALANCE A FIN DE EJERCICIO EN MM €	INDITEX									
	31.01.2016		31.01.2017		31.01.2018		31.01.2019		31.01.2020	
ACTIVO	MM €	%								
ACTIVO NO CORRIENTE	8,909	51.32%	9,723	49.55%	10,084	49.84%	11,064	51.02%	16,977	59.80%
INMOBILIZADO INTANGIBLE	888	5.12%	912	4.65%	919	4.54%	1,016	4.69%	617	2.17%
INMOBILIZADO MATERIAL	6,619	38.13%	7,304	37.23%	7,664	37.88%	8,359	38.55%	8,376	29.50%
INVERSIONES FINANCIERAS A LARGO PLAZO	185	1.06%	231	1.18%	237	1.17%	267	1.23%	249	0.88%
ACTIVOS POR IMPUESTO DIFERIDO	693	3.99%	722	3.68%	744	3.68%	858	3.96%	1,236	4.35%
DERECHO DE USO	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	6,043	21.28%
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	524	3.02%	554	2.82%	520	2.57%	564	2.60%	456	1.61%
ACTIVO CORRIENTE	8,449	48.68%	9,898	50.45%	10,147	50.16%	10,620	48.98%	11,414	40.20%
EXISTENCIAS	2,195	12.65%	2,549	12.99%	2,685	13.27%	2,716	12.53%	2,269	7.99%
DEUDORES COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS POR COBRAR	758	4.37%	968	4.93%	888	4.39%	928	4.28%	954	3.36%
INVERSIONES FINANCIERAS CORTO PLAZO	1,086	6.25%	2,037	10.38%	1,472	7.28%	1,929	8.90%	3,319	11.69%
EFFECTIVO Y OTROS ACTIVOS LIQUIDOS	4,226	24.34%	4,116	20.98%	4,931	24.37%	4,866	22.44%	4,780	16.84%
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	185	1.07%	228	1.16%	171	0.85%	181	0.83%	92	0.32%
TOTAL ACTIVO	17,358	100%	19,621	100%	20,231	100%	21,684	100%	28,391	100%

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

Inmovilizado Intangible: Este epígrafe lo conforman, en este balance, derechos sobre locales arrendados, otros activos intangibles y fondo de comercio.

✓ “Derechos sobre locales arrendados” figuran los importes para acceder a locales comerciales en arrendamiento en concepto de derecho de traspaso, prima de acceso,

renuncia de derechos arrendaticios o indemnizaciones. Dentro de este epígrafe, de 2015 al 2018 se incluyen también elementos con vida útil indefinida.

✓ “*Otros activos intangibles*” se registran, principalmente, las cantidades satisfechas para el registro y uso de las marcas del Grupo, diseños industriales de prendas de vestir, calzado, complementos y artículos para el hogar y, el coste de aplicaciones informáticas.

✓ “*Fondo de comercio*”, resultado de la adquisición o rescisión de los contratos con las franquicias, corresponden al importe de los intangibles que no cumplían con los requisitos establecidos por la NIIF 3.

Se puede ver que el crecimiento de 2015 al 2018 ha sido relativamente gradual en valores absolutos, en valores porcentuales sucede lo contrario. El 2019 se ve un alto descenso, reduciéndose a la mitad a 2.17%, debido a la baja del epígrafe derechos sobre locales arrendados. La subida del ejercicio 2018 es básicamente al ascenso de otros activos intangibles. El epígrafe no muestra grandes fluctuaciones del que prestarles mayor atención.

Inmovilizado Material: Este epígrafe está conformado por la partida Inmovilizado Material y Propiedades de Inversión.

✓ Inmovilizado material:

✓ “*Terrenos y construcciones*”

✓ “*Instalaciones, mobiliario y maquinaria*” se incluyen, los activos vinculados a tiendas.

✓ “*Otro inmovilizado material*” se incluyen, en otros, equipos de proceso de información y elementos de transporte.

✓ “*Bajas*” o “*Retiros*” corresponden, principalmente, a activos vinculados a los locales comerciales donde el Grupo desarrolla su actividad comercial.

Propiedades de inversión: Son activos mantenidos para obtener ingresos por arrendamientos, por plusvalías o por ambas y se hallan valoradas a coste de adquisición.

Según el balance podemos ver que cada año ha ido aumentando sin grandes fluctuaciones en valores absolutos. En el ejercicio 2015, la principal adición en terrenos y edificios corresponde a la adquisición de un local en Milán. En 2017 se llevó a cabo una operación de venta de 15 inmuebles por un importe neto 356 millones de euros. En 2018 se observa un mayor ascenso porcentual de 38.55% debido al epígrafe instalaciones, mobiliario y maquinaria. En el último año, 2019, se obtuvo un gran descenso de 10 puntos obteniendo un 29.5% del inmovilizado material. Esta disminución se debe a la aparición de la nueva partida de arrendamientos operativos.

Asimismo, se percibe que el inmovilizado material es quien predomina el total del activo no corriente, obteniendo un porcentaje casi de 40%,

Inversiones Financieras a Largo Plazo: El desglose de este epígrafe, durante los ejercicios son préstamos y otros créditos, participación puesta en equivalente y otros.

Los movimientos en estas dos partidas se basan en adiciones, disminuciones, traspaso a corto plazo y efecto tipo de cambio. Las variaciones a final de ejercicio son por el aumento o disminución de las mismas.

El valor contable de la participación en el Grupo Tempe registrado en el balance no difiere significativamente del valor de la participación del Grupo en los activos netos del grupo.

El año 2019 hubo un mayor aumento en “disminuciones” lo cual hizo que el saldo a final del ejercicio disminuya de 1% a 0.88%, siendo la más baja en los últimos cinco años. En valores absolutos se ve incrementos graduales, a diferencia de valores porcentuales que no siguen una misma tendencia.

Activos por Impuesto Diferido: La composición del epígrafe es el siguiente:

- ✓ *Saldo inicio*
- ✓ *Cargo/abono a cuenta de resultados*
- ✓ *Cargo/abono a cuenta de patrimonio neto*
- ✓ *Traspasos*

Dentro del desglose de activos por impuestos diferidos se incluyen los correspondientes a pérdidas fiscales pendientes de compensar. El saldo de activos por impuestos diferidos registrado en balance es el resultado del citado análisis sobre el importe total de pérdidas fiscales que el Grupo ha declarado al cierre de ejercicio que no están sometidas a un plazo de compensación efectiva. Asimismo, los movimientos de esta partida corresponden, en su mayoría, al impacto de la transición a la nueva normativa contable sobre arrendamientos para el ejercicio 2019.

Se percibe ascensos graduales ocupando casi el 4% del total del activo no corriente, siendo el 2019 mayor a 4% por lo mencionado anteriormente.

Derechos de uso: El grupo arrienda locales comerciales en los que desarrolla su actividad comercial. Las variaciones del ejercicio se corresponden fundamentalmente con nuevos contratos de arrendamiento y con los impactos asociados a la revaluación de las opciones de extensión o de salida que se han ejercitado y con renegociaciones de los acuerdos que modifican el plazo y/o las rentas futuras.

Este saldo se ha originado a partir del cambio de la NIC 17 a NIIF 16, por eso, solo aparece en el ejercicio 2019. Con esta nueva normativa es el segundo con mayor aporte del total de activo no corriente, después de inmovilizado material.

Otros Activos No Corrientes: El desglose de este epígrafe son:

- ✓ *“Fianzas y depósitos”* que corresponden, principalmente, a cantidades entregadas a los propietarios de los locales comerciales en arrendamiento en garantía de cumplimiento de las condiciones estipuladas en los contratos de alquiler.

La disminución en 2019 se debe al impacto por primera aplicación NIIF 16. Igualmente, esta reducción no es tan significativa, al igual que los años anteriores que no se ha visto fluctuaciones grandes, sino que casi se ha mantenido.

Activo No Corriente Total: Se percibe que su inversión se está concentrando en el activo no corriente, pasando de 51.32% a 59.8% una diferencia de casi diez puntos. Su inversión es básicamente por el inmovilizado material. Asimismo, se debe tener en cuenta el cambio de la

NIC 17 a la NIIF 16, que incorpora la partida de derechos de usos y da de baja a la partida de derechos de locales arrendados, ya que es causante del aumento del total del activo no corriente. Por último, los otros integrantes de este epígrafe muestran valores pocos significativos, dado que se encuentran por debajo del 10%.

Existencias: La composición de este epígrafe es la siguiente:

- ✓ *“Materias primas y aprovisionamientos”*
- ✓ *“Productos en curso”*
- ✓ *“Mercancía para la venta”*

Se ve que tanto en valores absolutos como porcentuales de existencias han ido aumentando, a excepción del ejercicio 31.01.2020 que hubo una reducción de casi cinco puntos, la mayor de los cinco años de estudio. Esto se debe específicamente al descenso de mercancía para la venta en 441 millones de euros comparado con el año anterior. Asimismo, el 2016 hubo un ascenso de los tres componentes del total de existencias, subiendo unos casi 400 millones de euros.

Por otro lado, según los hechos ocurridos, el Grupo ha registrado una provisión de inventario por importe de 287 millones de euros, por el posible impacto que la pandemia Covid-19 pueda tener en el valor neto de realización del inventario de la compañía primavera/verano a 31 de enero de 2020.

Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar: En esta partida también se encuentra la partida Activos por Impuesto sobre Beneficios Corriente. La composición de deudores comerciales, es la siguiente en los cinco años:

- ✓ *“Deudores comerciales”* corresponden, principalmente, a los saldos por cobros con tarjetas de crédito o débito pendientes de abonar.
- ✓ *“Deudores por ventas a franquicias”* esta partida se refiere a que una parte de la actividad del Grupo se desarrolla a través de tiendas en régimen de franquicias. Las operaciones de venta a los titulares de dichas franquicias se realizan de acuerdo con unos plazos acordados de cobro.
- ✓ *“Administraciones públicas”* corresponden a importes relacionados con el IVA y otros impuestos y tasas generados por cada sociedad del Grupo en el país en que opera.
- ✓ *“Otros deudores corrientes”* incluye conceptos tales como importes pendientes de recibir de promotores de centros comerciales en concepto de incentivos de alquiler y saldos correspondientes a operaciones de diversa naturaleza.

En cuanto al epígrafe de activos por impuesto sobre beneficios corresponde, principalmente, a cantidades a recuperar de la administración por dicho concepto.

Los incrementos han sido de forma gradual durante cinco años, pero la diferencia de 2015 a 2019 ha sido de casi 200 millones de euros. En valores porcentuales se ha mantenido sobre el 4% a excepción del último año que bajo un punto básico.

