



Inditex brilla de nuevo con sus resultados de 2011

Ya tenemos los resultados correspondientes a 2011 de Inditex (año fiscal del 1 de febrero de 2011 al 31 de enero de 2012). De nuevo, la compañía presenta unas cifras muy buenas. Dada la época que vivimos, presentar un crecimiento en sus ventas del 10% es envidiable. Sobre todo cuando las ventas comparables (tiendas abiertas durante los dos últimos años completos) han crecido también un 4%, con lo difícil que es a día de hoy que una tienda aumente las ventas del año anterior.

De los resultados de 2011 destaco los siguientes puntos:

- Ventas: 13.793 millones de euros (+10% vs 2012)
- Ventas comparables crecen un 4% (vs 2010).
- España reduce su % sobre las ventas totales. Pasa del 28% al 25% del total, en beneficio de Asia ("Asia y Resto") que pasa del 15% al 18%. Europa (sin España) y América mantienen la proporción del 45% y del 12% respectivamente.
- Todas las cadenas del grupo registraron aumentos en sus ventas, con subidas del 10% para Zara, del 13% para Massimo Dutti, y del 12% para Stradivarius y Pull & Bear.
- 483 aperturas netas de tiendas (total 5.527 tiendas)
- Nuevo mercados: Australia, Sudáfrica, Taiwán, Azerbaiyán y Perú.
- Presente en 82 mercados
- Margen bruto: 8.180 millones € (+10%), representa el 59,31% de las ventas (vs 59,25% en 2010)
- EBITDA: 3.258 millones € (10%). Margen EBITDA: 23,6% (vs 23,7% en 2010)
- Beneficio Neto: 1.932 millones € (+12%), representa un margen sobre ventas del 14% (vs 13,8% en 2010). Beneficio por acción de 3,10 euros.
- Sigue sin deuda y la caja neta, 3.465 millones €, se mantiene en los mismos niveles de 2010 (3.427 millones €).



- Inversión ordinaria: 864 millones € (apertura 483 tiendas). Inversión extraordinaria: 485 millones € (adquisición tiendas 5ª Avenida, Nueva York, 11 Corso Vittorio Emanuele, Milán, y varias franquicias)
- El pago de dividendos durante el año (correspondiente a 2010) ha sido de 997 millones de euros.
- Dividendo 2011: 1,80 euros por acción (+12,5%)
- 109.512 empleados (+9.374 empleados vs 2010)

Previsiones para 2012 presentadas:

- Apertura entre 485 - 520 tiendas.
- Zara y Zara Home inician la venta por internet en Polonia
- Zara estima lanzar la venta por internet en China en la temporada otoño-invierno.
- Las ventas en tienda a tipos de cambio constantes, han aumentado un 11% en el periodo desde el 1 de febrero al 14 de marzo de 2012.
- 950 millones de euros de inversión

Pocos “peros” se le pueden poner a estos resultados. Por decir alguno es que no presenta cifras de ventas online. Las echo un poco en falta para ver cómo va funcionando este nuevo canal de ventas de Inditex. Otro “pero” podría ser la dificultad que puede encontrarse Inditex para mantener este crecimiento en ventas y beneficios. Pero con Asia como motor de su crecimiento y con internet (a falta de datos) como segunda fortaleza para mantener el ritmo de los últimos años, pienso que no va a ser muy complicado que Inditex mantenga un 10% de crecimiento en ventas y beneficios por lo menos durante un par de años más. Además es que con 950 millones previstos en 2012 para destinarlos a inversión en su crecimiento (apertura tiendas, etc), creo que podemos seguir afirmando que el crecimiento está “asegurado” (con lo difícil que es decir esto). Finalmente, para los que quieran comprar acciones de la compañía, parece que llegan un poco tarde. Cotiza a unos múltiplos altos. Lo que ocurre es que lleva varios años cotizando a unos múltiplos (PER, EV / EBITDA) elevados y no para de subir su valor en Bolsa. A día de hoy está por encima de los 72 euros por acción y recomendar comprar es difícil a estos precios. De todas formas, sigo pensando que aunque cotice con un



“prima”, es decir, a múltiplos altos, la acción de Inditex seguirá haciéndolo durante varios años y que si mantiene el crecimiento en ventas y beneficios, el valor en Bolsa seguirá siendo mayor al que hoy marca la cotización en el mercado.

Valoración de Inditex

La estabilidad de las cuentas de Inditex y por tanto de su crecimiento, dan mayor certidumbre a las previsiones tomadas sobre la compañía y en definitiva al análisis y valoración. Lo difícil es saber qué es lo que va a hacer la acción en Bolsa y si los múltiplos se van a seguir respetando o no.

En mi último análisis, quise ser un poco más conservador y estimé tras los resultados del primer semestre de 2011 unas ventas para todo el año de 13.000 millones de euros (vs 13.793 mill. presentadas ahora por la compañía), un EBITDA de 3.000 millones € (vs 3.258 mill.) y un Beneficio Neto de 1.800 millones € (vs 1.932 millones). El VE / EBITDA que me salía con la acción a 60,92 euros era de 11,7 veces. Y el PER me salía 21 veces. Sin duda unos ratios altos pero como decía se podían llegar a justificar. Desde octubre del año pasado que publicara el análisis hasta hoy, la acción ha pasado de los 60,92 euros a cotizar por encima de los 72 euros (+18%).

