

Inditex sigue siendo el líder indiscutible

Inditex, trimestre tras trimestre, sigue demostrando que es una empresa excelente.

Voy destacar los puntos positivos y negativos que veo en sus últimos resultados presentados, los correspondientes al primer semestre de 2011. Antes que nada decir que han sido sin duda espectaculares, o por lo menos es lo que me parecen.

Puntos positivos:

- **Continúa creciendo en ventas** pero no sólo por nuevas aperturas, las cuales también son válidas. **Sus ventas comparables (LfL)**, aquellas que proceden de tiendas que no son nuevas, es decir, aquellas que llevan por lo menos abiertas un año, **han crecido en el primer semestre del año un 6%**. Este dato es fundamental y para mí impresionante dada la crisis que vivimos. Seguir creciendo en ventas en tiendas ya instaladas es sin duda un privilegio que pocas empresas tienen. Pero es que si vemos lo que han crecido **las ventas comparables (LfL) en el 2º trimestre**, la cifra es todavía más alta. Aunque la empresa no da estos datos, podemos estimar que al haber crecido las ventas comparables en el 1T11 un 3,1%, si en el primer semestre del año el aumento es del 6%, el crecimiento de las ventas comparables en el segundo trimestre estaría rondando el **8,5%**. Una barbaridad. Por terminar con las ventas, **la cifra total** (todas las tiendas en conjunto) registró un **crecimiento del 12%** respecto a las publicadas en el mismo periodo de 2010.
- **Crece en EBITDA y en Beneficio Neto** de manera relevante (**9% y 14%** respectivamente).
- **Mantiene un estricto control de costes.**
- **Alto potencial de crecimiento en el comercio electrónico** al tener ya todas sus marcas operativas para vender a través de internet. Zara

empezó el 7 de septiembre en EEUU y prevé para el 20 de octubre hacerlo en Japón.

- **Mantiene una fortaleza financiera envidiable.** Su deuda neta es negativa, es decir que su caja es superior a las deudas que tiene con entidades financieras. Pero es que es muy superior. Lo es en **2.895 millones de euros**. A pesar de que muchos pensaban o piensan que tener tanta caja es poco eficiente, para mí es un seguro de vida y un colchón más que bueno para capear el temporal económico que vivimos. Tener en tu “caja” casi 2.900 millones de euros y encima ser una empresa que crece en ventas, sitúa a Inditex en una posición privilegiada y muy buena para mantener su liderazgo y poder así pasar por la crisis sin apenas sustos de ningún tipo.
- **Sigue invirtiendo** sin inmutarse debido básicamente a lo comentado en el punto anterior. Para 2011 se estima que la inversión ordinaria sea de 800 millones de euros.
- **La exposición a España sigue reduciéndose.** La distribución de ventas reduce el peso de España, pasando del 28% que tenía en el 1S10 al 26% registrando en el 1S11. Europa (sin España) y América siguen con un % similar (45% y 12% respectivamente). Donde crece su exposición es en Asia, pasando del 15% al 17% en el 1S11.
- El **flujo de caja libre** generado por el grupo sigue soportando perfectamente tanto la **inversión** esperada como el pago de **dividendos** comprometido. Para 2011 se esperar que la variación de caja, realizada la inversión y pagados los dividendos, esté por los 1.000 millones de euros. Un lujo.

Puntos negativos:

- **Los márgenes caen un poco.** Tanto el margen bruto (58,4% vs 59,4%) como el EBITDA (20,3% vs 20,9%) caen algo respecto a los del 1S10. De todas formas no es preocupante ya que lejos de alarmar, mantener el margen bruto superior al 58% y el EBITDA por encima del 20% dice mucho de la compañía y del control de costes que continúa registrando. Pero no cabe duda que una caída de márgenes, aunque

esté justificada y muestre unos márgenes excepcionales, no es una buena noticia.

- **Los ratios a los cotiza Inditex son altos** lo cual dejan poco recorrido a la acción. Aunque todos queremos estar en compañías excelentes y además poder comprar sus acciones a precios bajos o “baratos” para poder aprovecharnos de una fuerte subida del precio, la acción de Inditex hoy cotiza con una “prima” importante respecto a otras acciones. Para mí está justificada dicha prima y dichos ratios, pero si queremos comprar hoy acciones de Inditex, también tenemos que tener claro que no podremos esperar una revalorización de su acción espectacular. Es decir, el “margen de maniobra” no es que sea alto.
- **Dificultad para mantener el crecimiento** registrado en los últimos años dado su tamaño. Para este tipo de gigantes cada vez es más complicado mantener crecimientos de doble dígito como los que está acostumbrado a presentar Inditex. El rigor en la toma de decisiones del equipo directivo y su flexibilidad serán fundamentales para demostrar si pueden mantener ese crecimiento o no.