Inversiones Financieras a Corto Plazo: Este epígrafe corresponde, principalmente, por

- ✓ *“Inversiones en fondos de inversión en activos del mercado monetario”*

✓ “*Títulos de renta fija*” con vencimientos de entre 3 meses y 12 meses, de alta calidad crediticia y elevada liquidez.

Según su evolución en los cinco años, no ha tenido una tendencia fija. Vemos que el mayor aumento que se presentó fue en el ejercicio 01.31.2017, cuatro puntos más con respecto al año anterior, el siguiente periodo 01.31.2018 disminuye tres puntos, para luego volver a subir en un punto. El 2019 se registra un segundo mayor ascenso de la partida de tres puntos, situándose así en 11.69% de 6.25% en 2015.

Efectivo y Otros Activos Líquidos: La posición neta del Grupo se compone como sigue:

✓ “*Saldos en caja y bancos*” incluyen el efectivo en caja y las cuentas bancarias a la vista en entidades de crédito.

✓ “*Imposiciones a corto plazo y Renta Fija*” se recogen depósitos a plazo y participaciones en fondos de inversión en activos del mercado monetario que destinan las aportaciones realizadas por sus partícipes a la adquisición de títulos de renta fija con vencimientos de tres meses de alta calidad crediticia y elevada liquidez, convertibles en importes determinados de efectivo y sujetas a un riesgo insignificante de cambios de valor.

En esta partida se observa una tendencia a la baja, ya que desde el 2015 que se obtuvo un 24.34% ha disminuido a 16.84% en el 2019. Siendo en el ejercicio 01.31.2018 que registro el efectivo más alto de todos los periodos estudiados, debido al aumento en imposiciones a corto a plazo, y la disminución de fondos en valores de renta fija. Luego de esta subida se empezó a registrar descensos de cien millones de euros cada año, y en valores porcentuales ocurre lo mismo, pero que al final del año la reducción es de casi seis puntos.

Otros Activos Corriente y Otros Activos Financieros:

Sobre otros activos financieros se refiere a instrumentos financieros. El Grupo contrata derivados de cobertura, básicamente forwards sobre sus compras en dólares americanos, forwards para la cobertura de financiación intergrupo y opciones. El valor de los citados derivados se registra en las cuentas “otros activos financieros” y “otros pasivos financieros”

El correspondiente de otros activos financieros es el valor razonable de instrumentos de cobertura. Los valores de este epígrafe siguen una tendencia a la baja pasando de 1.07% a 0.32% de 2015 a 2019 respectivamente. Se observó que en el año 2016 se obtuvo el mayor valor con 1.16% proporcionado en su mayoría por el valor razonable de instrumentos de cobertura.

Total del Activo Corriente: En valores absolutos se aprecia un crecimiento gradual del mismo, lo que no sucede en valores porcentuales, ya que se registra un leve descenso al 2018, y al 2019 este cae en ocho puntos básicos. Esta misma disminución sucede de 2015 al 2019, en los cinco años estudiados. Asimismo, se percata que la partida predominante en este epígrafe es el efectivo y otros activos líquidos, y le sigue existencias; entre las dos suman un aporte de 30%, pero a final del periodo 2019, este bajo cinco puntos siendo un 25%.

Activo Total: En el global del activo se ve que hay una tendencia al alza de 2015 a 2019 de 17,358 a 28,391 respectivamente, una subida de once millones de euros, lo cual nos permite concluir que las inversiones del Grupo están creciendo.

A continuación, se presenta en la tabla 4 el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.

Tabla 4: Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto

BALANCE A FIN DE EJERCICIO EN MM €	INDITEX									
	31.01.2016		31.01.2017		31.01.2018		31.01.2019		31.01.2020	
PASIVO	MM €	%								
PATRIMONIO NETO	11,451	65.97%	12,752	64.99%	13,522	66.84%	14,682	67.71%	14,949	69.28%
CAPITAL	93	0.54%	93	0.47%	94	0.46%	94	0.43%	94	0.44%
RESERVAS	11,357	65.43%	12,659	64.52%	13,428	66.37%	14,588	67.28%	14,855	68.84%
PASIVO TOTAL	5,906	34.03%	6,869	35.01%	6,709	33.16%	7,001	32.29%	6,630	30.72%
PASIVO NO CORRIENTE	1,236	7.12%	1,419	7.23%	1,536	7.59%	1,618	7.46%	973	4.51%
PROVISIONES A LARGO PLAZO	145	0.84%	242	1.23%	259	1.28%	229	1.06%	217	1.01%
DEUDAS A LARGO PLAZO	0.7	0.00%	-	0.00%	4	0.02%	5	0.02%	6	0.03%
PASIVO POR IMPUESTO DIFERIDO	285	1.64%	257	1.31%	268	1.32%	312	1.44%	370	1.71%
OTROS PASIVOS A LARGO PLAZO	805	4.64%	920	4.69%	1,005	4.97%	1,072	4.94%	380	1.76%
ARRENDAMIENTO A LARGO PLAZO	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	5,163	23.93%
PASIVO CORRIENTE	4,670	26.91%	5,450	27.78%	5,173	25.57%	5,383	24.83%	5,657	26.22%
PROVISIONES A CORTO PLAZO	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
DEUDAS A CORTO PLAZO	10	0.06%	62	0.32%	12	0.06%	84	0.39%	32	0.15%
ACREEDORES COMERCIALES Y OTRAS										
CUENTAS A PAGAR	4,591	26.45%	5,325	27.14%	5,057	25.00%	5,252	24.22%	5,585	25.88%
OTROS PASIVOS A CORTO PLAZO	69	0.39%	63	0.32%	104	0.51%	47	0.22%	40	0.19%
PASIVO POR ARRENDAMIENTO	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	1,649	7.64%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	17,357	100.00%	19,621	100.00%	20,231	100.00%	21,683	100.00%	21,579	100.00%

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

Provisiones a Largo Plazo: El desglose de este epígrafe es la siguiente:

- ✓ *“Pensiones y otras obligaciones con el personal”* algunas sociedades del Grupo están obligadas a satisfacer determinadas obligaciones con el personal. El plazo medio estimado de desembolso de las cantidades provisionadas es de entorno a los 3 años.
- ✓ *“Responsabilidades”* corresponden a obligaciones actuales debidas a reclamaciones legales u obligaciones implícitas derivadas de actuaciones pasadas que incorporan una salida de recursos probable y cuya estimación es fiable.
- ✓ *“Otras provisiones”*

Se puede ver que las provisiones han crecido de forma gradual de 2015 a 2019 de 0.84% a 1.01% respectivamente. En 2017 se visualiza un mayor crecimiento debido al aumento de las tres partidas, en especial Responsabilidades la cual se duplico de 2015 a 2016, a diferencia de pensiones y otras provisiones que aumentaron en menor medida. En 2018 se eleva unas décimas, y a partir de allí empieza a descender llegando a 1.01%.

Deudas a Largo Plazo: la composición de la deuda del Grupo con entidades de crédito y acreedores por otras operaciones de financiación es la siguiente:

- ✓ *“Prestamos”*
- ✓ *“Arrendamientos financieros”*
- ✓ *“Otras operaciones de financiación”*

El límite de las líneas de financiación disponibles por el grupo es de 6.464 millones de euros a 31 de enero de 2020. Incluye líneas de confirming, líneas de crédito y líneas de overdraft.

La deuda financiera esta denominada en las siguientes monedas:

- ✓ Euro
- ✓ Lira Turca
- ✓ Libra
- ✓ Rupia

Se percibe que el Grupo no tuvo deudas mayores para el 2015 y 2016, lo poco que se registró se debió a la partida arrendamientos financieros. A partir de 2017 es cuando contrae deuda, pero sigue siendo poco significativa, llegando al 2019 con 0.03% del total del pasivo. Su deuda se basó mayormente en arrendamientos financieros, solo el 2017 contrajo un millón en préstamos.

En definitiva, se puede ver que Inditex no trabaja con deuda a terceros. Esto se refleja en el peso que proporciona al total del activo, ocupando menos del 1%.

Pasivo por Impuesto Diferido: La composición del epígrafe es la siguiente:

- ✓ *Saldo inicio*
- ✓ *Cargo/abono a cuenta de resultados*
- ✓ *Cargo/abono a cuenta de patrimonio neto*
- ✓ *Traspasos*

A 31 de enero de 2016 al 31 de enero de 2020, el Grupo tiene pérdidas fiscales susceptibles de compensación con futuros beneficios. Asimismo, en el último ejercicio 2019, el movimiento que se ha registrado contra patrimonio neto corresponde, en su mayoría, al impacto de la transición a la nueva normativa contable sobre arrendamientos.

Se percibe la tendencia del epígrafe que va aumentando tanto en valores absolutos como porcentuales, pero no llega a alcanzar el 2% al ejercicio de 2019.

Otros Pasivos a Largo Plazo: El desglose de este epígrafe han sido las siguientes:

- ✓ *“Incentivos a arrendamientos”*
- ✓ *“Otros”*

Se ve que esta partida ha tenido una tendencia al alza hasta el 2018, pero se considera crecimientos poco significativos, debido a que se mantiene entre el 4% y 5% del total. Sin embargo, el ejercicio 2019 llama la atención por una gran caída a 1.76% el cual se debe a la baja de la partida Incentivos a arrendamientos por la implantación de NIIF 16.

Cabe mencionar que hasta el 2018 este epígrafe tenía el mayor peso del total del pasivo no corriente. Al 2019 este se reduce a menos de 2% cediéndole el puesto a arrendamientos a largo plazo por el aporte de más de 20%.

Arrendamiento a Largo Plazo: En este epígrafe se registra la valoración del derecho de uso del activo subyacente a los contratos de arrendamiento, para aquellos contratos en los que el Grupo es arrendatario.

El Grupo arrienda locales comerciales en los que desarrolla su actividad comercial. Las variaciones del ejercicio corresponden fundamentalmente con nuevos contratos de arrendamiento y con los impactos asociados a la revaluación de las opciones de extensión o de salida que se han ejercitado y con renegociaciones de los acuerdos que modifican el plazo y/o las rentas futuras.

Como se aprecia, este epígrafe recién ha entrado en consideración el 2019 por lo que no hay movimientos en años anteriores.

Total de Pasivo No Corriente: El total de la deuda a largo plazo sigue una ligera tendencia al alza, ya que hasta el 2018 este se mantuvo entre el 7% y 8% del total de pasivo y patrimonio. Esto quiere decir que Inditex no se financia demasiado con terceros, el cual se puede decir que goza de buena salud financiera. Sin embargo, es notable el cambio de NIC 17 a NIIF 16, ya que se incrementa a un 21.61% en 2019. Se deduce que esta nueva normativa hará que el activo no corriente sea mucho mayor de lo que era y se reflejará en los próximos años.

