

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Elsa Francisco Machado

Equity Research Report – Inditex Group

Equity Research Report – Inditex Group

Elsa Francisco Machado

UMinho | 2024

julho de 2024



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Elsa Francisco Machado

Equity Research Report – Inditex Group

Projeto de Mestrado
Mestrado em Finanças

Trabalho efetuado sob a orientação do
Professor Gilberto Loureiro

Julho de 2024

DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.

Licença concedida aos utilizadores deste trabalho



Atribuição Não Comercial Sem Derivações

CC BY-NC-ND

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Agradecimentos

O meu primeiro agradecimento é dedicado ao meu orientador, o Professor Doutor Gilberto Loureiro, pela orientação paciente, ajuda consistente e conselhos sábios ao longo de toda a elaboração do Projeto. Graças à sua ajuda, foi possível acabar esta investigação com uma maior dose de sabedoria e experiência.

Em segundo lugar, queria agradecer as amigadas que estiveram ao meu lado durante esta fase, que me apoiaram nos momentos menos bons e menos sucedidos, através de soluções práticas e palavras aconchegantes. O companheirismo, encorajamento e momentos de descontração foram louváveis para continuar nesta caminhada.

Por último, a minha maior gratidão é dedicada à minha família, pelo suporte incondicional desde sempre. Sem ela, nunca seria possível ter feito este percurso. Foram o pilar da minha jornada académica por acreditarem sempre nas minhas capacidades e por lutarem comigo desde o início. A eles, devo-lhes um agradecimento especial.

Declaração de Integridade

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.

Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

Statement of integrity

I hereby declare having conducted this academic work with integrity. I confirm that I have not used plagiarism or any form of undue use of information or falsification of results along the process leading to its elaboration.

I further declare that I have fully acknowledged the Code of Ethical Conduct of the University of Minho.

Declaração de Responsabilidade

Este Relatório de Equity Research foi preparado apenas para fins académicos por Elsa Francisco Machado, uma estudante do Mestrado em Finanças na Universidade do Minho. O relatório foi supervisionado por um membro do corpo docente agindo meramente como mentor académico. Nem o autor deste relatório nem o supervisor são consultores de investimentos certificados. Este relatório deve ser lido como um exercício académico puro de um estudante de mestrado. As informações usadas para produzir este relatório são genericamente acessíveis ao público a partir de diferentes fontes e acredita-se serem confiáveis pelo estudante. O estudante é o único responsável pelas informações utilizadas neste relatório, bem como pelas estimativas e previsões, aplicação de métodos de avaliação e opiniões expressas. A Universidade do Minho e seus membros do corpo docente não têm uma posição única nem formal sobre esses assuntos e não assumem responsabilidade por quaisquer consequências do uso deste relatório.

Declaration of Responsibility

This Equity Research Report was prepared for academic purposes only by Elsa Francisco Machado, a student of the Master in Finance at the University of Minho. The report was supervised by a faculty member acting merely as an academic mentor. Neither the author of this report nor the supervisor are certified investment advisors. This report should be read as a pure academic exercise of a master student. The information used to produce this report is generically available to the public from different sources and believed to be reliable by the student. The student is the sole responsible for the information used in this report, as well as the estimates and forecasts, application of valuation methods, and views expressed. The University of Minho and its faculty members have no unique nor formal position on those matters and do not take responsibility for any consequences of the use of this report.

Resumo

Este relatório consiste na descrição do processo de avaliação que foi realizado com o objetivo de estimar o preço por ação do Grupo Inditex no final do ano de 2024, com o resultado de 45,15€.

A escolha desta empresa deve-se ao facto de ter registado um crescimento significativo ao longo dos anos e principalmente ao interesse que proporciona relativamente à sua adaptação à sociedade atual e às crescentes preocupações ambientais e sociais que têm vindo a surgir.

O relatório inicia-se com uma breve introdução à empresa e com o sumário do projeto de investimento, onde será apresentado a proposta de investimento e os fundamentos que a sustentam, através do fornecimento de algumas informações básicas de forma a ter uma visão geral da mesma. Segue-se a descrição da empresa e do seu negócio, referindo os principais segmentos em que a empresa atua e os principais condutores de receitas e custos.

Após ter uma ampla perspetiva sobre a empresa, é feita uma descrição da indústria onde esta opera, assim como uma breve referência aos fatores económicos que a afetam. Além disso, é apresentado o posicionamento da Inditex no mercado e a sua posição competitiva face aos seus inúmeros concorrentes, através de uma análise SWOT e das 5 Forças de Porter. Para finalizar esta parte, são mencionadas as políticas ESG que o Grupo Inditex apresenta e tenciona expandir no seu futuro.

Numa segunda parte do relatório, é feita a apresentação dos métodos e modelos de avaliação que foram utilizados, assim como uma análise financeira da empresa, apresentando métricas, rácios e valores financeiros que justificarão a avaliação.

O relatório termina com menção aos riscos de investimento, onde são revelados os principais riscos associados à empresa, e com uma análise de sensibilidade do preço das ações a algumas variáveis dependentes desses riscos.

Palavras-chave: Avaliação Relativa, Equity Research, Inditex, Modelo DCF, Preço-alvo.

Abstract

This report consists of the description of the evaluation process conducted to estimate the per-share price of the Inditex Group at the end of the year 2024, resulting in €45.15.

The choice of this company is due to its significant growth over the years and especially the interest it generates regarding its adaptation to current societal concerns and the increasing environmental and social issues that have arisen. The report begins with a brief introduction to the company and with a summary of the investment project, presenting the investment proposal and the underlying fundamentals and providing some basic information to give an overall view. This is followed by a description of the company and its business, highlighting the main segments in which the company operates and the primary drivers of revenues and costs.

After a broad overview of the company, a description of the industry in which it operates is provided, along with a brief reference to the economic factors affecting it. Additionally, the report presents the positioning of Inditex in the market and its competitive position compared to numerous competitors, using a SWOT and Porter's 5 Forces analysis. To conclude this part, the ESG policies that Inditex Group has introduced and intends to expand in the future will be mentioned.

The second part of the report presents the valuation methods and models used, as well as a financial analysis of the company, presenting metrics, ratios, and financial figures to justify the valuation.

Finally, the report concludes with a mention of investment risks, revealing the main risks associated with the company, and a sensitivity analysis of the share price to some variables dependent on these risks.

Keywords: DCF Model, Equity Research, Inditex, Relative Valuation, Target Price.

Conteúdo

1.	Sumário de investimento	1
2.	Descrição do negócio	3
3.	Descrição da indústria e posição competitiva	4
3.1	Visão geral da indústria	4
3.2	Posição competitiva	6
4.	ESG	7
4.1	Ambiente social	8
4.2	Sustentabilidade	9
4.3	Governança	10
5.	Análise Financeira	11
5.1	Rentabilidade	11
5.2	Património	13
5.3	Rácios	14
6.	Avaliação	16
6.1	Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF)	16
6.1.1	Custo Médio Ponderado do Capital - WACC	16
6.2	Avaliação Relativa	19
7.	Riscos de investimento	21
7.1	Riscos Financeiros - RF	21
7.1.1	Risco Cambial (RF1)	21
7.1.2	Risco De Juros (RF2)	21
7.1.3	Risco De Crédito (RF3)	21
7.1.4	Risco De Liquidez (RF4)	21
7.2	Riscos Económicos - RE	22
7.2.1	Risco Do País (RE1)	22
7.3	Riscos Operacionais - RO	22
7.3.1	Risco De Matéria-Prima (RO1)	22
8.	Análise de sensibilidade	22
9.	Referências	26
	Artigos	26

Base de Dados	27
Livros	27
Relatórios	27
10. Apêndices	29
Relatórios financeiros e pressupostos.....	29
Processos de avaliação financeira	34
Processo de avaliação relativa.....	36
Indústria e evolução macroeconómica.....	37

Índice de Tabelas

Tabela 1: Informação básica sobre a Inditex. Fonte: Relatório anual e autor.....	1
Tabela 2: Número de lojas e vendas líquidas por segmento. Fonte: Relatório Anual	3
Tabela 3: Classificação de ESG, geral e individual. Fonte: Refinitiv Eikon.....	7
Tabela 4: Classificações por pontos e peso de cada segmento. Fonte: Refinitiv Eikon	7
Tabela 5: Componentes do segmento social. Fonte: Refinitiv Eikon.....	8
Tabela 6: Classificação das componentes da sustentabilidade. Fonte: Refinitiv Eikon	9
Tabela 7: Classificação das componentes da governação. Fonte: Refinitiv Eikon	10
Tabela 8: Classificação das controvérsias. Fonte: Refinitiv Eikon	11
Tabela 9: Previsão das taxas de crescimento das receitas, por região. Fonte: Autor	11
Tabela 10: Evolução das margens. Fonte: Autor	14
Tabela 11: Cálculo do custo do capital próprio. Fonte: Autor	16
Tabela 12: Cálculo do prémio de risco por região. Fonte: Autor	17
Tabela 13: Vendas por região, total e peso. Fonte: Autor	17
Tabela 14: Cálculo do Beta. Fonte: Autor	17
Tabela 15: Cálculo do custo da dívida. Fonte: Autor	18
Tabela 16: Cálculo do WACC. Fonte: Autor.....	18
Tabela 17: Cálculo do valor terminal. Fonte: Autor	18
Tabela 18: Cálculo do preço final por ação. Fonte: Autor	19
Tabela 19: Taxas de variação dos resultados da avaliação relativa com o preço final de 2023. Fonte: Autor ..	20
Tabela 20: Taxas de variação dos resultados da avaliação relativa com o preço final de 2024. Fonte: Autor ..	20
Tabela 21: Análise de sensibilidade ao WACC e taxa de crescimento perpétua. Fonte: Autor	23

Tabela 22: Tabela resumo dos cenários de variação do WACC e taxa de crescimento perpétuo. Fonte: Autor	23
Tabela 23: Análise de sensibilidade ao WACC e margem EBIT. Fonte: Autor	23
Tabela 24: Tabela resumo dos cenários de variação do WACC e margem EBIT. Fonte: Autor	23
Tabela 25: Análise de sensibilidade ao WACC e taxa de crescimento das receitas. Fonte: Autor	24
Tabela 26: Variação no preço final com variação do WACC e taxa de crescimento das receitas. Fonte: Autor	24
Tabela 27: Impacto da variação percentual unitária das variáveis no preço das ações. Fonte: Autor	24
Tabela 28: Demonstração dos resultados - histórico. Fonte: Relatórios anuais da Inditex	29
Tabela 29: Demonstração dos resultados - previsão. Fonte: Autor	29
Tabela 30: Balanço patrimonial - histórico. Fonte: Relatórios anuais	30
Tabela 31: Balanço patrimonial - previsão. Fonte: Autor	31
Tabela 32: Demonstração dos fluxos de caixa - histórico. Fonte: Relatórios anuais	32
Tabela 33: Demonstração dos fluxos de caixa - previsão. Fonte: Autor	32
Tabela 34: Pressupostos das componentes da demonstração dos resultados. Fonte: Autor	33
Tabela 35: Pressupostos das componentes de balanço patrimonial. Fonte: Autor	33
Tabela 36: Pressupostos das componentes da demonstração dos fluxos de caixa. Fonte: Autor	33
Tabela 37: Previsão da estrutura de custos da Inditex. Fonte: Autor	34
Tabela 38: Processo de cálculo do beta não alavancado da Inditex. Fonte: Autor	34
Tabela 39: Cálculo dos fluxos de caixa livre da empresa atualizados a 2024. Fonte: Autor	34
Tabela 40: Critérios de escolha para empresas comparáveis e respetivos valores: Fonte: Refinitiv Eikon e Autor	35
Tabela 41: Cálculo dos múltiplos. Fonte: Autor	36