Ahora toca hacer las previsiones del 2012. Mis estimaciones serán que de nuevo va a crecer en ventas, EBITDA y en Beneficio Neto en torno al 10%:

- Ventas 2012e: 15.172 millones €
- EBITDA 2012e: 3.583 millones €
- Bº Neto 2012e: 2.152 millones €

Haciendo de nuevo un análisis de sensibilidad, poniendo varios EBITDAs que puede conseguir en 2012 la compañía y varios múltiplos para el ratio VE / EBITDA (desde 9x a 14x), la cotización de Inditex, dadas sus características, pienso que sería razonable que estuviera en el rango que marca el recuadro marcado en la tabla. Es decir, que entre 67 y 81 euros creo que podríamos decir que estaría un precio más o menos justo. Todo lo que sea apartarse mucho de esta cotización creo



que serían muy buenas señales de compra o de venta, dependiendo de si baja mucho de 67 euros o si sube bastante por encima de los 81 euros respectivamente.

	3.400	3.500	3.600	3.700
9	55	56	58	59
10	60	62	63	65
11	66	67	69	71
12	71	73	75	77
13	76	79	81	83
14	82	84	86	89

Por lo que sí que daría una recomendación de compra por ejemplo en los 60 euros por acción. Por el otro lado, yo vendería mis acciones si dentro de pocas semanas viera la cotización por el entorno de los 90 euros ya que ahí sí que creo que la cotización estaría descontando mucho y por tanto, vendería ese “descuento” de beneficios a día de hoy. Otro caso es ir esperando y encontrarme con la acción de Inditex dentro de dos o tres años a 90 euros pero con unas previsiones de crecimiento como las de hoy (un 10% en ventas y beneficios). En ese momento, los 90 euros puede que no sea un precio de venta. Por este motivo, los precios objetivos deben ir moviéndose con la evolución de la empresa. Si van confirmando sus previsiones de ventas y beneficios y no se dispara mucho de un rango aceptable de precios, la compañía irá subiendo su precio objetivo todos los años.

Por último, voy a poner los ratios de 2011 y de 2012e que marca a día de hoy (21 de marzo) la cotización de Inditex:

Inditex			
	2011	2012e	
Precio acción (21/3/12)	72,20 €	72,20 €	
Nº Acciones (mill.)	623,2	623,2	
Capitalización (mill.)	44.995 €	44.995 €	
Deuda Neta (mill.)	- 3.465 €	- 3.465 €	
Valor Empresa "VE" (mill.)	41.530 €	41.530 €	
EBITDA (mill.)	3.258 €	3.583 €	
BºNeto (mill.)	1.932 €	2.152 €	
VE / EBITDA	12,75	11,59	
PER	23,29	20,91	

Vemos que con la acción en 72,20 euros, el Valor Empresa / EBITDA en 2011 sale de 12,75 veces y en 2012e sale de 11,59 veces. El PER 2011 es de 23x y el PER



2012e es de 21x. Ratios altos que podrían justificarse por las características de Inditex y por las buenas previsiones que tiene a futuro la compañía. No descartaría como he puesto en el análisis de sensibilidad, ver este año a la acción cerca de los 80 euros (+10% sobre los 72,2 euros), pero no creo que mucho más. Si por lo que sea llegara a los 90 euros, pienso que vender las acciones que tengo compradas sería una decisión muy acertada al vender un descuento de beneficios y por tanto vender una valoración de Inditex muy elevada. La empresa podrá seguir creciendo y ser una gran empresa, pero para mí, para que los 90 euros fuera una valoración razonable tendríamos que ver un EBITDA de por los menos 4.300 millones de euros, lo cual podría ser pero con las cuentas de 2014, es decir dentro de 3 años. Mucho tiempo a esperar si me lo pagaran a día de hoy.

En definitiva, pienso que Inditex es una empresa excelente, que lleva una evolución fantástica en ventas y beneficios, que tiene una posición financiera envidiable (con más de 3.400 millones de euros de caja neta) pero que no es un chollo a los precios a los que hoy cotiza en Bolsa. Tampoco digo que esté cara porque en este tipo de empresas decir que la acción cotiza a precios “caros” es difícil. Como he comentado antes, un rango de precios en los que creo que sería “razonable” ver a la acción de Inditex durante este 2012, sería entre 67 y 81 euros. Pero no los asemejo a precios de compra y de venta. Sí que diría que un precio de compra podrían ser los 60 euros y uno de venta los 90 euros. Difícil ver estos precios, pero si fuera fácil ver en Bolsa precios claros de compra o de venta, lo de forrarse sería también bastante fácil. Y no lo es. Más bien es “casi” imposible (por no decir imposible).

Links de interés:

Inditex sigue siendo el líder indiscutible (análisis octubre 2011): <http://juanst.com/wp-content/uploads/2011/10/Inditex-sigue-siendo-el-l%C3%ADder-indiscutible-oct-2011.pdf>

Resultados trimestrales Inditex:

http://www.inditex.es/es/accionistas_e_inversores/relacion_con_inversores/resultados_trimestrales

Resultados 2011 Inditex:

http://www.inditex.es/es/descargas/resanual_11.pdf