Deudas a Corto Plazo: Este epígrafe corresponde a los siguientes movimientos:

- ✓ *“Prestamos”*
- ✓ *“Otras operaciones de financiación”*

La deuda financiera casi se mantiene durante el periodo estudiado, con ligeras subidas que no es de preocupación. De 2015 a 2019 la variación ha sido 0.05%, con el cual se puede deducir y, teniendo en cuenta la deuda a largo plazo, una vez más el Grupo se autofinancia. Igualmente se percata que la deuda más alta fue en el ejercicio 2018, debido al incremento de los préstamos.

Acreedores Comerciales y Otras Cuentas a Pagar: En este epígrafe también está incluido Pasivos por impuestos sobre beneficios corriente. El desglose de la partida acreedores ha sido el siguiente:

- ✓ *“Acreedores comerciales”*
- ✓ *“Personal”*
- ✓ *“Administraciones públicas”*
- ✓ *“Otros acreedores corrientes”*

En valores absolutos se ve una tendencia al alza y algunos años en que disminuye como el ejercicio 2017; en valores porcentuales va disminuyendo pasando de 26.45% a 19.67% de 2015 a 2019 respectivamente. Los incrementos se deben específicamente a la partida acreedores comerciales, ya que año a año asciende 200 mil más a diferencia de las otras que sufren ligeras variaciones. Asimismo, este epígrafe es quien mayor peso le da al total del pasivo corriente, siendo más del 25% en algunos casos, pero también se ha registrado la mayor baja de 19.67% del ejercicio 2019.

Sobre el pasivo por impuesto sobre beneficios corriente corresponde a la provisión para el impuesto sobre beneficios, neto de retenciones y pagos a cuenta del mismo efectuados en el periodo.

Otros Pasivos a Corto Plazo: El desglose del epígrafe es el siguiente:

- ✓ “Valor razonable de instrumentos de cobertura”
- ✓ “Opciones de compraventa cruzada”
- ✓ El desglose del valor razonable de los instrumentos de cobertura es el siguiente:
- ✓ “Forwards de tipo de cambio”
- ✓ “Opciones”
- ✓ “Cross Currency Swap”

Los instrumentos financieros adquiridos por el Grupo para la cobertura de las transacciones previstas en moneda extranjera se reconocen inicialmente por su valor razonable.

En el ejercicio 2017 se observa una cifra mayor, debido principalmente, al aumento del derivado forwards de tipo de cambio siendo el doble con respecto al año anterior.

Al igual que la deuda financiera ocupa en menor medida sobre el total del pasivo corriente. En los cinco años se contrastó una evolución de 0.39% a 0.14% de 2015 a 2019 respectivamente.

Pasivo por Arrendamiento a Corto Plazo: Este epígrafe es la contrapartida del activo por arrendamiento a largo plazo.

Pasivo Corriente Total: Este epígrafe representa un poco más del 25% del pasivo total y es mayor del pasivo no corriente. Toda la deuda está concentrada en acreedores lo cual es normal para una empresa de distribución que debe pagar a sus proveedores.

Pasivo Total: La evolución del global del pasivo se posiciona entre el 30% y 35% de 2015 a 2018, ya que el ejercicio 2019 se situó en 47.35%, diez puntos básicos más con respecto a los anteriores años, debido al cambio de la NIC 17 al NIIF 16.

Es relevante destacar que la deuda del grupo se encontraba por debajo del 50%, a excepción del 2019, que fue casi el 50% por los motivos ya mencionados.

Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto

Capital Social: El capital social a 31 de enero de 2020 asciende a 94 millones de euros, dividido en 3.116.652.000 acciones de 0,03 euros de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas, todas ellas pertenecientes a una clase y serie, que confiere derechos políticos y económicos a sus titulares. El número de acciones y el valor nominal es el mismo para los años estudiados, así como el capital social que se ha mantenido en 94 millones de euros.

Reserva Legal: Según la conformidad con el artículo 274 de la Ley de Sociedades de Capital, establece que, en todo caso, una cifra igual al 10% del beneficio del ejercicio se destinara a esta hasta que alcance, al menos, el 20% del capital social. No puede ser distribuida y si es usada para compensar pérdidas, en el caso de que existan otras reservas disponibles suficientes para tal fin, debe ser respuesta con beneficios futuros.

Para los ejercicios de 2015 a 2019, la sociedad dominante tiene dotada esta reserva legal por el límite mínimo que establece la Ley de Sociedades de Capital.

7. ANALISIS ECONÓMICO FINANCIERO DEL ANALISIS 2015 – 2019

7.1. RATIOS FINANCIEROS

7.1.1. Ratio de endeudamiento

Tabla 5: Indicadores de endeudamiento, solvencia y liquidez

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO, SOLVENCIA Y LIQUIDEZ		INDITEX				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	SOLVENCIA GLOBAL <i>ACTIVO TOTAL / DEUDA TOTAL</i>	2.94	2.86	3.02	3.10	2.11
2	COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO <i>DEUDA TOTAL / PATRIMONIO NETO</i>	0.52	0.54	0.50	0.48	0.90
3	DEPENDENCIA FINANCIERA <i>DEUDA TOTAL / ACTIVO TOTAL</i>	0.34	0.35	0.33	0.32	0.47
4	CALIDAD DEL ENDEUDAMIENTO <i>DEUDA A CORTO PLAZO / DEUDA TOTAL</i>	0.79	0.79	0.77	0.77	0.54

Fuente: elaboración propia

1) Este ratio indica la capacidad que tiene la empresa para atender sus obligaciones adquiridas. La solvencia ha bajado de 2.94 a 2.11, porque la deuda total se incrementó en el 2019. Sin embargo, Inditex sigue siendo solvente debido a que sus activos cubren el total de la deuda, y también lo demuestran los ratios que son mayores a 1. La solvencia disminuyó el último año, principalmente, por el cambio de la NIC 17 a la NIIF 16, por lo que hizo aumentar el total del pasivo.

2) El ratio de endeudamiento indica la financiación ajena con la que cuenta la empresa. Se ve que el indicador, en todos los años, es menor a 1, lo cual significa que los recursos propios superan al total de la deuda. Según la interpretación del ratio, Inditex no recurre a terceros para financiarse sino que se autofinancia porque tiene la capacidad de hacerlo. El 2019 asciende más de lo usual, debido al cambio de la normativa de la NIC17.

3) La dependencia financiera indica que tan dependiente de préstamos de terceros es Inditex, y según sus indicadores está por debajo del 50%, el cual significa que no es tan usual que el Grupo recurra a recursos ajenos para nuevas inversiones o pagos, ya que cuenta con altos recursos propios. Asimismo, es importante mencionar que a mayor independencia financiera proporciona libertad en la toma de decisiones. En el ejercicio 2019 se vio incrementado el indicador situándose casi en el 50% debido a la NIIF 16.

4) La deuda será de calidad cuanto más lejano se han de producir los vencimientos. Se ve que el Grupo tiene concentrado su deuda, mayoritariamente, en el corto plazo, ya que sus ratios se encuentran sobre el 70% lo cual significa que tiene obligaciones de pago para dentro, o menor, a un año. Al cierre de 2019 disminuye hasta el 50%, dado que la concentración de la deuda se distribuye en el largo plazo, otra vez, es debido a la NIIF 16.

7.1.2. Ratio de solvencia y liquidez

Tabla 6: Indicadores de endeudamiento, solvencia y liquidez

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO, SOLVENCIA Y LIQUIDEZ		INDITEX				
		2015	2016	2017	2018	2019
5	SOLVENCIA CORRIENTE O RATIO DE LIQUIDEZ <i>ACTIVO CORRIENTE / PASIVO CORRIENTE</i>	1.81	1.82	1.96	1.97	1.56
6	SOLVENCIA INMEDIATA O RATIO DE TESORERIA <i>ACTIVO CORRIENTE - STOCK / PASIVO CORRIENTE</i>	1.34	1.35	1.44	1.47	1.25
7	LIQUIDEZ DE PRIMER GRADO <i>(EFECTIVO + INVERSIONES FINANCIERAS CP) / DEUDA CP</i>	1.14	1.13	1.24	1.26	1.11
8	DISPONIBILIDAD <i>DISPONIBILIDAD / PASIVO CORRIENTE</i>	0.90	0.76	0.95	0.90	0.65
9	COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS <i>RESULTADO DE EXPLOTACION (BAII) / GASTOS FINANCIEROS</i>	484.74	518.38	421.00	285.13	344.14

Fuente: elaboración propia

1) En este ratio el activo corriente debe ser mayor al pasivo corriente, para que esto sea así, el indicador debe ser mayor a 1. En este caso, se percibe que las cifras casi han sido de 2 a excepción de 2019 en donde el pasivo aumento por la NIIF 16, pero que igual se sitúa dentro de lo ideal, en 1.56. Este indicador señala que el Grupo puede afrontar sus compromisos a corto plazo solo con su activo corriente.

2) En este caso quitamos el stock con el fin de considerar la parte más líquida de la empresa. Las cifras se reducen a menos de 1.50, pero sigue cubriendo la deuda. Entonces en el 2019 sería, por cada euro de deuda, la entidad tiene 1.25 de activo corriente para hacer frente a sus obligaciones. Este indicador va en proporción al anterior ratio. Para una empresa de distribución es recomendable que estos sean mayores a 1.5.

3) Este ratio indica si la entidad puede hacer frente a sus deudas con su dinero disponible, que son consideradas, en este caso, el efectivo y las inversiones financieras a corto plazo. Como se puede ver, en todos los años, Inditex puede cubrir alguna deuda imprevista al 100 por cien y le sobra.

4) Ratio que mide la capacidad que tiene la empresa a través de su disponible para hacer frente al exigible a corto plazo. Se considera que a mayor ratio mayor estabilidad financiera tendrá la entidad. Para Inditex, este indicador se encuentra por encima del 70% y casi alcanzado el 100%, solo hasta el 2018. En el ejercicio 2019, este disminuye a 65%, no se considera mal porque cubre un poco más del 50% pero, es claro que antes era mucho mejor. Cabe recalcar que este descenso se debe a la NIIF 16.

5) Con este ratio se evalúa si se cuenta con los recursos líquidos suficientes para atender el pago a sus acreedores financieros. En este caso, lo ideal sería que el beneficio de la empresa sea capaz de absorber varias veces los intereses de su deuda.