Índice de Figuras

Figura 1: Metas de sustentabilidade da Inditex. Fonte: Relatório Anual	5
Figura 2: Metas sustentáveis definidas pela Inditex. Fonte: Relatório Anual	9
Figura 3: Estrutura das partes interessadas da Inditex. Fonte: Relatório Anual	10
Figura 4: Empresas comparáveis. Fonte: Autor	17
Figura 5: Possível valorização do preço por ação. Fonte: Autor	19
Figura 6: Matriz de probabilidade/impacto dos riscos da Inditex. Fonte: Autor	21
Figura 7: Análise SWOT. Fonte: Autor	35

Figura 8: Previsão da inflação na Europa. Fonte: Fundo Monetário Internacional..... 37

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução do preço por ação da Inditex. Fonte: Refinitiv Eikon.....	1
Gráfico 2: Evolução do lucro líquido da Inditex. Fonte: Relatório Anual	1
Gráfico 3: Evolução do peso das vendas por região. Fonte: Relatório Anual.....	2
Gráfico 4: Percentagem de consumidores que evitaram comprar roupa devido às suas preocupações ambientais. Fonte: Statista.....	2
Gráfico 5: Vendas por área geográfica. Fonte: Relatório Anual	3
Gráfico 6: Percentagem de vendas online no total das vendas. Fonte: Relatório Anual.....	3
Gráfico 7: Vendas da indústria do vestuário. Fonte: Statista e Autor	4
Gráfico 8: E-commerce do setor da moda. Fonte: Statista.....	4
Gráfico 9: Previsões para o mercado de Fast Fashion. Fonte: Statista.....	4
Gráfico 10: Taxa de inflação na indústria do vestuário e calçado. Fonte: Fundo Monetário Internacional.....	5
Gráfico 11: Evolução do preço do petróleo. Fonte: Statista	5
Gráfico 12: Empresas europeias líderes, com base nas vendas globais. Fonte: Statista.....	6
Gráfico 13: 5 Forças de Porter. Fonte: Autor	6
Gráfico 14: Percentagem de homens e mulheres na Inditex. Fonte: Relatório Anual	8
Gráfico 15: Número de nacionalidades de funcionários na Inditex. Fonte: Relatório Anual	8
Gráfico 16: Percentagem de homens e mulheres em cargos de liderança na Inditex. Fonte: Relatório Anual ...	9
Gráfico 17: Constituição do Conselho de Administração. Fonte: Relatório Anual.....	10
Gráfico 18: Evolução das receitas por região. Fonte: Autor	11
Gráfico 19: Evolução do preço do algodão. Fonte: Yahoo Finance.....	12
Gráfico 20: Evolução e previsão do EBITDA da Inditex. Fonte: Relatório anual e autor	12
Gráfico 21: Evolução dos ativos fixos tangíveis. Fonte: Relatório Anual	12
Gráfico 22: Previsão dos AI. Fonte: Autor	12
Gráfico 23: Previsão dos Ativos Fixos Tangíveis. Fonte: Autor.....	13
Gráfico 24: Previsão do CAPEX e principais componentes. Fonte: Autor	13
Gráfico 25: Divisão da dívida por componentes. Fonte: Relatório Anual.....	13
Gráfico 26: Previsão das margens. Fonte: Autor	14
Gráfico 27: Evolução dos rácios de rentabilidade. Fonte: Autor	14

Gráfico 28: Previsão dos rácios de rentabilidade. Fonte: Autor	15
Gráfico 29: Peso no total de ativos correntes. Fonte: Autor	15
Gráfico 30: Rácios de liquidez. Fonte: Autor	15
Gráfico 31: Evolução e previsão da gestão operacional e de ativos. Fonte: Relatório Anual e autor	16
Gráfico 32: Avaliação relativa. Fonte: Autor	19
Gráfico 33: Resultados da avaliação relativa e preço final de 2024. Fonte: Autor	20

GRUPO INDITEX

Fast fashion, fast growth?

Recomendação: COMPRA
Preço final 2023: 39,20€
Preço-alvo final 2024: 45,15€



Gráfico 1: Evolução do preço por ação da Inditex. Fonte: Refinitiv Eikon

1. Sumário de investimento

Após uma análise fundamental à empresa e um minucioso estudo do seu desempenho financeiro passado e futuro, conclui-se que o preço por ação da Inditex poderá valorizar cerca de 15% de 2023 para 2024, atingindo um preço-alvo de **45,15€** no final de 2024, comparativamente ao valor de 39,20€ em 2023 (Tabela 1), o que conduz à uma recomendação de investimento de **compra das ações**.

O Grupo Inditex, criado em 1985, é uma das maiores empresas da indústria do vestuário na Europa. Através dos dados financeiros apresentados no Relatório Anual de 2022 da empresa, é possível observar um crescimento contínuo do Lucro Líquido desde 2018 até 2022, com exceção em 2020 devido à pandemia Covid-19, como se pode ver no Gráfico 2, que obrigou o negócio a encerrar os estabelecimentos, tendo desta forma um grande impacto no volume de vendas e, consequentemente, nas receitas.

Apesar desta quebra nas vendas, a empresa demonstra capacidade para potencializar o seu crescimento nos próximos anos. A recuperação desta após o primeiro surto de Covid-19 foi considerável, tendo registado uma taxa de crescimento das vendas líquidas de cerca de 36% entre 2020 e 2021. Este aumento apoia a crença de a empresa continuar a crescer, sendo expectável um aumento no valor do seu preço por ação no próximo ano, atingindo um possível preço-alvo de 45,15€.

Informação	
Ticker	ITX
Indústria	Vestuário
Mercado primário	Bolsa de Madrid
Recomendação	COMPRA
Preço (29/12/2023)	39,20€
Preço-alvo	45,15€
Avaliação	Subvalorizada 15%
Capitalização de mercado	120 776 346 623€
Ações em circulação	3 113 069 581

Tabela 1: Informação básica sobre a Inditex. Fonte: Relatório anual e autor

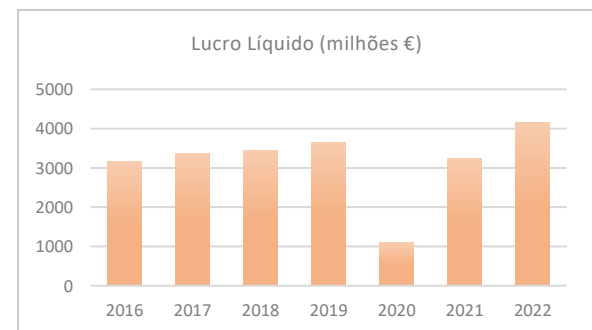


Gráfico 2: Evolução do lucro líquido da Inditex. Fonte: Relatório Anual

Esta valorização deve-se a dois fatores do qual a empresa pode tirar proveito e potencializar o seu crescimento no mercado: (1) investimento no mercado americano e (2) aposta da digitalização e sustentabilidade.

(1) Para lá do oceano

A primeira oportunidade surge internamente, com a decisão de investir em aberturas/expansão/renovação das suas lojas, principalmente nos Estados Unidos, em grandes cidades como Nova Iorque, Miami, Los Angeles, Chicago, Boston, Las Vegas e outras, nos próximos 3 anos, com a intenção de aumentar a sua participação no mercado dessa região, que ainda se encontra bastante reduzido em comparação com a Europa, onde detém a maior parte das suas vendas. Apesar da indústria do vestuário nos Estados Unidos ser consideravelmente competitivo, o Grupo Inditex tem margem de crescimento nesse mercado, que pode ser comprovado pelo aumento do peso das vendas na América no total das vendas do Grupo desde 2015, ultrapassando o peso das vendas provenientes de Espanha, como se pode ver no Gráfico 3.

(2) Do desfile à sustentabilidade

A segunda oportunidade de mercado que oferece possibilidade de crescimento à empresa é o nicho promissor da sustentabilidade e digitalização na indústria do vestuário. Como se pode observar no Gráfico 4, já existe uma notável percentagem de consumidores que tentaram não adquirir artigos de vestuário devido às suas preocupações com a sustentabilidade na Europa, principalmente em Espanha, o que pode conduzir a oscilações nas vendas da Inditex, sendo este um dos seus principais mercados. No entanto, a Inditex investe vincadamente no setor da sustentabilidade, tendo este um departamento próprio que visa implementar várias iniciativas, como a circularidade de roupa através de venda em segunda mão, a limitação no consumo de recursos e a redução de resíduos têxteis. Esta vertente é um condutor de criação de valor que permite à Inditex destacar-se dos seus concorrentes.

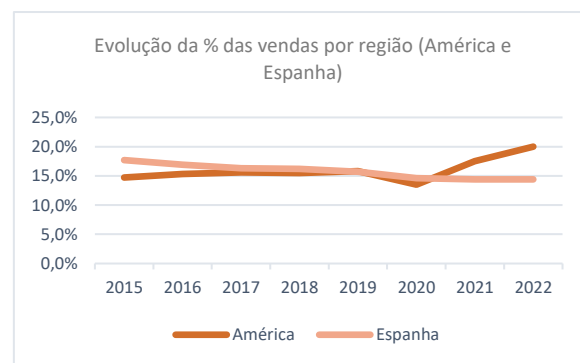


Gráfico 3: Evolução do peso das vendas por região. Fonte: Relatório Anual

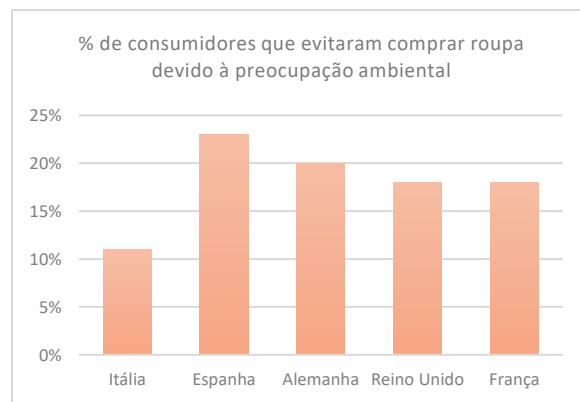


Gráfico 4: Percentagem de consumidores que evitaram comprar roupa devido às suas preocupações ambientais. Fonte: Statista

2. Descrição do negócio

Industria de Diseño Textil, S.A., mais conhecida como Grupo Inditex, é a empresa-mãe de um grupo global de empresas de moda. Esta empresa opera mundialmente, com presença em 95 países através de lojas físicas, principalmente na Europa, onde detém quase 50% das suas vendas (excluindo Espanha) (ver Gráfico 5), no entanto a sua presença estende-se a outros países através das vendas online (Gráfico 6), operando desta forma em cerca de 215 mercados online.

As atividades operacionais estão divididas em design, confeção, distribuição e venda dos produtos, optando assim por um modelo de integração vertical, que lhe permite ter um maior controlo de todo o fluxo de produção das peças, uma vez que são realizadas internamente.