Valoración de la compañía:

Para realizar una **estimación aproximada** de lo que puede presentar Inditex a final de año, voy a intentar conocer la proporción que suponen los resultados del primer semestre sobre el total anual tomando los resultados de 2010. Con ello intentaré tener una referencia de las **Ventas, EBITDA y Beneficio Neto** que podrá tener Inditex en **2011**. De todas formas, esto sólo es una aproximación simple la cual habría que ajustarla con otros factores como ver si el ritmo de aperturas de nuevas tiendas será mayor o menor al del año pasado, si la evolución de los precios de las materias primas van a perjudicar o beneficiar al grupo, etc.

Observamos que las ventas del primer semestre en 2010 significaron el 44% de las ventas totales. O lo que es lo mismo, si multiplicamos las ventas del primer semestre por 2,27 nos salen las ventas anuales. En cuanto al EBITDA, el del 1S10 es el 39% del total anual (EBITDA Anual= 2,56 veces EBITDA

Madrid, 04 de octubre de 2011

semestral). El beneficio en el 1S10 fue el 36% del anual (B° Neto anual = 2,76 veces el B° Neto semestral). Esto tiene su coherencia (primer semestre menor del 50% del total) ya que las **ventas del tercer y cuarto trimestre** son ventas de prendas de la colección “Otoño / Invierno”, con precios más elevados y que lo normal es que **aportan más al resultado final del año**.

	2010	1S2010	% anual	n° veces
Ventas	12.527	5.525	44%	2,27
EBITDA	2.966	1.157	39%	2,56
B° Neto	1.732	628	36%	2,76

Tomando por tanto que 2011 acabe con las mismas proporciones, las cifras de Ventas, EBITDA y B° Neto de 2011 que tendríamos serían las siguientes:

	2011	1S2011	% anual
Ventas	14.078	6.209	44%
EBITDA	3.233	1.261	39%
B° Neto	1.977	717	36%

De todas formas, yo voy a tomar unas previsiones algo más conservadoras para 2011 con unas **ventas de 13.000 millones**, un **EBITDA de 3.000 millones** y un **B° Neto de 1.800 millones de euros**.

Con estos números voy a calcular el **Valor Empresa de Inditex** y los ratios **VE / EBITDA** y el **PER** esperados para 2011.

Tomando el precio de la acción en **60,92 euros** (cierre del 4 de octubre), Inditex tendría una **capitalización de 38.000 millones de euros** aproximadamente. Restando la caja neta que tiene, el **Valor Empresa de Inditex es algo superior a 35.000 millones de euros**. Por tanto, con un **EBITDA esperado para 2011 de 3.000 millones** (muy conservador), el **VE / EBITDA 11e** sería de **11,7 veces** (un ratio alto). Y el **PER 11e** es de **21 veces**.

Inditex	
	2011e
Precio acción	60,92 €
Nº Acciones (mill.)	623,1
Capitalización (mill.)	37.959 €
Deuda Neta (mill.)	- 2.800 €
Valor Empresa "VE" (mill.)	35.159 €
EBITDA 2011e (mill.)	3.000 €
Bº Neto 2011e	1.800 €
VE 2011e / EBITDA	11,72
PER 2011e	21,09

Por lo tanto, vemos que Inditex cotiza a unos múltiplos altos que no dejan mucho recorrido a la acción. Es decir, para mí Inditex es una empresa excelente pero que no es un chollo a los precios a los que hoy cotiza. Tampoco digo que esté cara porque en este tipo de empresas decir que la acción cotiza a precios “caros” es difícil.

Por lo tanto, el dilema es intentar conocer un “precio justo” para Inditex y decidir qué es lo que mejor podemos hacer: comprar, mantener o vender.

Para esto he calculado una tabla en la que pongo distintos EBITDAs para 2011 y varios múltiplos VE / EBITDA (desde 9 veces a 14 veces). Dadas las características de Inditex y lo que creo que puede presentar a finales de 2011, yo situaría la valoración (precio acción) en el recuadro inferior derecho de la tabla.

	3.000	3.100	3.200	3.300
9	48	49	51	52
10	53	54	56	57
11	57	59	61	63
12	62	64	66	68
13	67	69	71	73
14	72	74	76	79

Por tanto, yo justificaría unos múltiplos de entre 11 y 13 veces el EBITDA esperado para 2011. Además el EBITDA creo que podrá situarse sin problemas entre los 3.200 y 3.300 millones de euros. Por tanto, me sale que la cotización de la acción dadas estas condiciones se situaría en un rango que va desde los 61 euros a los 73 euros. Esto no lo debemos tomar como cifras estáticas y cifras a las que compraría o vendería Inditex. Son una referencia para tomar decisiones. Es decir, que aunque Inditex cotizara por el entorno de 70 euros, yo en principio no vendería. Vendería si la cotización se alejara mucho de estas cifras. Es decir, si la acción la viera por 90 euros por ejemplo, sí que vendería hoy las acciones. Por el otro lado, tampoco digo que comprar a 60 euros sea un chollo ni mucho menos. Lo mismo digo, si por ejemplo viéramos hoy a Inditex cotizando por debajo de 50 euros, ahí sí que podría ser un precio relativamente atractivo para comprar.

Lo dicho, son precios para tenerlos como referencia.