7.2. RATIOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS: ROTACIONES Y PLAZOS

Tabla 7: indicadores de Gestión de Activos: Rotaciones y Plazos

INDICADORES DE GESTION DE ACTIVOS: ROTACIONES Y PLAZOS		INDITEX				
		2015	2016	2017	2018	2019
10	ROTACION DEL ACTIVO <i>VENTAS NETAS / ACTIVO TOTAL</i>	1.20	1.19	1.25	1.21	1.00
11	ROTACION DE STOCKS <i>CONSUMOS (COSTES DE VENTAS) / EXISTENCIAS</i>	4.23	4.13	4.22	4.24	5.39
12	PLAZO DE EXISTENCIAS <i>{EXISTENCIAS / CONSUMOS (COSTE DE VENTAS)} * 365</i>	86.28	88.42	86.50	86.14	67.73
13	PLAZO DE COBRO A CLIENTES <i>{CLIENTES / VENTAS NETAS} * 365</i>	2.86	3.63	2.91	3.20	2.92
14	PLAZO DE PAGO A PROVEEDORES <i>{PROVEEDORES / COMPRAS}*365</i> <i>COMPRAS = COSTE DE VENTAS +/- DIFERENCIA DE STOCK</i>	125.23	124.90	118.71	122.68	128.25

Fuente: Elaboración propia

- 1) Este ratio es fundamental para entender el buen funcionamiento de la empresa, ya que su función es indicar la eficiencia en la gestión de sus activos para producir nuevas ventas. Se percibe que Inditex supera con creces el 100%, y trata de mantenerse en 1.2 hasta el 2018, ya que en el 2019 este cae en 1. Esta disminución es referida a la nueva normativa de arrendamientos. Por lo tanto, en el ejercicio 2019 por cada euro que posee en activos la compañía gana 1 euro. No se considera mal, pero podría mejorarse con nuevas estrategias.
- 2) Este indicador expresa el número de veces que se han renovado las existencias durante un año. En Inditex se observa que hasta el 2018 el inventario ascendía a 4 veces, mientras que en el ejercicio 2019 se incrementó en un punto hasta alcanzar una rotación de 5.39 veces. Siendo una empresa del sector textil sus valores son altos lo cual indican que el Grupo es eficiente y rentable, ya que es un indicador que muestra la eficacia de la cadena de suministro.
- 3) Este ratio permite saber la frecuencia en días con la que una empresa vacía y renueva completamente su almacén. Se observa que hasta el 2018 el inventario permaneció en almacén en promedio de 86 días, mientras que en el ejercicio 2019, este disminuyó 18 puntos hasta alcanzar un plazo de 67 días. Quiere decir que, en el último año, el Grupo ha tenido una mejor gestión de su inventario, ya que de casi tres meses ha disminuido a dos meses.
- 4) Ratio como mejor conocido como Periodo Medio de Cobro, que calcula el número de días que transcurre desde que la empresa vende un producto o servicio y cobra por parte de sus clientes. El plazo de cobro de Inditex es de dos y tres días en promedio, durante los cinco años estudiados, esto es así, porque, salvo a las franquicias, las ventas de Inditex se realizan al contado. Las ventas pagadas con medio distintos al efectivo (tarjeta débito o crédito) son las únicas que tiene un “tiempo de cobro” por el plazo que le toma al operador liquidar el pago recaudado en las cuentas de la empresa.
- 5) Este indicador se define como los días que de media tarda una empresa en pagar a proveedores. Se observa que el Grupo paga a sus proveedores cada 124 días en promedio, que sería un poco más de cuatro meses. Se considera que estas cifras se podrían disminuir para que el proveedor se sienta valorado, ya que el Grupo renueva almacén completo, considerando solo el 2019, en dos meses, y el proveedor recién es pagado en dos meses después.

7.3. RATIOS ECONÓMICOS: DE RENTABILIDAD

Tabla 8: Indicadores de Rentabilidad

INDICADORES DE RENTABILIDAD		INDITEX				
		2015	2016	2017	2018	2019
15	RENTABILIDAD ECONOMICA (ROI) (EN %) RESULTADO DE EXPLOTACION /ACTIVO TOTAL	21.32%	21.14%	20.81%	19.72%	16.97%
16	RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE) (EN %) RESULTADO NETO (BDI) / PATRIMONIO NETO	25.17%	24.79%	24.94%	23.48%	24.40%
17	COBERTURA DE LA DEUDA POR INGRESO VENTAS NETAS / DEUDA TOTAL	3.54	3.39	3.78	3.73	2.10

Fuente: Elaboración propia

1) Mide la capacidad que tienen los activos para generar beneficios sin tener en cuenta como han sido financiados. Como se ve el ROI ha ido disminuyendo a consecuencia del menor aumento porcentual de las ventas, y por la disminución de la cuota de mercado de Inditex. El 2019, el Grupo, por cada 100 euros invertidos ha obtenido un beneficio de 16.97 euros menos que los años anteriores, ya que se encontraba sobre el 20%. Este descenso se debió también por la nueva normativa de arrendamientos en el activo. Sin embargo, a diferencia de su competencia, presenta mejores indicadores.

2) Es el rendimiento que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en la sociedad. En este caso, el ROE ha podido casi mantenerse en el 24%, en el 2019 por cada 100 euros se ha obtenido un rendimiento de 24.4%. Estas cifras han sido gracias también a la estabilidad del patrimonio, pero se ha visto afectado en mayor medida por el aumento de la competencia y costes. Inditex debe ir pensando en otras estrategias de costes o ir a nuevos segmentos.

3) Los ingresos deben cubrir la deuda. En este caso se interpretaría por cada dólar de deuda se tiene 2.10 de ingreso. El ratio estaba aumentando hasta el 2018, en el 2019 este disminuyó por el ascenso del pasivo de la contrapartida de la normativa de arrendamientos.

8. ESTIMACIÓN DEL VALOR MEDIANTE EL METODO DE DESCUENTO DE FLUJO DE CAJA

8.1. INTRODUCCIÓN AL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

En contexto de toda la información analizada en líneas anteriores, el presente apartado tiene como objetivo principal determinar el valor del grupo Inditex S.A. Antes de ingresar a hablar del tema propiamente dicho, es necesario responder una pregunta ¿para qué sirve una valoración?, en la siguiente cita se hará una definición.

“En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. Esta diferencia en el valor de una empresa se puede explicar mediante múltiples razones...” (Pablo Fernández. 2000 p.40)

Teniendo claro el concepto de valoración, se procederá en la elección de una metodología frente a varias existentes, para valorar una determinada empresa, es importante precisar que según el método utilizado se obtienen resultados diferentes. En la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de efectivo porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto¹⁹.

Con este método, el Grupo se encuentra en la posición de generar flujos de fondos durante los próximos años, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento. Asimismo, este método se basa en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de las partidas financieras vinculadas a la generación de los *cash flows* correspondientes de las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de personal, materia prima, gastos de ventas y administrativos, entre otras²⁰.

Un punto relevante de la valoración en el descuento de flujos de efectivo es la determinación de una tasa de descuento adecuada, que considere la rentabilidad promedio que se obtiene en proyectos de la misma naturaleza y con el mismo nivel de riesgo.

En suma, con los aspectos analizados como el entorno competitivo y el análisis económico financiero, se llevará a cabo una estimación de sus flujos de caja libre en los próximos cinco años, siguiendo todo el procedimiento requerido del mismo.

Proyecciones financieras

Como se mencionó en el apartado anterior se hará el pronóstico detallado de las partidas financieras de Inditex, como parte del desarrollo de la estimación de los flujos de caja libre, en los próximos cinco años 2020 – 2025. Cabe recalcar que no se usó una misma tasa de crecimiento para las proyecciones, debido a la coyuntura actual de la pandemia del Covid-19 y para que sea lo más realista posible.

Ventas:

Las proyecciones de las ventas se hicieron en base al análisis de Regresión Lineal. Según la definición en el blog economipedia, el análisis de regresión es una herramienta de frecuente uso en estadística que permite investigar las relaciones entre diferentes variables cuantitativas. Por ello, para un pronóstico más real y ajustado se recurrió a este modelo, debido a que se encontrara una relación matemática entre las variables X e Y.

Donde:

Eje X = Crecimiento PBI mundial

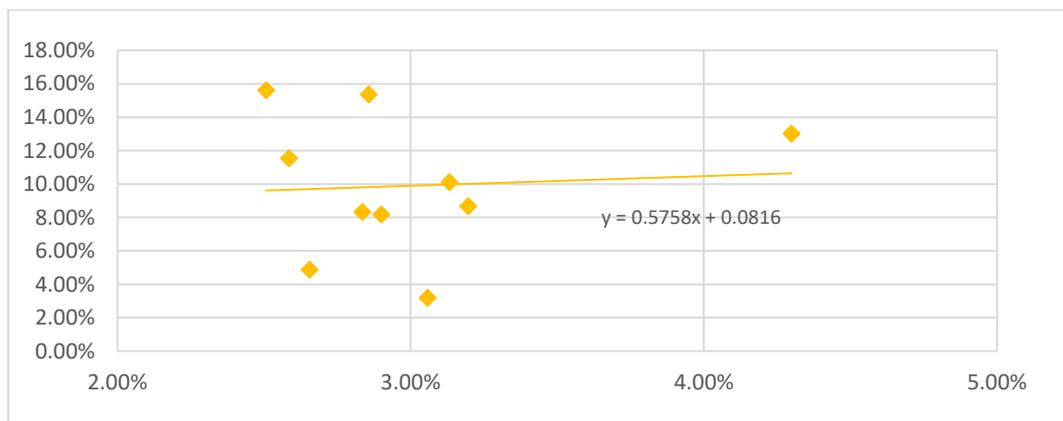
Eje Y = Crecimiento de las ventas

¹⁹ CFR: Valoración de empresas. Pablo Fernández 2000, p. 42

²⁰ CFR: Valoración de empresas. Pablo Fernández 2000, p. 42

La data histórica del crecimiento del PBI se obtuvo del Banco Mundial (BM) y del Fondo Monetario Internacional (FMI). La proyección del crecimiento del PBI para los años 2020 – 2021 se recoge del informe Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2020 del FMI, que ilustra el efecto del Covid-19 en la economía global. Para los años restantes, se utiliza la tasa de crecimiento estimada para el 2022 del documento *Global Economic Prospects* del banco mundial. Cabe señalar que estas previsiones son previa a la pandemia, debido a que se estima una rápida recuperación en forma V de acuerdo a los analistas²¹.