A empresa é constituída por 7 marcas, cada uma com um público-alvo diferente. A Zara foi a primeira loja do grupo. Está presente internacionalmente e, a 31 de janeiro de 2023, possuía um total de 1885 lojas ao redor do mundo. É o segmento que proporciona ao Grupo Inditex o maior volume de vendas líquidas – cerca de 23 000 milhões de euros – seguida da Bershka, Pull&Bear e Stradivarius, como se pode ver na Tabela 2.

Os restantes segmentos possuem menos lojas individualmente e um menor volume de vendas líquidas, porém o seu peso no total é relevante para a receita total.

Com o rápido crescimento dos negócios, a Inditex decidiu tornar-se pública na Bolsa de Valores de Madrid em 2000/2001. Atualmente, a empresa está listada no Euro STOXX 50, IBEX 35, FTSE4Good e Dow Jones Sustainability Index.

A empresa distribui os seus ganhos através de dividendos, que têm vindo a aumentar nos últimos anos. O índice de distribuição de lucros da empresa, em 2023, foi cerca de 90%, o que representa um dividendo de 1.20€ por ação, dividido em duas parcelas: um dividendo ordinário de 0.79€ e um dividendo bônus de 0.41€.

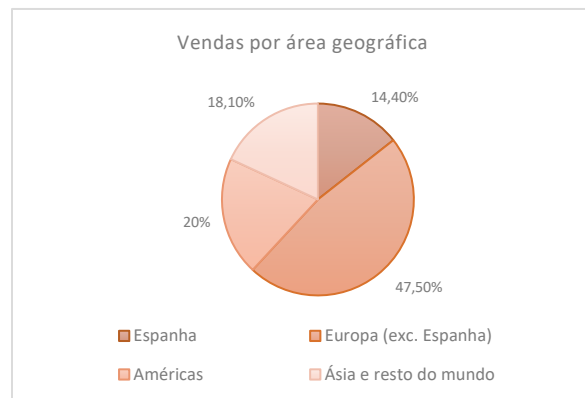


Gráfico 5: Vendas por área geográfica. Fonte: Relatório Anual

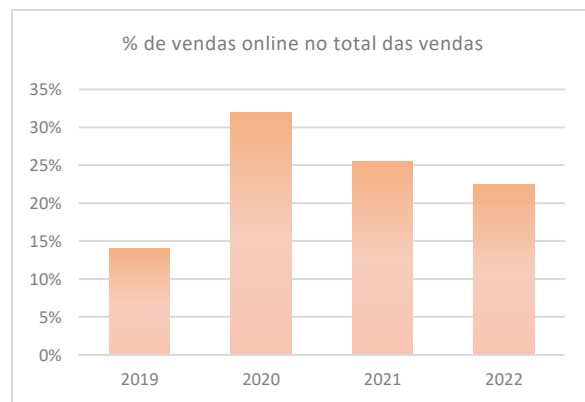


Gráfico 6: Percentagem de vendas online no total das vendas. Fonte: Relatório Anual

Segmento	Nº de lojas	Vendas líquidas (milhões €)
Zara	1885	23 761
Pull&Bear	789	2 152
Massimo Dutti (inclui as vendas da Üterque)	548	1 593
Bershka	860	2 384
Stradivarius	849	2 056
Oysho	457	623

Tabela 2: Número de lojas e vendas líquidas por segmento. Fonte: Relatório Anual

3. Descrição da indústria e posição competitiva

3.1 Visão geral da indústria

A indústria do vestuário é um mercado altamente competitivo, devido à forte procura e oferta que existe no mercado. Apesar de não ser um bem primário, o vestuário é algo indispensável à vida humana, uma vez que expressa a identidade pessoal e individual de cada um de nós e reflete um status ao qual somos associados.

De acordo com o Statista, as receitas globais do mercado de vestuário registaram pequenas variações ao longo dos anos. Estas diminuíram de 1,58 biliões de dólares para 1,4 biliões de dólares de 2019 para 2020, devido ao encerramento das lojas causado pela pandemia do Covid-19, porém a sua recuperação tem sido notável, registando um crescimento de cerca de 9% de 2020 para 2022 (Gráfico 7).

Espera-se que as receitas no mercado de vestuário mundial cresçam nos próximos anos, principalmente devido ao aumento das vendas online no setor da moda, que apontam para um aumento até 2027, onde atingirá um pico, com um valor de mercado de cerca de 1,2 biliões de dólares, como se pode constatar através do Gráfico 8.

Para além disso, as previsões do valor de mercado para o *Fast Fashion* segundo o Statista também são bastante favoráveis, resultado da produção em massa e da crescente procura da população mais jovem por produtos de tendências recentes e de preços acessíveis. É expectável que o valor de mercado deste segmento chegue quase aos 1,85 biliões de dólares em 2027, comparativamente aos 1,06 biliões de dólares registados em 2022 (ver Gráfico 9).

Estes são dois fatores que proporcionam grandes oportunidades de crescimento ao Grupo Inditex, principalmente relativamente ao aumento das vendas online. No entanto, existem outros fatores macroeconómicos que a condicionam, como é o caso da inflação, dos conflitos geopolíticos que têm vindo a surgir e da crescente preocupação ambiental e consciencialização dos consumidores.

A pandemia desencadeada pelo surto de Covid-19 fez estremecer profundamente a economia mundial, deixando até aos dias de hoje algumas repercussões. As restrições de viagens, os encerramentos das fronteiras e as interrupções nas produções devido ao fecho das fábricas

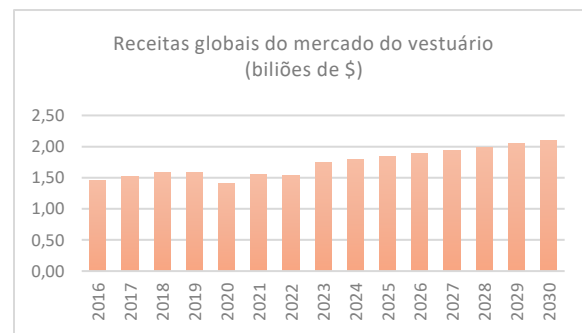


Gráfico 7: Vendas da indústria do vestuário. Fonte: Statista e Autor

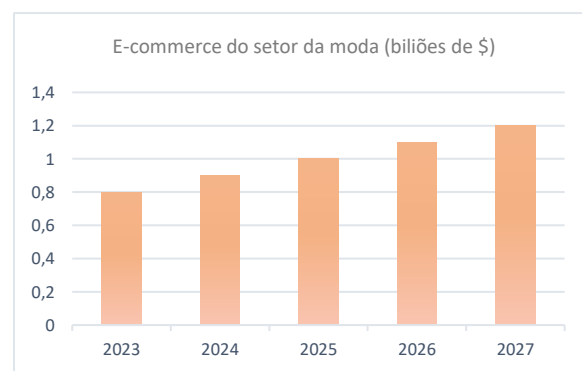


Gráfico 8: E-commerce do setor da moda. Fonte: Statista

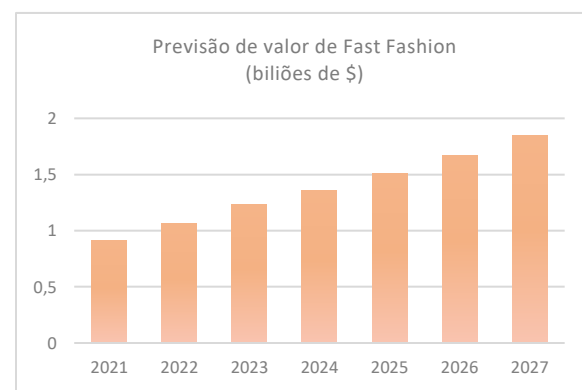


Gráfico 9: Previsões para o mercado de Fast Fashion. Fonte: Statista

causaram um atraso imensurável no processo de distribuição das mercadorias, o que causou inevitavelmente um aumento dos custos de transporte e logística, e conseqüentemente um aumento nos preços dos produtos e serviços, abalando assim as taxas de inflação. A escassez da matéria-prima, em especial das fibras têxteis, aliado à constante procura e dificuldades de produção, fez disparar os preços (Gráfico 10), deixando as empresas do vestuário preocupadas com o seu futuro. No entanto, as previsões do Fundo Monetário Internacional apontam para que no próximo ano as taxas de inflação não tenham um crescimento tão significativo, passando de uma taxa de crescimento de 15,2% para 9,3% na Europa, como se pode observar na Figura 8 do Apêndice 3.

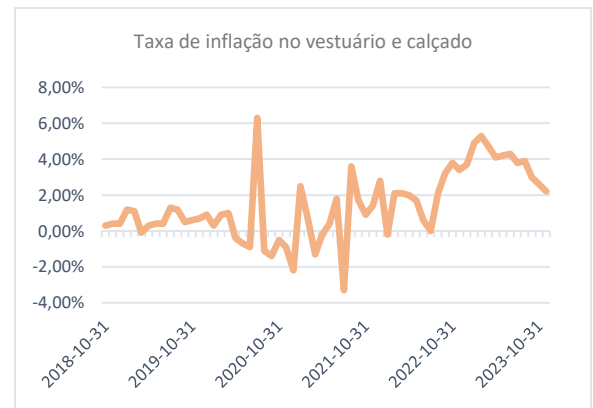


Gráfico 10: Taxa de inflação na indústria do vestuário e calçado. Fonte: Fundo Monetário Internacional

Para além disso, as tensões geopolíticas têm impactado os custos energéticos, em especial o preço dos combustíveis fósseis, como se pode ver no Gráfico 11, o que aumenta os custos no mercado de transportes, tornando as distribuições mais caras e mais complexas.

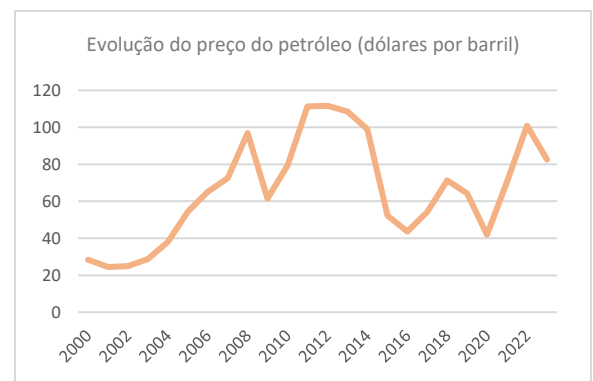


Gráfico 11: Evolução do preço do petróleo. Fonte: Statista

Por fim, a crescente preocupação ambiental da sociedade tem tido um papel crucial na transformação da indústria do vestuário. Os consumidores exigem cada vez mais práticas sustentáveis na produção dos produtos, tornando o negócio do setor mais complexo e desafiante. A procura de produtos fabricados eticamente e ecologicamente acrescenta valor aos produtos, que conseqüentemente vem associado a custos adicionais, uma vez que requer uma transformação dos processos de produção, como a troca de matérias-primas para materiais mais orgânicos e reciclados, a transição para métodos de produção menos poluentes, o fim de condições precárias dos trabalhadores e remunerações adequadas ao trabalho. Este é um desafio ao qual as empresas têm tido dificuldade em solucionar, devido ao difícil equilíbrio entre a resposta às exigências do consumidor e a capacidade financeira das empresas.