Figura 12: Tasa de Crecimiento de las ventas Inditex



Fuente: FMI, Banco Mundial, Inditex, elaboración propia

Con la fórmula obtenida se ha proyectado las ventas para el periodo 2020 – 2025 teniendo como resultado la siguiente proyección inicial.

Tabla 9: Proyección inicial de las ventas de 2009 – 2025

AÑO	Crecimiento PBI	Tasa de Crecimiento de las ventas	Proy. Inicial
2009	-1.68%	6.50%	€ 11,083.51
2010	4.30%	13.02%	€ 12,527.00
2011	3.13%	10.11%	€ 13,793.00
2012	2.51%	15.61%	€ 15,946.00
2013	2.66%	4.88%	€ 16,724.00
2014	2.84%	8.33%	€ 18,117.00
2015	2.86%	15.36%	€ 20,900.00
2016	2.59%	11.54%	€ 23,311.00
2017	3.20%	8.69%	€ 25,336.00
2018	3.06%	3.19%	€ 26,145.00
2019	2.90%	8.19%	€ 28,286.00
2020 (P)	-3.00%	6.43%	€ 30,105.53
2021 (P)	5.80%	11.50%	€ 33,567.55
2022 (P)	2.70%	9.71%	€ 36,828.53
2023 (P)	2.55%	9.63%	€ 40,374.48
2024 (P)	2.55%	9.63%	€ 44,261.86
2025 (P)	2.55%	9.63%	€ 48,523.52

Fuente: FMI, Banco Mundial, Inditex, elaboración propia.

²¹ Fariza, I. El País. 2020

Según la regresión inicial, las ventas del 2020 tendrían un crecimiento positivo. Este resultado, si bien es inusual era esperable debido a que en la anterior crisis económica mundial (gran recesión), las ventas globales de Inditex en 2009 crecieron un 6.5% a pesar de la caída de 1.68% del PBI mundial. Sin embargo, en aquella crisis la empresa no se vio obligada a suspender la venta presencial de tiendas como si es el caso de la actual crisis. Por ello, para reflejar este efecto en los ingresos de 2020, al proyectado inicial se le ha restado el equivalente a 2.5 meses de ventas de ese periodo. Para los siguientes periodos (2021 – 2025), se está considerado la tasa de crecimiento calculada con la regresión. Por lo que la proyección de ventas sería la siguiente.

Tabla 10: Proyección final de las ventas de 2009 – 2025

AÑO	Crecimiento PBI	Ajuste año 2020	Tasa de Crecimiento de las ventas
2009	-1.68%	€ 11,083.51	6.50%
2010	4.30%	€ 12,527.00	13.02%
2011	3.13%	€ 13,793.00	10.11%
2012	2.51%	€ 15,946.00	15.61%
2013	2.66%	€ 16,724.00	4.88%
2014	2.84%	€ 18,117.00	8.33%
2015	2.86%	€ 20,900.00	15.36%
2016	2.59%	€ 23,311.00	11.54%
2017	3.20%	€ 25,336.00	8.69%
2018	3.06%	€ 26,145.00	3.19%
2019	2.90%	€ 28,286.00	8.19%
2020 (P)	-3.00%	€ 23,833.54	-15.74%
2021 (P)	5.80%	€ 26,574.31	11.50%
2022 (P)	2.70%	€ 29,155.92	9.71%
2023 (P)	2.55%	€ 31,963.13	9.63%
2024 (P)	2.55%	€ 35,040.64	9.63%
2025 (P)	2.55%	€ 38,414.45	9.63%

Fuente: FMI, Banco Mundial, Inditex, elaboración propia.

Coste de ventas

Según el análisis vertical en la cuenta de resultados de 2015 – 2019 las variaciones siempre se mantuvieron entre el 40%-44%, por lo cual para la proyección de los próximos cinco años se ha promediado el porcentaje del coste de venta teniendo como referencia los últimos diez años.

Se ha tomado como referencia la misma proyección del coste de ventas para los demás epígrafes de los estados de resultados, salvo para algunas partidas que se detallan a continuación.

Gastos de explotación

Personal: Se ha considerado para el 2020, que el gasto sería igual al 2019, ya que Inditex anuncio que, al menos en sus operaciones en España, no habría reducción de la plantilla ni afectación en los sueldos (ERTE). Asimismo, se considera que hasta que no se levante el estado de emergencia no habrá algún impacto en este epígrafe, sino hasta después de ser levantadas las medidas de restricciones y se sienta el efecto económico y se realice el ajuste en las operaciones del Grupo.

Otros gastos de explotación:

✓ **Arrendamiento:** Al igual que el gasto de personal se espera que en el 2020 se mantenga al mismo nivel que el 2019. Mientras se está a la expectativa de la evolución de las medidas de restricción. Salvo en países donde se den cuarentenas prolongadas, no se espera cierre de tiendas por lo menos hasta el levantamiento del estado de alarma. Para los siguientes años, se ha proyectado en base al porcentaje promedio que este epígrafe representa en las ventas netas del periodo 2010 – 2019.

✓ **Otros gastos de explotación:** Se ha seguido el mismo procedimiento de proyección sobre el porcentaje de las ventas históricas, ya que algunos gastos como las comisiones cobradas por los operadores de tarjetas de crédito/debito fluctúan en relación a las ventas. Otro gasto, es el de viajes corporativos, ya que, al iniciar el estado de alarma, por las restricciones de viaje en todos los países, por lo menos para la mitad del ejercicio 2020 se presume que disminuirá.

✓ **Amortización:** Según el análisis que se hizo al 2019, la cifra de este epígrafe se triplico por la inclusión de la dotación de la amortización de arriendos, según se establece en la NIIF 16. Siguiendo esto, para el 2020, se espera que esta partida sea de la totalidad de los pasivos para arrendamiento con vencimiento menor a un año, según se detalla en la nota 15 de las cuentas anuales del 2019. Debido a que no anticipamos cierre de tiendas al menos en la primera mitad del ejercicio fiscal. Mientras dure la incertidumbre de la crisis sanitaria no se estima mayores medidas sobre el mantenimiento y la continuidad de los locales actuales, pero para el 2021, se espera que haya algún ajuste como sucede con los gastos de ventas. Según este contexto, en los años 2021 – 2025 he asumido el promedio de los ejercicios pasados.

8.2. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO (COK)

“La evaluación privada o financiera consiste en descontar los flujos de caja a una tasa de descuento que refleje el rendimiento de una alternativa de inversión similar al riesgo del proyecto o negocio” (Molina y Del Carpio. SISBIB. 2019, p.44). Para hallar la tasa de descuento más apropiada se utilizará el modelo de valoración de activos financieros CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado por William Sharpe, que permite estimar su rentabilidad esperada en función del riesgo sistemático.

“El modelo de precios The Capital Asset, casi siempre denominado CAPM, es una pieza central de la economía financiera moderna. El modelo nos da una predicción precisa de la relación que debemos observar entre el riesgo de un activo y su rendimiento esperado. Esta relación cumple dos funciones vitales. En primer lugar, proporciona una tasa de rendimiento de referencia para evaluar posibles inversiones. En segundo lugar, el modelo nos ayuda a hacer una conjetura sobre el rendimiento esperado de los activos que aún no han sido comercializados en el mercado”. (Bodie, Kane & Marcus. Investments, tenth edition. P. 291)

Según Bodie, Kane & Marcus, aunque el CAPM no soporta completamente pruebas empíricas, es ampliamente utilizado por la información que ofrece y porque su precisión se

considera aceptable para aplicaciones importantes. A continuación, se presenta la ecuación del CAPM, y se analizara cada componente del mismo.

$$CAPM (Ke) = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Según Modigliani y Miller se requiere determinar la estructura óptima de financiamiento o relación que puede establecerse entre los recursos prestados (deuda) y el capital propio (D/C).

Estructura financiera

Para calcular la estructura financiera de Inditex, es necesario hallar el peso de los recursos propios y la deuda financiera total como se muestra en la tabla 13. Esta información se ha obtenido mediante la técnica del análisis vertical que permite conocer el peso porcentual de cada partida de los estados financieros. Sin embargo, para el cálculo de las mismas, la siguiente tabla, considera solo las partidas de capital social, deuda financiera a corto y largo plazo, ya que son los epígrafes más exactos para la determinación. A continuación, se presenta la tabla en la que se expone porcentualmente el volumen de financiación propia y ajena del Grupo, así como la media de los cinco años.

Tabla 11: Estructura Financiera de Inditex 2015 – 2019

ESTRUCTURA FINANCIERA						
INDITEX	2015	2016	2017	2018	2019	Media
FONDOS PROPIOS	89.47%	59.81%	85.45%	51.37%	71.21%	71.46%
PASIVOS TOTAL	10.53%	40.19%	14.55%	48.63%	28.79%	28.54%

Fuente: Elaboración Propia; Cuentas anuales de Inditex S.A.

Obteniendo la media se corrobora que Inditex posee más del 50% de recursos propios frente a su deuda total, el cual le hace independiente a nivel financiero.

✓ Tasa libre de riesgo (Rf)

Esta tasa corresponde a una alternativa de inversión, en la que el activo está considerado libre de riesgo. Esto significa que el activo ofrezca un rendimiento seguro en un plazo determinado. En la actualidad, un ejemplo que se puede asemejar a la tasa libre de riesgo son los bonos del tesoro de Estados Unidos²² así como letras del tesoro, bonos y obligaciones del Estado.

Es necesario precisar la importancia del cálculo de esta tasa en las valoraciones. “Si se desea actualizar flujos de caja futuros, tendremos que descontar un interés, esto quiere decir que, el dinero que se cobrara en el futuro, para lo cual es necesario descontar una tasa de interés por el tiempo transcurrido” (Benjamín, C., Rankia, 2020)

²² CFR: Benjamín, C., Rankia 2018

En este caso, Inditex es una empresa con sede principal en España, con lo cual se ha considerado la Rentabilidad del bono español a 10 años a partir de la página de Investing, la tabla 12 lo especifica.

Tabla 12: Rentabilidad del Bono Español a 10 años

RENTABILIDAD DEL BONO ESPAÑOL A 10 AÑOS					
Fecha	Último	Apertura	Máximo	Mínimo	% Var
31.01.2020	0.23	0.272	0.276	0.225	-15.75%
Máximo	0.276	Mínimo	0.225	Promedio	0.23

Fuente: Investing-rentabilidad del bono español a 10 años, elaboración propia

De este modo, el valor de rentabilidad para los activos libres de riesgo que se tomará en cuenta será del 0.23%

✓ **Rendimiento de mercado (R_m)**

Según la teoría financiera de la que Sharpe participaba atribuyó a la rentabilidad dos fuentes; una fuente puramente temporal por el préstamo de capital y otra asociada al riesgo de la inversión. Esta última a su vez se divide en el riesgo intrínseco de cada activo o riesgo diversificable y el riesgo sistemático o no diversificable que afecta a todo el mercado. El riesgo sistemático se representa como el riesgo de mercado en su conjunto, generalmente representado por el índice bursátil de referencia; en el caso de España el IBEX 35.

Tabla 13: Índice Euro Stoxx 50

EURO STOXX 50	
Rendimiento de mercado de los últimos cinco años de 01/01/2015 a 31/01/2020	6.26%

Fuente: Investing – EURO STOXX 50, elaboración propia

Sin embargo, el rendimiento de mercado se corresponde al índice del EURO STOXX 50, tabla 13, teniendo en cuenta el horizonte temporal estudiado, con una frecuencia diaria desde 01/01/2015 al 31/01/2020. Esto es así, debido a que el cálculo tanto del IBEX 35 como del Índice General de Madrid presentaron rendimientos negativos, por lo cual se recurrió al índice europeo EURO STOXX 50. Adicionalmente, considero que ha sido mejor trabajar con este índice, ya que Inditex tiene el mayor porcentaje de ventas en Europa global. Asimismo, se ha considerado al 31/01/2020 por el cierre contable de 2019 y, también para evitar que el impacto de la crisis sanitaria del Covid-19 genere una distorsión en el análisis matemático. La tasa 6.26% se ha calculado en base al promedio anual de las variaciones de índice diarias.

Beta (β)

En el modelo CAPM, el parámetro Beta es el encargado de medir el nivel de riesgo sistemático de cada activo, ya que hay algunas acciones que son más estables o más volátiles que su índice de referencia²³. Según Liga de Bolsa, la regla general del Beta es la siguiente:

- $\beta = 1$ El activo tendrá igual de movimientos que los mercados de referencia.
- $\beta > 1$ Acciones agresivas, ya que reaccionaran en mayor medida a los movimientos del mercado. Es una buena opción cuando se prevé que el mercado vaya a experimentar subidas, pero si el mercado baja, la caída también será mayor.
- $\beta < 1$ Acciones defensivas, ya que reaccionaran en menor medida que el mercado, y son una buena opción en mercados inestables.
- Adicionalmente, también es posible tener acciones con beta negativa, lo que quiere decir, la acción sigue al mercado, pero actuando a la inversa; es decir, si el mercado sube, la acción bajará. Sin embargo, no es muy frecuente encontrar activos con betas negativas.

Fuente: Rubén, C., Liga de bolsa, 2018

Así, luego de la definición del Beta, se determinará su valor. Para el cálculo se ha utilizado los datos contenidos en la web del profesor *Aswath Damodaran* de la *Stern School of Business* de la *New York University*, donde divulga información para la valoración y el análisis financiero. A continuación, se mostrará en la tabla 14 con el beta del sector vestimenta (*Apparel*),

Tabla 14: Informe del Beta desapalancado del sector vestir

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta
Apparel	124	1.04	23.17%	15.77%	0.88

Fuente: Damodaran, elaboración propia

Damodaran proporciona el beta desapalancado (*Unlevered beta*), y lo que se necesita para el cálculo es la beta apalancada, es decir incluyendo la estructura financiera del Grupo, para lo cual se utilizó la siguiente fórmula.

$$\beta L = \left[\left(1 + \frac{D}{E} \right) (1 - t) \right] * \beta U$$

El resultado final se verá reflejado en el cuadro resumen, pero se precisa que no hay mucha diferencia entre ambas betas, ya que el nivel de deuda de Inditex no es una cifra significativa.

Luego de haber analizado cada una de variables del CAPM, se desarrollará el resultado final, en la siguiente tabla 15.

²³ CFR: Rubén Castillo. Blog Liga de bolsa. 2018

Tabla 15: Resumen de las variables del CAPM

INDITEX	
BETA U	0.88
EQUITY	71.46%
BEBT	28.54%
TAXES (t) ²⁴	25%
BETA L	0.92
RF	0.23%
RM	6.26%
CAPM (COK)	5.80%

Fuente: Elaboración propia

A continuación, se muestra el cálculo final de la tasa de descuento CAPM:

$$CAPM (K_e): 0.23\% + [0.97 * (6.26\% - 0.23\%)] = 6.067\%$$

8.3. FLUJO DE CAJA LIBRE DEL ACCIONISTA Y VAN

Luego de haber realizado el análisis exhaustivo de las estimaciones futuras que componen el flujo de efectivo de Inditex, se procederá con el cálculo del valor actual neto para un horizonte temporal de 5 años 2020 – 2025, como se muestra en la tabla 16. Para el efecto de la proyección, se está considerando toda la información disponible al 10 de junio de 2020.

Tabla 16: Flujo de Caja Libre del Accionista

FLUJO OPERATIVO En Millones de Euros	2020	2021	2022	2023	2024	2025
VENTAS	€ 23,882.08	€ 26,548.61	€ 29,131.71	€ 31,936.81	€ 35,011.78	€ 38,382.82
Pago a Proveedores	-€ 10,715.89	-€ 11,072.63	-€ 12,166.82	-€ 13,339.28	-€ 14,623.62	-€ 16,031.63
MARGEN BRUTO	€ 13,166.19	€ 15,475.99	€ 16,964.89	€ 18,597.53	€ 20,388.16	€ 22,351.19
Gastos de Personal	-€ 4,430.00	-€ 4,237.30	-€ 4,648.94	-€ 5,096.55	-€ 5,587.26	-€ 6,125.22
Gastos Operacionales	-€ 4,570.23	-€ 4,890.96	-€ 5,366.10	-€ 5,882.76	-€ 6,449.17	-€ 7,070.12
Impuesto sobre beneficios	-€ 1,029.58	-€ 1,147.98	-€ 1,259.50	-€ 1,380.77	-€ 1,513.71	-€ 1,659.46
FLUJO OPERATIVO	€ 3,136.37	€ 5,199.75	€ 5,690.35	€ 6,237.45	€ 6,838.01	€ 7,496.39
Inmovilizado	€ -	-€ 1,721.06	-€ 1,888.25	-€ 2,070.06	-€ 2,269.37	-€ 2,487.87
Otras Actividades de Inversión	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
FLUJO DE INVERSIONES	€ -	-€ 1,721.06	-€ 1,888.25	-€ 2,070.06	-€ 2,269.37	-€ 2,487.87
Pagos/Cobros de Interes Financieros	€ 10.05	€ 8.46	€ 6.96	€ 5.33	€ 3.55	€ 1.59
Variación de Prestamos Financieros	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Dividendos	-€ 1,090.83	-€ 2,071.20	-€ 2,272.41	-€ 2,491.20	-€ 2,731.06	-€ 2,994.01
Otros Flujos Financieros	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
FLUJO FINANCIERO	-€ 1,080.78	-€ 2,062.74	-€ 2,265.44	-€ 2,485.86	-€ 2,727.51	-€ 2,992.42
FLUJO DEL ACCIONISTA	€ 2,055.59	€ 1,415.96	€ 1,536.66	€ 1,681.53	€ 1,841.13	€ 2,016.11
Porcentaje de variación		-31.12%	8.52%	9.43%	9.49%	9.50%
Flujo a Perpetuidad, 2025 en adelante					€ 38,069.05	
COK					5.80%	
Valor Actual de la Perpetuidad					€ 28,718.39	
Valor Actual 2020	€ 2,055.59					
Valor Actual 2021 - 2025	€ 7,121.42					
Valor Actual Total	€ 37,895.40					

Fuente: Elaboración propia

²⁴ CFR: Tipo de Gravamen General, Agencia Tributaria

Como se observa en la tabla 16, se ha calculado el Valor Actual (VA), el cual ascienda a 9,705.02 millones de euros.

9. CONCLUSIONES

Respecto al análisis de la situación externa, es evidente que Inditex se enfrenta a un escenario bastante incierto producto de la crisis del Covid-19 y las medidas para afrontar la emergencia sanitaria. Si bien existe un consenso entre los especialistas tributarios sobre la continuidad del alivio fiscal, la escala de la recesión global por venir hace prever que no serán suficientes. Salvo situaciones puntuales, como la reducción de los costos de producción y distribución por la caída del precio del petróleo, en lo económico la empresa afrontará múltiples desafíos en el corto y mediano plazo.

Socialmente, si bien la tendencia del “*Forever Young*” daba un fuerte impulso al sector de la moda. El cambio de prioridades en la mente del consumidor provocado por la crisis del COVID 19 obligará a las empresas del sector (incluida Inditex) a adaptarse a una nueva realidad donde la premisa es consumir menos y mejor. Asimismo, el *e-commerce* ha recibido en la presente crisis un impulso impensado meses antes. Su naturaleza casi esencial para facilitar la distribución de bienes permitirá a las empresas con canales online mejor desarrollados una mejor posición para afrontar la crisis. En la misma línea, el desarrollo de la inteligencia artificial y el big data impulsará la eficiencia de los negocios.

La afectación ecológica y la lucha contra las falsificaciones siguen siendo los principales desafíos de la industria. Si bien aumentan los esfuerzos para reducir la huella ecológica de la industria, se evidencia aun un largo camino por recorrer. En cuanto a la defensa de la propiedad intelectual, se prevé que la disputa legal continúe.

En cuanto al microentorno, si bien se destaca el liderazgo de Inditex en el sector *low cost*, la actual gran variedad de oferta disminuye el poder de negociación, tanto en el canal presencial como en el online, donde sus principales competidores son las grandes operadoras de *e-commerce*. Sin embargo, las economías de escala que se requieren para poder dominar en el negocio de la moda limitan el ingreso de nuevos competidores. La misma escala del negocio brinda un alto poder de negociación con sus proveedores, lo que repercute en los costes y los beneficios de la empresa.

El sector de la moda juega un papel importante para la economía española, debido a su gran aportación al PIB, lo que, conjugado con el liderazgo de Inditex en el sector, convierte a la empresa en uno de los actores clave de la economía española. Ello producto de su estrategia de democratización de la moda y el sistema *fast fashion* que hicieron que el modelo de negocio prosperara enormemente.

El *e-commerce* en el sector de la moda ya presentaba un franco crecimiento antes de la crisis sanitaria. Con el impulso que ha recibido por la coyuntura actual, los grandes ganadores serán las empresas que tengan su canal online más desarrollado. En ese sentido, Inditex, con su presencia online en 202 mercados parte de una posición ventajosa. La sensibilidad de los consumidores sobre la sostenibilidad impulsa a la industria a mirar más allá del algodón orgánico y mejores condiciones laborales. Tendencias como la economía circular generan

mayor presión a las empresas para ser más eficientes en el diseño, la producción y la venta de nuevos productos para facilitar su reaprovechamiento luego del fin de su vida útil. Inditex, al igual que el resto de la industria, se encamina en esa dirección, pero aun sin resultados apreciables.