2022

- / 100% of electricity consumption from renewable sources in all our own facilities (headquarters, logistics centres, factories and stores).
- / More than 50% of articles featuring the Join Life label.

2023

- / 100% of cotton from preferred sources.
- / 100% of man-made cellulosic fibres from preferred sources.
- / Zero Waste from our own facilities: headquarters, logistics centres, factories and stores.
- / 100% elimination of single use plastics for customers.
- / 100% collection of all packaging materials for recycling or reuse in the supply chain (Green to Pack).

2025

- / 100% of polyester from preferred sources.
- / 100% of linen from preferred sources.
- / 25% reduction of water consumption in the supply chain.

2040

- / Net zero emissions.

Figura 1: Metas de sustentabilidade da Inditex. Fonte: Relatório Anual

3.2 Posição competitiva

Como já foi mencionado, a indústria do vestuário está repleta de concorrentes que competem entre si para tentar oferecer os melhores produtos aos melhores preços.

Além da Inditex, as empresas europeias que mais se destacaram a nível de vendas em 2022/2023 foram: LVMH, Nike, TJX Cos, Adidas e H&M. Como podemos ver no Gráfico 12, a Inditex encontrava-se em quarto lugar a nível de vendas globais.

Esta posição da Inditex deve-se à implementação de várias estratégias que adquiriu uma vantagem competitiva sobre os outros concorrentes.

A análise da posição competitiva da Inditex foi explorada através das Cinco Forças de Porter, que ajudam a entender as forças competitivas da indústria onde o Grupo se insere, bem como a exploração dos fatores internos e externos que influenciam o posicionamento da empresa (ver Gráfico 13):

1. Novos concorrentes: Baixo (2)

Atualmente, existe mais facilidade em entrar na indústria do vestuário devido ao desenvolvimento do e-commerce. No entanto, a Inditex tem a sua marca bem estabelecida no mercado da moda e uma posição financeira sólida, o que dificulta a concorrência ao seu nível. O modelo vertical que apresenta cria uma barreira aos novos concorrentes devido aos canais de distribuição globais enraizados, dificultando a entrada de outros produtores no mercado.

2. Poder dos fornecedores: Moderado (3)

As atividades operacionais da Inditex incluem design, confecção, distribuição e venda, sendo assim um modelo de integração vertical. Desta forma, o poder dos fornecedores tem vindo a reduzir, uma vez que a Inditex tem apostado na própria produção de matéria-prima, fazendo com que a sua dependência dos serviços externos para manter o seu negócio seja mínima. Apesar de ter alguns fornecedores externos, a rotatividade dos inventários permite que o seu poder de negociação seja favorável.

3. Poder dos consumidores: Moderado/Elevado (4)

A indústria do vestuário possui uma grande quantidade de retalhistas e de produtos, o que permite aos consumidores trocar entre eles sem ter custos adicionais, tornando-se uma ameaça relevante para a empresa. Apesar da Inditex manter o foco no cliente, existem variadas opções de escolha no setor do *Fast Fashion* que seguem as tendências atuais.

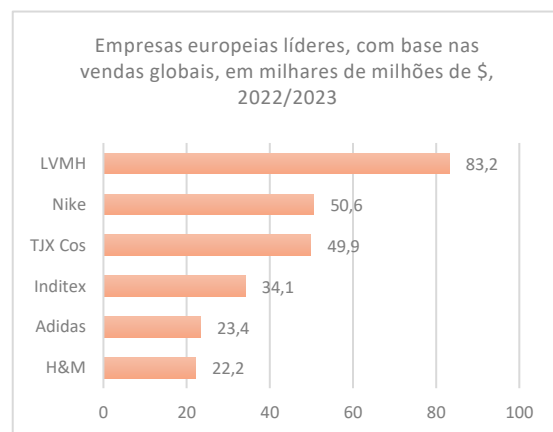


Gráfico 12: Empresas europeias líderes, com base nas vendas globais. Fonte: Statista

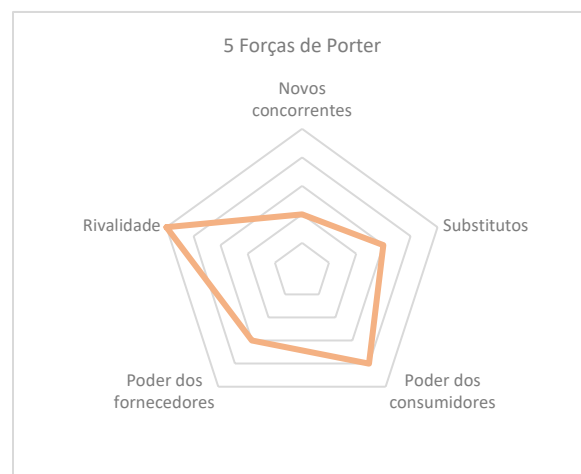


Gráfico 13: 5 Forças de Porter. Fonte: Autor

4. Substitutos: Moderado (3)

A ameaça dos substitutos é moderada. A indústria tem um grande leque de produtos, cuja sua substituição nem sempre é possível. No entanto, o setor da moda está em constante mudança, o que pode ameaçar os retalhistas de moda tradicional se não se adaptarem às novas tendências e aos novos modelos de negócio. A Inditex revela uma rápida adaptação às novas tendências, mantendo-se sempre ao nível da atualidade, o que permite evitar a substituição por outros produtos.

5. Rivalidade: Elevado (5)

A rivalidade neste setor é muito elevada. Existem muitos concorrentes que competem com empresas maiores, tentando ganhar alguma participação no mercado. Além disso, existem muitos desafios que aparecem e intensificam a competição, como é o caso do e-commerce e da valorização das políticas ESG das empresas. Tendo isso em consideração, o Grupo Inditex mantém uma posição de liderança, apostando cada vez mais na digitalização e na sustentabilidade do negócio.

Para complementar esta análise, foi feita uma análise SWOT, de forma a obter uma perspetiva interna e externa à empresa, que permitiu identificar os principais fatores que levaram à posição atual da empresa, que pode ser visto na Figura 7 do Apêndice 2. É de salientar que o esforço feito pela Inditex para dar resposta ao desafio da sustentabilidade tem-se tornado uma vantagem competitiva e, desta forma, tem acrescentado valor à marca, devido à importância que este tema tem vindo a ter no seio da sociedade.

4. ESG

Em 2001, o Grupo Inditex tornou-se parte da *United Nations Global Compact*, uma iniciativa voluntária criada pela Organização das Nações Unidas, que incentiva as empresas a adotarem políticas ESG. Desde então, a empresa tem revelado um compromisso vincado nos princípios de ESG. As medidas tomadas pela empresa têm vindo a assentar não só nos resultados financeiros como também no impacto ambiental, responsabilidade social e práticas de governação. Estas iniciativas demonstram que a empresa caminha para um sucesso empresarial que se foca tanto no crescimento económico como também numa atividade operacional preocupada com o ambiente e com as práticas éticas.

A empresa tem vindo a ser reconhecida por diversas instituições que a posicionam num lugar favorável no que diz respeito às políticas ESG.

A FTSE4Good atribuiu uma pontuação de 4.9 em 5 pelo terceiro ano consecutivo em 2022, destacando desta forma o forte compromisso da empresa para com a sustentabilidade.

	2023	2022	2021	2020	2019
ESG Combined Score	C+	A-	A-	A-	A-
ESG Score (Peso 100.0%)	A-	A-	A-	A-	A-
Score sustentabilidade (Peso 19.1%)	A+	A+	A+	A+	A+
Score social (Peso 42.6%)	A+	A+	A+	A+	A+
Score governação (Peso 38.3%)	C+	C+	B	B	B-
Score controvérsias ESG	D+	B+	A+	B+	A+

Tabela 3: Classificação de ESG, geral e individual. Fonte: Refinitiv Eikon

Pilar	Classificação	Peso
Sustentabilidade	95	19,10%
Social	98	42,60%
Governação	49	38,30%
Média	79	

Tabela 4: Classificações por pontos e peso de cada segmento. Fonte: Refinitiv Eikon

Com o intuito de ser uma empresa sustentável, a Inditex tem planeado alguns planos de implementação de estratégias que visam todas as fases de atividade, desde o desenho do produto à gestão da empresa, passando pela escolha das matérias-primas e distribuição.

Na Tabela 3 e na Tabela 4, é possível ver a classificação de cada um dos segmentos que compõem as práticas ESG, segundo o Refinitiv Eikon. É possível concluir que o Grupo Inditex tem uma maior dedicação à parte ambiental e social do que à parte da governação, e que esta última tem vindo a perder pontos ao longo dos anos.

4.1 Ambiente social

O ambiente social refere-se às práticas sociais que a empresa aplica e como esta impacta a sociedade. Por outras palavras, o ambiente social da empresa abrange todos os valores sociais, como a inclusão, os direitos humanos, a responsabilidade social e a diversidade.

Desta forma, a Inditex tem uma contribuição relevante nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, dos quais se destacam a Saúde e o Bem-estar, a Igualdade de Género, as Condições de Trabalho, a Produção e Consumo Sustentável e as Ações Climáticas. Estes objetivos são priorizados na empresa através da aposta em todos os funcionários.

Como se pode constatar através da Tabela 5, a empresa tem registado excelentes classificações neste âmbito nos últimos anos, apresentando sempre a classificação mais alta – A+ – tanto na força de trabalho, como nos direitos humanos, na comunidade e na responsabilidade relativamente aos produtos.

Este aspeto, em termos numéricos, pode ser analisado através de métricas de inclusão e diversidade, como a % de mulheres na empresa e em cargos de liderança e a diversidade de nacionalidades dos colaboradores. Como se pode observar no Gráfico 14, a percentagem de funcionários do sexo feminino é bastante superior aos funcionários do sexo masculino, sendo cerca de 75% da força de trabalho mulheres. Estas percentagens têm vindo a ser bastante estáveis desde 2018, contrariamente aos valores referentes ao número de nacionalidades presentes na empresa. O Gráfico 15 revela um crescimento na diversidade de nacionalidades, aumentando de 154 em 2018 para 182 em 2022, o que indica que a empresa continua a apostar no multiculturalismo.

Social					
	2023	2022	2021	2020	2019
Força de trabalho (Peso 10.2%)	A+	A+	A+	A+	A+
Direitos Humanos (Peso 7.7%)	A+	A+	A+	A+	A+
Comunidade (Peso 12.8%)	A+	A+	A+	A+	A+
Responsabilidade nos produtos (Peso 11.9%)	A+	A+	A+	A+	A+

Tabela 5: Componentes do segmento social. Fonte: Refinitiv Eikon

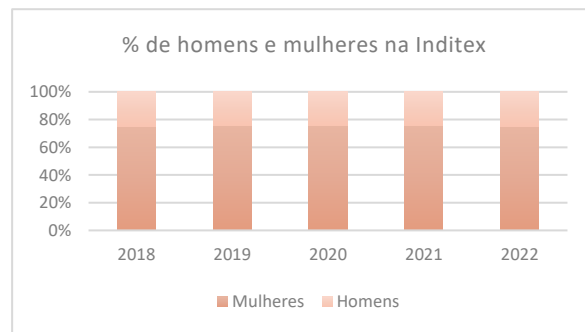


Gráfico 14: Percentagem de homens e mulheres na Inditex. Fonte: Relatório Anual



Gráfico 15: Número de nacionalidades de funcionários na Inditex. Fonte: Relatório Anual

Além de a empresa ser maioritariamente composta por mulheres, é importante realçar que cerca de 80% dos cargos de gestão da empresa e 45% do Conselho de Administração, em 2022, era constituído pelo sexo feminino, atingindo assim a meta dos 40% de representação feminina em cargos de liderança (Gráfico 16).