Con respecto al análisis económico financiero, Inditex presentó crecimiento orgánico, es decir las variaciones en sus cuentas anuales no han sido de fluctuaciones grandes, sino de forma gradual. El costo de ventas, los cuales se ha mantenido constantes en términos relativos durante el periodo destaca la eficiencia del modelo de negocio. Sin embargo, se ha podido evidenciar que el Grupo está perdiendo cuota de mercado, por las estrategias más agresivas en precios los competidores. Esto se ha reflejado en la ralentización del crecimiento de las ventas en los tres últimos años. Adicionalmente, la entrada en vigencia de la NIIF 16 no representa un incremento neto del total de las partidas de los gastos.

La evolución del estado de situación financiera ha sido conservador dado que los principales movimientos en las cuentas son producto del desarrollo orgánico de las operaciones. Cabe destacar la capacidad de la empresa para poder hacer frente a sus obligaciones financieras debido a la sólida posición financiera del Grupo, producto de su alta liquidez. A diferencia del estado de resultados, el estado de situación financiera se ha visto afectado por la entrada en vigencia de la NIIF 16 lo que ha llevado a reconocer activos y pasivos por más 6 mil millones de euros.

Mediante sus indicadores de solvencia, endeudamiento y liquidez se puede distinguir una característica que hace atractiva a la empresa, la solvencia económica financiera, ya que es el pilar que sostiene toda la estructura productiva, administrativa y comercial; así como la que asegura los recursos para cubrir todas las operaciones. Asimismo, es importante mencionar que las operaciones de la empresa son rentables, dado que el margen neto se mantiene casi constante en los últimos cinco años en torno al 24%.

En cuanto al flujo de caja, se evidencia que la empresa no está expuesta al riesgo crediticio debido a que, salvo a sus franquicias, todas las ventas son al contado. La valoración por flujo de caja libre del accionista muestra un valor actual de 9,705.02 millones de euros con una tasa de descuento de 5,8%.

10. BIBLIOGRAFIA

LIBROS

- ❖ *Investments*. Bodie, Kane y Marcus, tenth edition, 2014.
- ❖ *Las finanzas en las empresas multinacionales*. Eiteman, Stonehill y Moffett, decimosegunda edición, 2011.
- ❖ *Valoración de empresas, como medir y gestionar la creación de valor*. Pablo Fernández, tercera edición, 2000.
- ❖ *Contabilidad y Dirección. Valoración de empresas, bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Bresca Editorial, S.L., Barcelona, 2009.
- ❖ *Respuestas rápidas para los financieros*. Arturo Morales Castro, Pearson Education, 2002.

PÁGINAS WEB

- ❖ Caballero, D. (6 de abril de 2020). Impuestos y gasto público: como puede pagar España la factura del coronavirus. ABC Economía. Recuperado de https://www.abc.es/economia/abci-impuestos-y-gasto-publico-como-puede-pagar-espana-factura-coronavirus-202004050221_noticia.html
- ❖ Portillo, J. (15 de abril de 2020). El FMI prevé que el PIB de España caiga un 8%, igualando en un año la crisis anterior. CincoDías. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/04/14/economia/1586865124_506836.html
- ❖ La OMC prevé el desplome del comercio en 2020 y un rebote en 2021. (8 de abril de 2020) La Nueva España. Recuperado de <https://www.lne.es/economia/2020/04/08/omc-preve-desplome-comercio-2020/2622667.html>
- ❖ IPC: La caída de los carburantes y el coronavirus moderan la inflación. (30 de marzo de 2020). La Vanguardia. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/economia/20200330/48171832472/ipc-precios-inflacion-consumo-coronavirus-gasolina-carburantes.html>
- ❖ Fariza, I. (14 de abril de 2020). La economía española se desplomara un 8% este año y el paro se disparara hasta el 20,8%, según el FMI. El País. Recuperado de <https://elpais.com/economia/2020-04-14/el-fmi-preve-que-la-economia-espanola-se-desplome-un-8-este-ano-y-que-el-paro-se-dispare-hasta-el-208.html>
- ❖ Tendencias en los hábitos de consumo 2020 (1 de febrero de 2020). Escuela de Periodismo y Comunicación de Unidad Editorial. Recuperado de <https://www.escuelaunidadeditorial.es/tendencias-en-los-habitos-de-consumo-2020/>

- ❖ El COVID-19 puede impulsar la consolidación del e-commerce en España (8 de abril de 2020). IT Reseller, Tech & Consulting. Recuperado de <https://www.itreseller.es/al-dia/2020/04/el-covid19-puede-impulsar-la-consolidacion-del-ecommerce-en-espana>

- ❖ Villaécija, R. (18 de noviembre de 2019). De cómo la inteligencia artificial puede acabar con las rebajas. El Mundo. Recuperado de <https://www.elmundo.es/economia/ahorro-y-consumo/2019/11/17/5dceb47dfc6c8378498b4692.html>

- ❖ Covid-19 y el retail: el futuro del sector tras la pandemia [Blog Post] (3 de abril de 2020). CAAD Retail Design. Recuperado de <https://www.caad-design.com/covid-19-y-el-retail-el-futuro-del-sector-tras-la-pandemia>

- ❖ Castillo, R. (15 de enero de 2018). El modelo CAPM [Blog Post]. Liga de Bolsa. Recuperado de <https://ligadebolsa.com/2018/01/15/el-modelo-capm/>

- ❖ La economía circular en la industria de la moda [Entrada de un blog] (5 de diciembre de 2019). Mobiliario Comercial Maniqués (MCM). Recuperado de <https://www.mobiliariocomercialmaniques.com/blog/la-economia-circular-en-la-industria-de-la-moda/>

- ❖ Sánchez-Silva, C. (26 de abril de 2020). La moda que viene será más barata y duradera. El País. Recuperado de <https://elpais.com/economia/2020-04-25/la-moda-que-viene-sera-mas-barata-y-duradera.html>

- ❖ McFall-Johnsen, M. (28 de octubre de 2019). La industria de la moda emite carbono que los vuelos internacionales y el transporte marítimo juntos: estas son mayores consecuencias en el planeta. Business Insider. Recuperado de <https://www.businessinsider.es/impacto-moda-medio-ambiente-terrible-saber-514379>

- ❖ Juárez, C. (31 de diciembre de 2019). El año en que la moda dijo que sí a la sostenibilidad con la firma de Fashion Pact. Modaes.es. Recuperado en <https://www.modaes.es/back-stage/2019-el-ano-en-que-la-moda-dijo-si-a-la-sostenibilidad-con-la-firma-del-fashion-pact.html>

- ❖ Molina, H. y Javier del Carpio. La tasa de descuento en la evaluación de proyectos y negocios empresariales. *Sistemas de bibliotecas y biblioteca central (SISBIB). Volumen (7), pp. 42-54.* Recuperado de http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/publicaciones/indata/Vol7_n1/pdf/tasa.pdf

- ❖ Romero, I. (13 de marzo de 2020). La industria textil, ante el reto de proteger legalmente sus diseños. CincoDias. Recuperado en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/12/legal/1584011011_917649.html

- ❖ García, J. (10 de junio de 2020). Inditex registra unas pérdidas históricas de 409 millones en su primer trimestre. CincoDias. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/10/companias/1591745432_078881.html

- ❖ KANTAR (2020). Media Trends & Predictions. Recuperado de <https://kantar.turtl.co/story/media-trends-and-predictions-2020-es/page/2/2?teaser=true>

- ❖ EY (2020). Informe sector moda en España, análisis del impacto de la crisis del Covid-19. Recuperado de [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-informe-sector-moda-en-espana-covid-19/\\$FILE/ey-informe-sector-moda-en-espana-covid-19.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-informe-sector-moda-en-espana-covid-19/$FILE/ey-informe-sector-moda-en-espana-covid-19.pdf)

- ❖ Consejo Superior de Investigaciones Científicas (CSIC) (2020). Envejecimiento en red número 25. Recuperado de <http://envejecimiento.csic.es/documentos/documentos/enred-indicadoresbasicos2020.pdf>

- ❖ Sánchez, J. Análisis de regresión [Blog Post]. Economipedia. Recuperado de <https://economipedia.com/definiciones/analisis-de-regresion.html>

- ❖ Almenara, C. Modelo de valoración de activos financieros (CAPM) [Blog Post]. Economipedia. Recuperado de <https://economipedia.com/definiciones/modelo-valoracion-activos-financieros-capm.html>

- ❖ Vázquez, R. Coste de Capital (Ke) [Blog Post]. Economipedia. Recuperado de <https://economipedia.com/definiciones/coste-de-capital-ke.html>

- ❖ Castillo, B. (26 de abril de 2018) ¿Qué es la tasa libre de riesgo? ¿Cómo se calcula? [Blog Post]. Rankia. Recuperado de <https://www.rankia.cl/blog/mejores-opiniones-chile/3885455-que-tasa-libre-riesgo-como-calcula>

- ❖ Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (2019). Informe sectorial CESCE 2019 Textil. Recuperado de https://issuu.com/cesce.es/docs/informe_sectorial_cesce_2019_textil

- ❖ Ecverde (2016). La moda sostenible pretende ser limpia y circular. Recuperado de <https://economiacircularverde.com/moda-sostenible/>

- ❖ Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Recuperado de <https://www.cnmv.es/Portal/Informacion-Privilegiada/Consulta-IP.aspx>
- ❖ Investing.com. Recuperado de <https://es.investing.com/>
- ❖ Yahoo Finanzas: Bolsa de valores en directo, cotizaciones. Recuperado de <https://es.finance.yahoo.com/>
- ❖ INDITEX S.A. (2020). Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría. Recuperado de <https://www.inditex.com/documents/10279/645708/Cuentas+ESP+2019+Consolidadas.pdf/1ab72b74-42da-b1eb-a406-98d9f86fd746>
- ❖ INDITEX S.A. (2019). Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría. Recuperado de <https://www.inditex.com/documents/10279/619384/Cuentas+anuales+e+informe+de+gesti%C3%B3n+del+grupo+consolidado+2018.pdf/b69dbfa1-ab7f-0068-0c50-203703cbfeaf>
- ❖ INDITEX S.A. (2018). Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría. Recuperado de <https://www.inditex.com/documents/10279/589102/04.b.+Cuentas+anuales+e+informe+de+gesti%C3%B3n+del+grupo+consolidado+2017.pdf/3b30f613-854d-08a2-697d-7b9d6409ab8a>
- ❖ INDITEX S.A. (2017). Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría. Recuperado de <https://www.inditex.com/documents/10279/319572/Cuentas+anuales+e+informe+de+gesti%C3%B3n+del+grupo+consolidado+2016/c918c4d0-5ae2-4ec1-82fc-5fc24df2cca2>
- ❖ INDITEX S.A. (2016). Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría. Recuperado de <https://www.inditex.com/documents/10279/246747/Cuentas+consolidadas+de+Inditex+2015/8c05ab75-38fc-4433-a95a-475899975895>
- ❖ INDITEX S.A. (2015). Cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría. Recuperado de https://www.inditex.com/documents/10279/246648/Cuentas+anuales+consolidadas_2014.pdf/f2b32912-00e3-4842-9543-2cf97ab6026d