4.2 Sustentabilidade

A sustentabilidade é um dos pilares do modelo de negócio da Inditex. Este pilar assenta em quatro elementos principais: cultura, colaboração, transparência e inovação.

A cultura de sustentabilidade refere-se à integração da mesma ao longo de toda a cadeia de valor, nos processos e nas tomadas de decisão. A empresa aposta constantemente nos seus colaboradores através de formações orientadas para a sustentabilidade, uma vez que os funcionários são um elemento-chave na disseminação dos valores ao longo do processo operacional.

Relativamente à colaboração, foi fundamental criar parcerias e o envolvimento com associações e entidades ligadas à sustentabilidade, para que fosse possível obter ajudas que permitissem a transformação do setor têxtil.

A transparência manifesta-se principalmente na partilha de informação com as partes interessadas e envolvidas sobre as políticas ambientais, as estratégias sustentáveis, os progressos que vão sendo feitos e os objetivos delineados para o futuro. Para cumprir com este valor, a Inditex publica no seu Relatório Anual um relatório de sustentabilidade que fornece toda a informação relativa a esse ponto.

A Inditex acredita que a sustentabilidade é indissociável à inovação. É necessário haver uma modernização dos processos para conseguir acompanhar a evolução do ambiente. Desta forma, a empresa criou o Hub de Inovação Sustentável, que permite encontrar os melhores materiais e melhorar a eficiência dos processos no âmbito da sustentabilidade. A Tabela 6 apresenta os resultados da classificação relativamente à sustentabilidade e, mais uma vez, é de notar que a Inditex tem vindo a fazer um bom trabalho, tendo em conta as ótimas avaliações a nível da utilização de recursos e emissões. Embora ainda não tenha atingido a classificação máxima em termos de inovação, a empresa está a avançar progressivamente em direção a esse objetivo.

O cronograma das metas do Grupo Inditex para a sustentabilidade em 2022 encontrava-se dividido em 4 fases, como podemos ver na

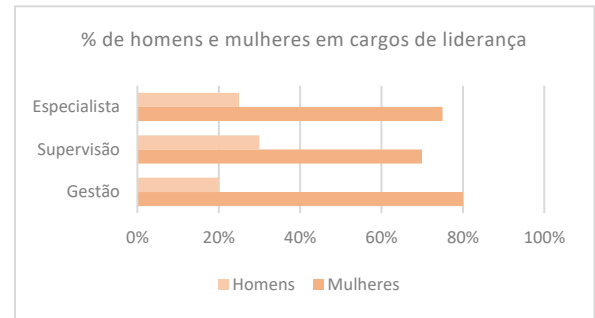


Gráfico 16: Percentagem de homens e mulheres em cargos de liderança na Inditex. Fonte: Relatório Anual

Sustentabilidade					
	2023	2022	2021	2020	2019
Uso de recursos (Peso 6.4%)	A+	A+	A+	A+	A+
Emissões (Peso 7.7%)	A+	A+	A+	A+	A+
Inovação (Peso 5.1%)	A	A	A	A	A

Tabela 6: Classificação das componentes da sustentabilidade. Fonte: Refinitiv Eikon

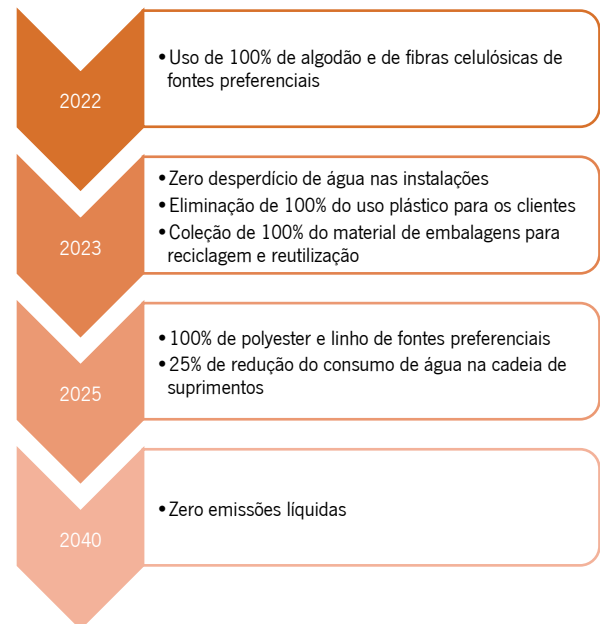


Figura 2: Metas sustentáveis definidas pela Inditex. Fonte: Relatório Anual

Figura 2. O ambicioso objetivo da empresa é atingir 0 emissões líquidas de carbono em 2040.

4.3 Governação

As práticas associadas à governação empresarial passam por vários elementos, dos quais a forma como está organizada e estruturada a liderança, a transparência da empresa para as suas partes interessadas, a ética em todo o negócio e a responsabilidade social nas tomadas de decisões.

Relativamente à estrutura dos *shareholders*, que pode ser analisada na Figura 3, é constituída maioritariamente pela empresa Pontegadea Inversiones, S.L., com 50,01% de participação na empresa, sendo este o principal acionista do Grupo Inditex, seguido do capital em circulação com cerca de 35,50%. Por outro lado, o Conselho de Administração é composto por 4 partes (ver Gráfico 17), dos quais 45,45% independentes, 36,36% proprietários, 9,09% executivos e a mesma percentagem para afiliados.

No que diz respeito à transparência, uma das práticas realizadas pelo Grupo Inditex é a divulgação da remuneração dos Diretores e Gestores de topo. A Inditex afirma que a remuneração dos Diretores consiste numa remuneração anual fixa e uma remuneração adicional como recompensa de descarregar os cargos do Presidente e Vice-presidente. Quanto ao CEO da empresa, tendo este de desempenhar outras funções executivas não comparáveis aos Diretores, recebe uma remuneração fixa e variável.

Como se pode ver na Tabela 3, este é único pilar dos três em causa com pior classificação. Na Tabela 7, vemos que a maior contribuição para essa classificação é em termos de gestão, que apresentou uma classificação de C+, e os *shareholders*, com uma classificação de C-. Apesar da estratégia de responsabilidade social empresarial ter tido uma boa avaliação, esta não foi suficiente para influenciar a classificação total, devido ao seu escasso peso de 5,1%.

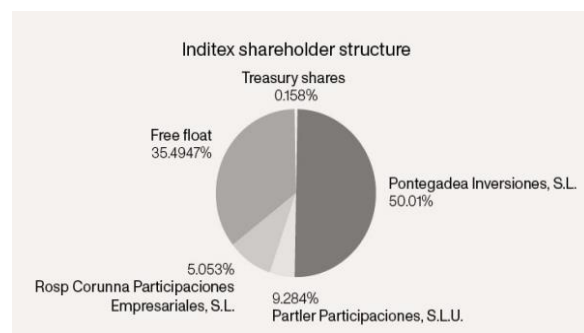


Figura 3: Estrutura das partes interessadas da Inditex. Fonte: Relatório Anual

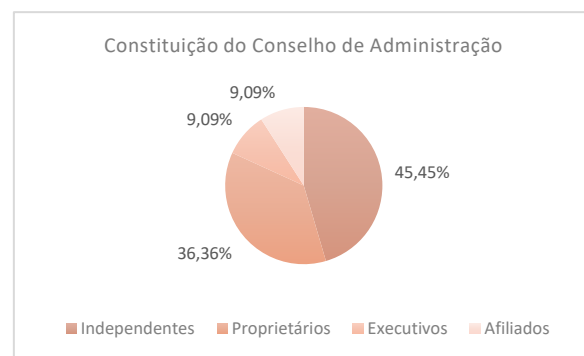


Gráfico 17: Constituição do Conselho de Administração. Fonte: Relatório Anual

	Governação				
	2023	2022	2021	2020	2019
Gestão (Peso 25.5%)	C+	C+	B+	B	C+
Shareholders (Peso 7.7%)	C-	C	C	C+	C+
Estratégia Responsabilidade Social Empresarial (Peso 5.1%)	A-	A-	C+	B	B+

Tabela 7: Classificação das componentes da governação. Fonte: Refinitiv Eikon

Controvérsias

A Tabela 8 apresenta também uma classificação dedicada à controvérsia. As controvérsias referem-se a situações de conflito com as políticas ESG, que põem em causa as iniciativas sustentáveis, éticas e responsáveis da empresa.

Nos últimos anos, têm surgido notícias da Inditex que têm manchado a reputação do Grupo. Acusações de condições precárias dos trabalhadores, roubo de salário, horas extras obrigatórias não remuneradas e violência de género na cadeia de abastecimento de Mianmar foram documentadas em 2022, acusações estas que vão totalmente contra os valores apresentados e defendidos pela empresa.

Estas controvérsias geralmente vêm com um custo para as empresas, como a queda do valor das ações no mercado ou danos em oportunidades de investimento futuro. Nos últimos cinco anos, a classificação das controvérsias tem vindo a piorar, passando da melhor classificação em 2019 para um D+ em 2023, maioritariamente devido a condições salariais e greves dos trabalhadores.

	2023	2022	2021	2020	2019
ESG Controvérsias Score	D+	B+	A+	B+	A+

Tabela 8: Classificação das controvérsias. Fonte: Refinitiv Eikon

5. Análise Financeira

5.1 Rentabilidade

Com base nos dados históricos e nas previsões feitas na demonstração de resultados, balanço financeiro e demonstração dos fluxos de caixa, a Inditex revela um desempenho económico positivo e uma grande capacidade de crescimento financeiro.

Como podemos observar no gráfico ao lado, é expectável que as receitas aumentem até 2030, até aos 120 000 milhões de euros. Estas previsões tiveram em conta 2 fases de crescimento (ver Tabela 9), utilizando primeiramente a média das taxas de variação das vendas por região dos últimos 2 anos, no período de 2023 a 2025. Este crescimento mais elevado justifica-se pelo aumento do tamanho da indústria, que espera atingir um pico em 2025 e abrandar a partir daí. A segunda fase de crescimento começará em 2026, utilizando uma média das taxas de variação das vendas por região dos últimos 5 anos, de forma a obter um crescimento mais estável.

A contribuição mais significativa provém das vendas na América, resultante do futuro investimento da empresa na expansão do seu negócio nessa região. O Grupo Inditex tem cerca de 30 projetos para o período 2023-2025, que se focam na expansão, realocação e abertura de novas lojas nos Estados Unidos, com o objetivo de potencializar as oportunidades de longo-prazo nessa região, aumentar a sua participação

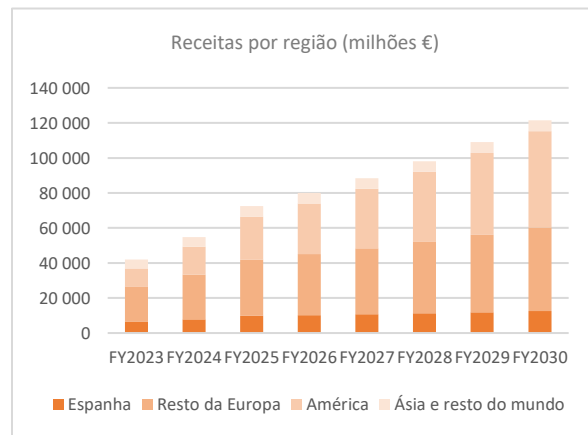


Gráfico 18: Evolução das receitas por região. Fonte: Autor

	Médias de crescimento	
	5 anos	2 anos
Espanha	5%	25%
Europa, exceto Espanha	8%	25%
América	17%	55%
Ásia e resto do mundo	1%	9%

Tabela 9: Previsão das taxas de crescimento das receitas, por região. Fonte: Autor

nesse mercado e colmatar a disparidade de vendas entre regiões, o que justifica a taxa de crescimento de 55% na primeira fase de crescimento.

Por outro lado, as previsões de vendas na Espanha e Europa também vão continuar a aumentar, resultado da inserção de alguns segmentos em novos países, como a Stradivarius na Alemanha e a Oysho no Reino Unido. Adicionalmente, o Grupo pretende expandir algumas das suas lojas mais importantes na Europa, esperando desta forma um acréscimo nas vendas. O crescimento na Espanha deve-se também à melhoria que a empresa tenciona fazer nos seus principais centros de distribuição e que permitirá, desta forma, aumentar a capacidade logística da empresa e otimizar as operações. Esta é uma iniciativa com foco na satisfação e melhoria da experiência do consumidor, que visa entregas mais rápidas e em novas áreas geográficas não exploradas anteriormente.

As previsões das vendas na Ásia e no Resto do Mundo não são tão favoráveis como nos restantes segmentos geográficos, devido à grande dificuldade da Inditex se inserir no mercado e competir com as grandes empresas de vestuário dessa região. O mercado asiático possui vantagens comparativas que dificultam empresas estrangeiras de competir com as locais, como os custos de produção mais baixos, a diversidade de produção e a localização geográfica, que permitem oferecer produtos mais baratos e distribuições mais rápidas e eficazes, o que justifica o menor crescimento nessa região.

Relativamente à estrutura de custos, que podem ser observados na Tabela 37 do Apêndice 2, prevê-se que acompanhe a tendência das receitas. Esta componente é constituída principalmente por custos de matéria-prima, de despesas operacionais como custos com o pessoal, locações operacionais (maioritariamente associadas às locações das lojas físicas) e despesas administrativas. Os custos são influenciados por diversos fatores, que podem ser internos e externos à empresa. Internamente, os custos estão automaticamente associados ao volume de vendas, que exigem um aumento da quantidade de matéria-prima, dos níveis de distribuição, da mão-de-obra e entre outros. Externamente, os custos dependem da volatilidade dos preços e da inflação na matéria-prima necessária à produção (exemplo: preço do algodão orgânico, polyester, linho) (Gráfico 19).

Tendo estes pressupostos delineados, é expectável que o EBITDA da empresa tenha uma evolução positiva, tendo um maior crescimento

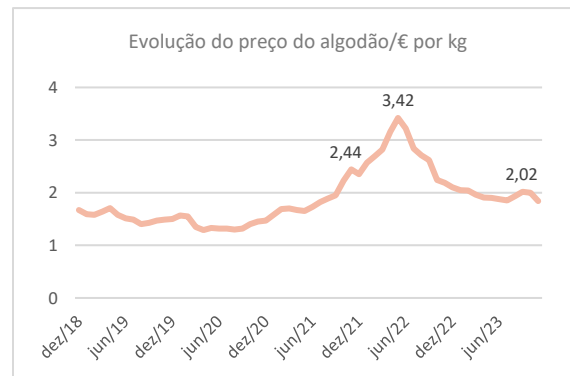


Gráfico 19: Evolução do preço do algodão. Fonte: Yahoo Finance

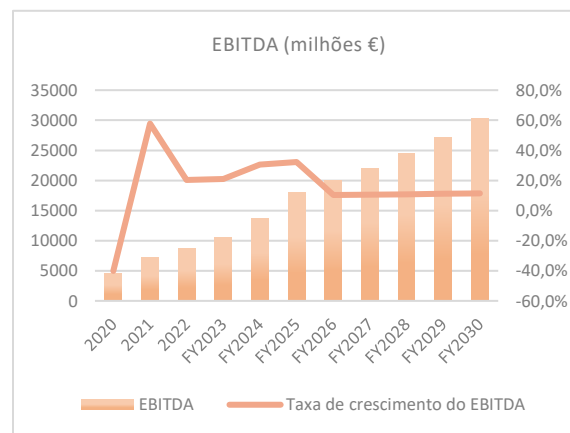


Gráfico 20: Evolução e previsão do EBITDA da Inditex. Fonte: Relatório anual e autor

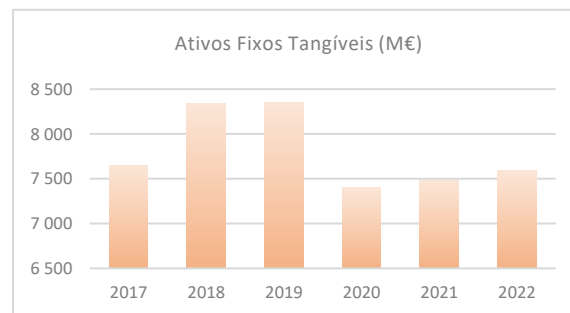


Gráfico 21: Evolução dos ativos fixos tangíveis. Fonte: Relatório Anual

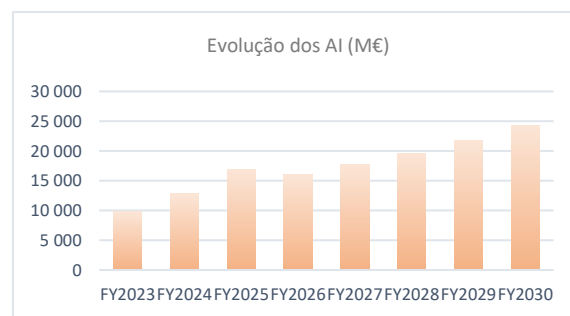


Gráfico 22: Previsão dos AI. Fonte: Autor

no ano de 2025 devido ao investimento feito nos Estados Unidos. A partir daí, apesar do aumento, é esperado que as taxas de crescimento sejam mais estáveis, como podemos ver no Gráfico 20.

5.2 Património

Através da análise do Balanço Patrimonial da empresa, é possível retirar algumas conclusões acerca da liquidez e da capacidade da empresa pagar as suas dívidas.

Olhando para os valores dos Ativos Fixos Tangíveis no Gráfico 21, podemos ver que existem fases de crescimento específicas, que se seguem de uma redução nos valores. Uma dessas fases de crescimento aconteceu entre 2018 e 2019, resultado da expansão das lojas em novos países. A abertura de novas lojas envolve a aquisição ou locação de novos espaços e a compra de novos equipamentos. Nos próximos 3 anos, além da expansão nos Estados Unidos, a empresa também pretende estender os seus armazéns e centros de distribuição em Espanha, o que envolve mais investimento em Ativos Fixos Tangíveis (Gráfico 23).

Outra das principais metas da empresa visa a inovação e modernização das lojas e dos canais de venda online, aumentando desta forma o investimento em ativos intangíveis. Estima-se que até 2025, os valores dos ativos intangíveis alcancem quase os 17 000 milhões de euros, aumentando lentamente a partir daí (Gráfico 22).

Tendo em conta os componentes do CAPEX, podemos observar no Gráfico 24 que a maior fatia pertence aos Ativos Fixos Tangíveis, apesar do investimento em Ativos Intangíveis ter vindo a aumentar.

Relativamente ao endividamento, a empresa apresenta baixos valores de dívida, uma vez que se financia maioritariamente pelo seu capital próprio e pelos fundos recebidos através da atividade operacional, o que permite ao Grupo manter a sua posição financeira e monetária sólida. Grande parte da sua dívida está relacionada com as locações operacionais e financeiras, associadas ao serviço de locação dos espaços de venda, como se pode verificar pelo Gráfico 25.

De uma perspetiva geral, os ativos têm sido sempre superiores aos passivos, com valores favoráveis nas contas a receber e caixa e equivalentes de caixa, o que indica disponibilidade de fundos e valores a receber.



Gráfico 23: Previsão dos Ativos Fixos Tangíveis. Fonte: Autor

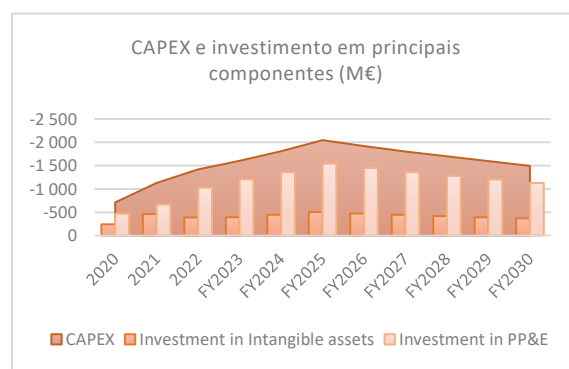


Gráfico 24: Previsão do CAPEX e principais componentes. Fonte: Autor

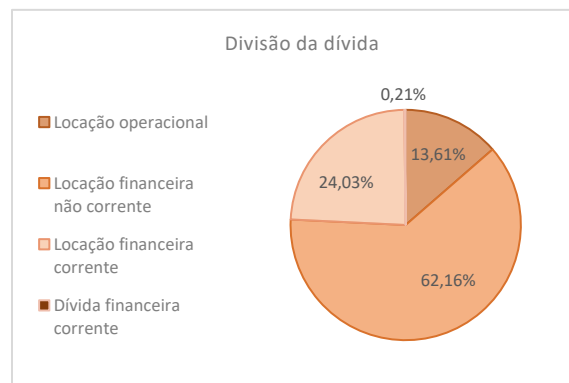


Gráfico 25: Divisão da dívida por componentes. Fonte: Relatório Anual

5.3 Rácios

De forma a complementar a análise financeira da empresa, é necessário explorar também alguns rácios fundamentais para conhecer a saúde financeira da empresa.

Observando a margem do lucro bruto na Tabela 10, vemos que esta tem registado sempre uma percentagem acima dos 50%, o que significa que a empresa consegue manter mais de metade do valor das receitas após deduzir os custos das vendas, indicando que a empresa consegue ter uma boa rentabilidade proveniente das vendas, fruto de uma gestão eficiente dos custos das vendas. Durante o período de previsão (Gráfico 26), é expectável que o lucro bruto aumente a uma taxa de crescimento de cerca de 73% de 2023 para 2025 (ver previsões na Tabela 29), resultado de um aumento das receitas superior ao aumento dos custos das vendas, sofrendo um ligeiro abrandamento após esse ano.

Olhando de seguida para a margem de EBITDA, esta registou percentagens mais baixas, porém sempre crescentes, justificado pelo controlo eficiente de despesas operacionais, despesas de vendas gerais e administrativas. A margem de EBIT apresenta uma tendência histórica similar a margem de EBITDA, porém na sua previsão espera-se que aumente a partir de 2025, devido à diminuição das depreciações e amortizações (ver Tabela 29).