11. ANEXOS

ANEXO 1: Estado de Resultados 2015-2020 / Proyecciones 2020-2025

AÑO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
VENTAS	€ 20,900.00	€ 23,311.00	€ 25,336.00	€ 26,145.00	€ 28,286.00	€ 23,833.54	€ 26,574.31	€ 29,155.92	€ 31,963.13	€ 35,040.64	€ 38,414.45
Costo de Ventas	-€ 8,811.14	-€ 10,031.98	-€ 11,076.00	-€ 11,329.00	-€ 12,479.00	-€ 10,037.67	-€ 11,191.97	-€ 12,279.23	-€ 13,461.51	-€ 14,757.63	-€ 16,178.53
MARGEN BRUTO	€ 12,088.86	€ 13,279.02	€ 14,260.00	€ 14,816.00	€ 15,807.00	€ 13,795.87	€ 15,382.34	€ 16,876.68	€ 18,501.62	€ 20,283.01	€ 22,235.92
Gastos de Personal	-€ 3,335.25	-€ 3,642.73	-€ 3,961.00	-€ 4,136.00	-€ 4,430.00	-€ 4,430.00	-€ 4,237.30	-€ 4,648.94	-€ 5,096.55	-€ 5,587.26	-€ 6,125.22
Arrendamientos	-€ 2,087.43	-€ 2,221.04	-€ 2,358.00	-€ 2,392.00	-€ 695.00	-€ 585.60	-€ 652.94	-€ 716.37	-€ 785.35	-€ 860.96	-€ 943.86
Otros Gastos de Operación	-€ 1,969.15	-€ 2,311.81	-€ 2,625.00	-€ 2,801.00	-€ 3,051.00	-€ 2,335.63	-€ 2,604.22	-€ 2,857.21	-€ 3,132.32	-€ 3,433.90	-€ 3,764.53
Otros Beneficios	€ 1.69	-€ 19.55	-€ 38.00	-€ 30.00	-€ 33.00	-€ 7.78	-€ 8.67	-€ 9.51	-€ 10.43	-€ 11.43	-€ 12.53
MARGEN OPERATIVO	€ 4,698.72	€ 5,083.89	€ 5,278.00	€ 5,457.00	€ 7,598.00	€ 6,436.86	€ 7,879.21	€ 8,644.65	€ 9,476.98	€ 10,389.45	€ 11,389.78
Amortizaciones y depreciaciones	-€ 1,021.72	-€ 1,062.69	-€ 963.00	-€ 1,100.00	-€ 1,305.00	-€ 1,164.03	-€ 1,297.89	-€ 1,423.97	-€ 1,561.08	-€ 1,711.38	-€ 1,876.16
Amortizaciones de arrendamientos	€ -	€ -	€ -	€ -	-€ 1,521.00	-€ 1,649.00	-€ 1,633.79	-€ 1,792.51	-€ 1,965.10	-€ 2,154.31	-€ 2,361.73
RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN	€ 3,677.00	€ 4,021.20	€ 4,315.00	€ 4,357.00	€ 4,772.00	€ 3,623.83	€ 4,947.53	€ 5,428.16	€ 5,950.80	€ 6,523.76	€ 7,151.89
Resultados financieros	€ 10.07	€ 10.00	-€ 5.00	€ 17.00	-€ 152.00	€ 4.54	€ 5.06	€ 5.56	€ 6.09	€ 6.68	€ 7.32
Resultados por puesta en equivalencia	€ 55.61	€ 47.59	€ 42.00	€ 54.00	€ 61.00	€ 50.44	€ 56.24	€ 61.70	€ 67.65	€ 74.16	€ 81.30
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	€ 3,742.68	€ 4,078.79	€ 4,352.00	€ 4,428.00	€ 4,681.00	€ 3,678.81	€ 5,008.83	€ 5,495.42	€ 6,024.54	€ 6,604.60	€ 7,240.51
Impuesto sobre beneficios	-€ 860.92	-€ 917.21	-€ 979.00	-€ 980.00	-€ 1,034.00	-€ 847.85	-€ 1,154.38	-€ 1,266.52	-€ 1,388.47	-€ 1,522.15	-€ 1,668.71
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	€ 2,881.76	€ 3,161.57	€ 3,373.00	€ 3,448.00	€ 3,647.00	€ 2,830.96	€ 3,854.45	€ 4,228.90	€ 4,636.07	€ 5,082.44	€ 5,571.80

Fuente: Inditex. Elaboración: Propia

ANEXO 2: Flujo de Caja 2015-2020 / Proyecciones 2020-2025

FLUJO OPERATIVO En Millones de Euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
VENTAS	€ 20,846.89	€ 23,307.87	€ 25,338.00	€ 26,147.00	€ 28,243.00	€ 23,882.08	€ 26,548.61	€ 29,131.71	€ 31,936.81	€ 35,011.78	€ 38,382.82
Pago a Proveedores	-€ 8,635.16	-€ 9,909.78	-€ 11,106.08	-€ 11,187.00	-€ 11,797.00	-€ 10,715.89	-€ 11,072.63	-€ 12,166.82	-€ 13,339.28	-€ 14,623.62	-€ 16,031.63
MARGEN BRUTO	€ 12,211.73	€ 13,398.09	€ 14,231.92	€ 14,960.00	€ 16,446.00	€ 13,166.19	€ 15,475.99	€ 16,964.89	€ 18,597.53	€ 20,388.16	€ 22,351.19
Gastos de Personal	-€ 3,335.25	-€ 3,642.73	-€ 3,961.00	-€ 4,136.00	-€ 4,430.00	-€ 4,430.00	-€ 4,237.30	-€ 4,648.94	-€ 5,096.55	-€ 5,587.26	-€ 6,125.22
Arrendamientos Operativos	-€ 2,087.43	-€ 2,221.04	-€ 2,358.00	-€ 2,392.00	-€ 695.00	-€ 585.60	-€ 652.94	-€ 716.37	-€ 785.35	-€ 860.96	-€ 943.86
Otros Gastos de Operación	-€ 1,969.15	-€ 2,311.81	-€ 2,625.00	-€ 2,801.00	-€ 3,051.00	-€ 2,335.63	-€ 2,604.22	-€ 2,857.21	-€ 3,132.32	-€ 3,433.90	-€ 3,764.53
Pagos por Arrendamientos	€ -	€ -	€ -	€ -	-€ 1,521.00	-€ 1,649.00	-€ 1,633.79	-€ 1,792.51	-€ 1,965.10	-€ 2,154.31	-€ 2,361.73
Impuesto sobre beneficios	-€ 977.35	-€ 797.61	-€ 1,029.00	-€ 1,070.00	-€ 1,207.00	-€ 1,029.58	-€ 1,147.98	-€ 1,259.50	-€ 1,380.77	-€ 1,513.71	-€ 1,659.46
FLUJO OPERATIVO	€ 3,842.55	€ 4,424.90	€ 4,258.92	€ 4,561.00	€ 5,542.00	€ 3,136.37	€ 5,199.75	€ 5,690.35	€ 6,237.45	€ 6,838.01	€ 7,496.39
FLUJO DE INVERSIONES En Millones de Euros											
Inmovilizado Intangible	-€ 164.30	€ 173.03	-€ 183.00	-€ 230.00	-€ 238.00	€ -	-€ 161.63	-€ 177.33	-€ 194.40	-€ 213.12	-€ 233.64
Inmovilizado Material	-€ 1,353.61	-€ 1,258.52	-€ 1,430.00	-€ 1,010.00	-€ 874.00	€ -	-€ 1,559.43	-€ 1,710.92	-€ 1,875.65	-€ 2,056.25	-€ 2,254.23
Otras Actividades de Inversión	-€ 897.77	-€ 964.75	€ 559.00	-€ 413.00	-€ 1,264.00	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
FLUJO DE INVERSIONES	-€ 2,415.68	-€ 2,050.23	-€ 1,054.00	-€ 1,653.00	-€ 2,376.00	€ -	-€ 1,721.06	-€ 1,888.25	-€ 2,070.06	-€ 2,269.37	-€ 2,487.87
FLUJO FINANCIERO En Millones de Euros											
Pago de Intereses Financieros	-€ 12.07	-€ 7.64	-€ 10.00	-€ 15.00	-€ 14.00	-€ 13.82	-€ 15.41	-€ 16.91	-€ 18.54	-€ 20.32	-€ 22.28
Cobro por Intereses Financieros	€ 23.26	€ 21.49	€ 26.00	€ 29.00	€ 31.00	€ 23.87	€ 23.87	€ 23.87	€ 23.87	€ 23.87	€ 23.87
Var% Prestamos	€ 1.98	€ 53.01	-€ 47.00	€ 75.00	-€ 52.00	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Dividendos	-€ 1,625.95	-€ 1,871.46	-€ 2,127.00	-€ 2,335.00	-€ 2,741.00	-€ 1,090.83	-€ 2,071.20	-€ 2,272.41	-€ 2,491.20	-€ 2,731.06	-€ 2,994.01
Otros Flujos	€ -	-€ 34.61	-€ 12.00	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
FLUJO FINANCIERO	-€ 1,612.79	-€ 1,804.59	-€ 2,158.00	-€ 2,246.00	-€ 2,776.00	-€ 1,080.78	-€ 2,062.74	-€ 2,265.44	-€ 2,485.86	-€ 2,727.51	-€ 2,992.42
FLUJO DEL ACCIONISTA	-€ 185.91	€ 570.08	€ 1,046.92	€ 662.00	€ 390.00	€ 2,055.59	€ 1,415.96	€ 1,536.66	€ 1,681.53	€ 1,841.13	€ 2,016.11

Fuente: Inditex. Elaboración propia