No que toca aos rácios de rentabilidade, foi calculado a Rentabilidade do Capital Próprio (ROE), Rentabilidade dos ativos (ROA) e Rentabilidade do Capital Investido (ROIC).

Entre 2017 e 2022, ambos os rácios tiveram a mesma tendência: decrescente até 2020, registando uma recuperação rápida após esse ano (Gráfico 27). A diminuição do ROE deve-se a um crescimento do Capital Próprio superior ao crescimento do lucro líquido, assim como a diminuição do ROA se deve ao maior aumento do número de ativos em relação ao lucro líquido. Apesar de ambos os componentes crescerem, a taxa de crescimento do lucro líquido não acompanhou as restantes, resultando assim na diminuição desses rácios. O mesmo aconteceu com o ROIC, cujo capital investido cresceu a uma taxa superior à do lucro líquido, mantendo-se consistentemente acima dos 20% com a exceção de 2020, o que ajuda a entender a grande vantagem competitiva que a empresa tem sobre a concorrência neste mercado altamente fragmentado. Contudo, a partir de 2025, espera-se que esses rácios recuperem (Gráfico 28), em consequência de um maior aumento

Margens	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margem de lucro bruto	56%	57%	56%	56%	57%	57%
Margem de EBITDA	21%	21%	27%	22%	26%	27%
Margem de EBIT	17%	17%	17%	7%	15%	17%
Margem líquida	13%	13%	13%	5%	12%	13%

Tabela 10: Evolução das margens. Fonte: Autor

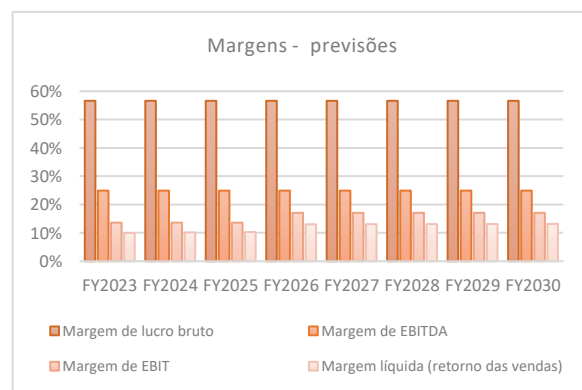


Gráfico 26: Previsão das margens. Fonte: Autor

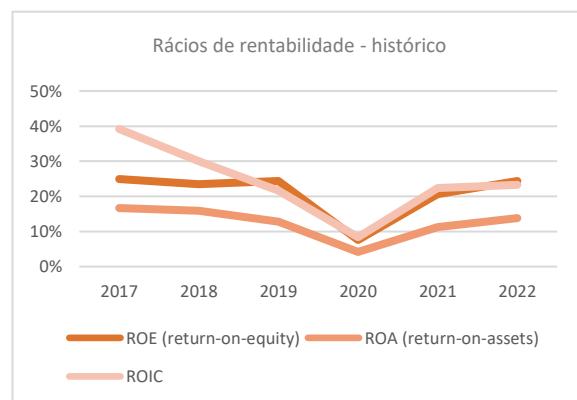


Gráfico 27: Evolução dos rácios de rentabilidade. Fonte: Autor

no lucro líquido face às variáveis em questão, resultante dos investimentos feitos nos próximos 3 anos.

Desta forma, pode-se concluir que a empresa espera gerar maiores retornos provenientes do capital próprio, dos ativos e do capital investido nos próximos anos. Por outro lado, um ROIC superior ao WACC significa que o retorno do capital investido é superior aos custos de capital, o que indica que a empresa estará a criar valor para os seus acionistas.

Relativamente à liquidez, este rácio pode ser dividido em 3: liquidez geral, reduzida e imediata. A diferença entre a liquidez reduzida e liquidez imediata deve-se ao valor das contas a receber e aos investimentos financeiros correntes, representando cerca de 6% e 31% dos ativos correntes, respetivamente, em 2022 (Gráfico 29). Em 2019 e 2022, a liquidez imediata registou um decréscimo, registando valores abaixo de 1, o que indica que a empresa não tinha ativos mais líquidos - caixa e equivalentes de caixa - suficientes para cobrir os passivos correntes (ver Gráfico 30). Porém, esses valores alteraram-se em 2020, voltando a estar acima de 1, devido a um crescimento da caixa e equivalentes de caixa de 4 780 milhões de euros para 7 398 milhões de euros.

A liquidez reduzida, por sua vez, apresentou sempre valores acima de 1, o que significa que os ativos correntes mais líquidos cobriam as dívidas de curto prazo, deixando a empresa numa boa posição financeira.

Por outro lado, pela liquidez geral conclui-se que em 2017 e 2018 os ativos correntes eram quase o dobro dos passivos correntes (Gráfico 30), o que revela uma boa saúde financeira. A considerável diferença deste rácio para os outros dois deve-se ao valor dos inventários, que tem um peso significativo no total dos ativos – cerca de 22% – como podemos verificar no Gráfico 29. Em 2022, a Inditex optou por aumentar o seu inventário para prevenir quebras de stock devido às interrupções inesperadas que aconteciam na cadeia de distribuição relacionadas com as restrições causadas pela pandemia, o que, associado à diminuição da caixa e fluxo de caixa, salienta a diferença entre os rácios.

Por fim, é fundamental fazer referência à gestão operacional e de ativos da empresa. Para tal, foram analisados o fundo de maneo operacional e o CAPEX, como se pode observar no Gráfico 31.

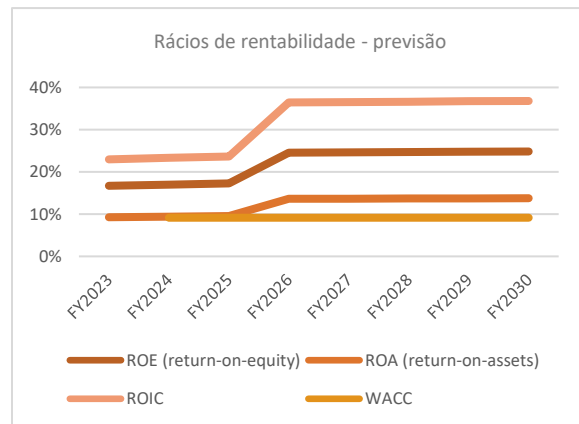


Gráfico 28: Previsão dos rácios de rentabilidade. Fonte: Autor

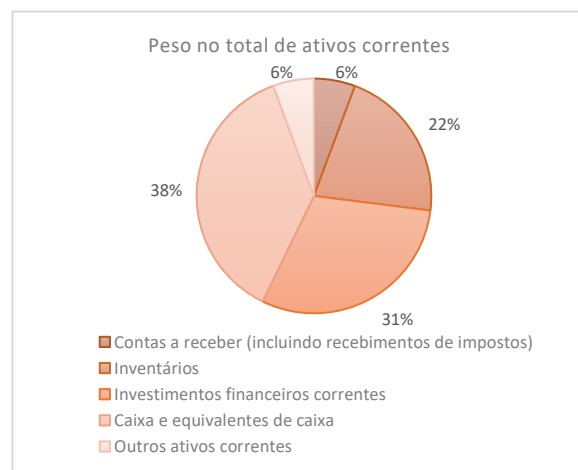


Gráfico 29: Peso no total de ativos correntes. Fonte: Autor

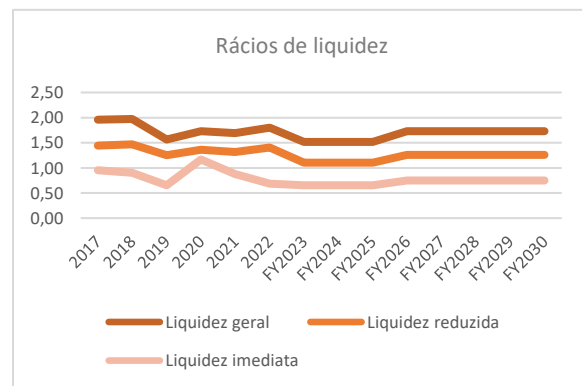


Gráfico 30: Rátios de liquidez. Fonte: Autor

O CAPEX registou uma diminuição progressiva entre 2017 e 2020, passando de 1 772 milhões de euros em 2017 para 708 milhões de euros em 2020 (Gráfico 31). Em 2023, a empresa esperava atingir 1600 milhões de euros, fruto do investimento em projetos de expansão/remodelação de lojas noutras regiões, construção e renovação dos principais centros de distribuição e da sede da empresa, direitos de uso dos espaços comerciais, modernização das tecnologias de segurança nas lojas e digitalização do processo de compra, com o objetivo de melhorar a experiência do consumidor. Desta forma, conclui-se que a empresa tem mantido sempre um certo investimento na melhoria das atividades operacionais e expansão da atividade económica, para contribuir para um aumento do seu crescimento económico futuro.

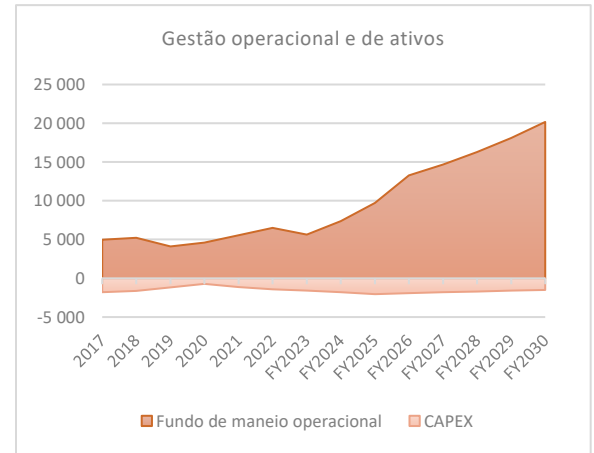


Gráfico 31: Evolução e previsão da gestão operacional e de ativos. Fonte: Relatório Anual e autor

Por outro lado, analisamos o Fundo de Maneio Operacional (Gráfico 31), que revela a capacidade da empresa otimizar a sua gestão operacional. Este foi calculado através da soma das Contas a Receber e Inventários e subtraindo a esse resultado as Contas a Pagar. A previsão para o Fundo de Maneio Operacional é crescente, associada ao crescimento de atividade prevista para a empresa.

6. Avaliação

Após a análise da indústria do vestuário, dos concorrentes da Inditex e da análise interna à empresa, foi possível proceder à avaliação. O objetivo desta avaliação é estimar o preço-alvo por ação da Inditex para o final de 2024, tendo por base um período de previsão de 7 anos – de 2023 a 2030. Para chegarmos à meta final, foram usados 2 modelos de avaliação, distintos e complementares: o Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados e a Avaliação Relativa.

6.1 Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF)

6.1.1 Custo Médio Ponderado do Capital - WACC

O primeiro passo dado nesta avaliação foi o cálculo da taxa de desconto adequada, que neste caso se tratava do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), que reflete o custo do financiamento da empresa – custo do capital próprio e custo da dívida.

Para obter o Custo de Capital Próprio (Tabela 11), o modelo utilizado foi o Modelo de Avaliação de Ativos de Capital (*Capital Asset*

Custo de Capital Próprio (CP), Re	
Taxa livre de risco da Alemanha – 01/09/2023	2,55%
Prémio de risco do mercado	1,07%
Prémio de risco por região	7,95%
Beta	0,82
Custo de Capital Próprio, Re	9,89%

Tabela 11: Cálculo do custo do capital próprio. Fonte: Autor

Pricing Model - CAPM). Para tal, foi usada a taxa de retorno das obrigações de tesouro a 30 anos da Alemanha a dia 1/09/2023 – 2,55%, uma vez que a empresa opera maioritariamente em Euros e essa é taxa livre de risco com menor risco na Zona Euro.

Quanto ao prémio de risco da Inditex, a mesma deve incluir o risco de cada região onde opera e o próprio de risco do mercado. Assim, foi tido em conta o facto de esta operar pelo mundo todo, estando assim exposta ao risco extra de cada país, que deve ser incluído no prémio de risco que os investidores exigem por segurança. Uma vez que a Inditex tem alguma disparidade geográfica em termos de vendas, foi calculado o peso das vendas de cada região no total das vendas para que o risco fosse proporcionalmente adequado a cada região (Tabela 13). A partir daí foi calculada uma média ponderada com os prémios de risco de cada região, retirados da base de dados do professor Aswath Damodaran, obtendo um prémio de risco de região de 7,95% (Tabela 12). O ERP da América foi calculado através da média do ERP da América do Sul e América do Norte. Além desse prémio de risco por região, foi também acrescentado o prémio de risco do mercado, MSCI World, que reflete o risco associado ao mercado geral. O prémio de risco do mercado global foi calculado através da média do retorno do mercado nos últimos 10 anos, que resultou num valor de 1,07%.

Por fim, o beta alavancado da empresa foi calculado através de uma abordagem *Bottom-Up*, com base na média dos betas das empresas comparáveis. O grupo de empresas comparáveis foi escolhido com base em diversos critérios, de forma a seleccionar apenas as empresas mais similares à Inditex. Assim, as empresas comparáveis escolhidas foram a Fast Retailing, a Kering SA, a Nike e a H&M (Figura 4), visto que apresentavam valores de capitalização de mercado similares, assim como o risco, os fluxos de caixa e rentabilidade do capital investido. Após essa seleção, foram obtidos os betas alavancados de cada uma, através de regressões lineares no período de 1/01/2017 a 1/01/2020, excluindo o período Covid-19 de forma a não enviesar os resultados.

Para poder proceder ao cálculo do beta alavancado da empresa, foi necessário retirar o efeito de alavancagem dos betas das empresas comparáveis. Foi retirado da base de dados do Refinitiv Eikon as informações de 2022 das empresas comparáveis relativas ao rácio dívida/capital próprio e à taxa de imposto efetiva da empresa para poder

Vendas por região, total e peso		
Região	Vendas	% no total
Espanha	5 021	15,4%
Resto da Europa	16 306	50,1%
América	6 556	20,1%
Ásia e resto do mundo	4 686	14,4%
Total	32 569	100%

Tabela 13: Vendas por região, total e peso. Fonte: Autor

Prémio de risco por região		
País	Peso nas vendas	ERP
Espanha	15,42%	8,60%
Resto da Europa	50,07%	7,98%
América	20,13%	8%
Ásia e resto do mundo	14,39%	7,26%
Prémio de risco		7,95%

Tabela 12: Cálculo do prémio de risco por região. Fonte: Autor



Figura 4: Empresas comparáveis. Fonte: Autor

Beta, β	
Beta não alavancado	0,65
D/CP Inditex	32,0%
Taxa de imposto efetiva da Inditex	22,6%
Beta alavancado da Inditex	0,82

Tabela 14: Cálculo do Beta. Fonte: Autor

calcular o beta não alavancado de cada uma. Após esse cálculo, foi estimada a média desses betas, obtendo um beta não alavancado de 0,65. Este processo pode ser observado na Tabela 38 do Apêndice 2.

Estes resultados, aplicados na fórmula resultaram num beta alavancado de 0,82, como se pode ver na Tabela 14. Este valor do beta alavancado da empresa é também sustentado pela informação retirada da base de dados do professor Aswath Damodaran, que indica que o beta da indústria do vestuário a nível global em 2017, 2018 e 2019 foram 0,90, 0,83 e 0,80, resultando numa média de 0,84, o que mostra que, comparando o beta da empresa à indústria, estes se encontram bastante próximos.

Para o Custo da Dívida antes de imposto da empresa, apresentado na Tabela 15, foi tido em consideração o índice de cobertura de juros do Grupo Inditex, que em 2022 foi de 7,68, o que representa uma avaliação de AA na escala de Damodaran, correspondendo assim a um *default spread* de 0,85%. Este *default spread*, adicionado à taxa livre de risco, resultou num custo de dívida de 3,40%.

Após obter os respetivos custos de financiamento, foi estimado o valor de mercado do Capital Próprio, da Dívida e da empresa, para obter a percentagem que cada um tem no total do valor de mercado da empresa. A Inditex apresenta uma dívida extremamente baixa, sendo praticamente financiada apenas pelo seu Capital Próprio. Como podemos ver na Tabela 16, em 2022 o peso da dívida era de cerca de 10% enquanto o peso do Capital próprio representava quase 90% do valor da empresa, o que resultou num WACC de 9,16%, parecido ao custo do Capital Próprio, pela sua significância no total do valor.

6.1.2 Valor Terminal

O segundo passo para atingir o preço-alvo foi calcular os fluxos de caixa descontados. Este processo começa por adicionar ao lucro operacional antes de juros e impostos as depreciações e amortizações e subtrair as componentes do reinvestimento da empresa – o CAPEX e a variação do fundo de maneio não monetário – obtendo desta forma os fluxos de caixa da empresa. Após isso, os fluxos de caixa foram atualizados à taxa de WACC ao ano de 2024, de forma a obter o valor presente dos fluxos de caixa da empresa, como pode ser observado na Tabela 39.

Para o cálculo do valor terminal (Tabela 17), a decisão foi fazer a sua previsão com base no lucro operacional antes de juros e impostos

Custo da Dívida, Rd	
Índice de cobertura de juros em 2022	7,68
Default Spread	0,85%
Taxa livre de risco	2,55%
Custo da Dívida, Rd	3,40%

Tabela 15: Cálculo do custo da dívida. Fonte: Autor

WACC	
Custo de Capital Próprio, Re	9,89%
Custo da Dívida, Rd	3,40%
Peso da Dívida	10,13%
Peso do Capital Próprio	89,87%
Taxa de imposto	22,60%
WACC	9,16%

Tabela 16: Cálculo do WACC. Fonte: Autor

Valor terminal	
EBIT(1-T) (2030)	16 065
Ano de previsão	6
WACC	9,16%
Taxa de reinvestimento	78%
Taxa de crescimento perpétuo	2%
Valor terminal	29 171,99

Tabela 17: Cálculo do valor terminal. Fonte: Autor

ao invés de recorrer aos fluxos de caixa livres da empresa, de forma a evitar a distorção que pode ser causada pelos investimentos. Posto isto, para o cálculo do Valor Terminal utilizou-se a previsão do ano de 2030 do lucro operacional antes de juros e impostos e aplicou-se uma taxa de reinvestimento de 78%. Esta taxa de reinvestimento provém da média das taxas de reinvestimento dos últimos 5 anos de previsão (2026-2030), uma vez que os primeiros três consideram um reinvestimento atípico devido aos próximos investimentos da empresa. Para a taxa de crescimento perpétua, considerou-se uma taxa de 2%, resultante da média da previsão do *Congressional Budget Office* (CBO) da taxa de inflação (1,9%) e da taxa de crescimento do PIB real (2,1%) no período de previsão de 2025 e 2030.

Tendo o Valor Terminal, somou-se os ativos não operacionais e a caixa e equivalentes de caixa de 2023 para obter o valor da empresa (Tabela 18). A esse resultado subtraiu-se o valor da dívida de 2023 de forma a obter o valor do Capital Próprio e, dividindo pelo número de ações em circulação, que se pressupôs que ia manter devido às variações mínimas que tem vindo a sofrer, obteve-se um preço-alvo por ação de 45,15€, o que representa uma valorização de cerca de 15% face ao preço final de 2023.

6.2 Avaliação Relativa

Para complementar a avaliação feita pelo Método dos Fluxos de Caixa Descontados, foi realizada uma avaliação relativa para o preço final de 2023 e 2024. A avaliação relativa de 2023 foca-se apenas em comparar a empresa avaliada com o mercado nessa altura, usando os múltiplos dos últimos 12 meses. A avaliação relativa de 2024 será usada para estimar um preço-alvo através dos múltiplos estimados dos próximos 12 meses das empresas comparáveis. Estas comparáveis foram escolhidas com base em 4 critérios: capitalização de mercado, usando um intervalo de 50 000 milhões e 170 000 milhões de euros; risco, escolhendo betas alavancados entre 1,05 e 1,20; fluxos de caixa livres, num intervalo de 1 000 milhões e 10 000 milhões e, por fim, o retorno do capital investido, usando taxas entre os 10% e os 20% (ver Tabela 40).

Para calcular os valores obtidos na avaliação relativa foram utilizados múltiplos de resultados, do balanço e de receitas, retirados do Refinitiv Eikon de forma a manter a consistência entre resultados.

Valor terminal	29 171,99
Ativos não operacionais (2023)	3 793
Caixa e equivalentes de caixa (2023)	7 1471
Valor da empresa	154 001
Dívida (2023)	13 470,07
Valor do Capital Próprio	140 531,13
Número de ações	3 112,46
Preço por ação	45,15

Tabela 18: Cálculo do preço final por ação. Fonte: Autor

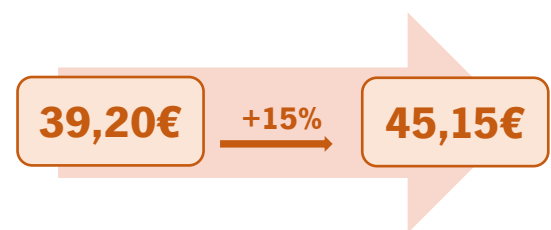


Figura 5: Possível valorização do preço por ação. Fonte: Autor

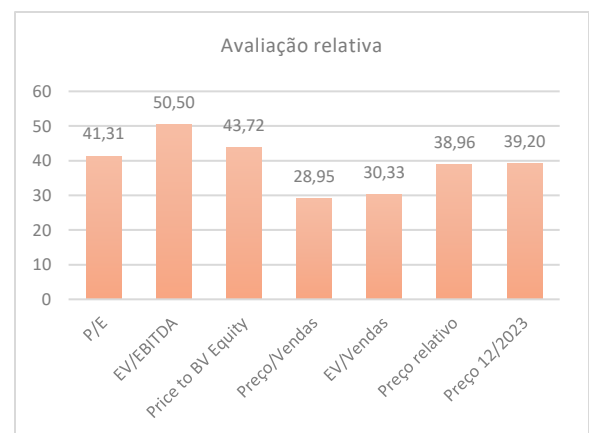


Gráfico 32: Avaliação relativa. Fonte: Autor

No Gráfico 32 estão apresentados os resultados da avaliação relativa. Apesar de utilizarmos apenas as empresas comparáveis mencionadas anteriormente para fazer esta avaliação, por terem desempenhos e características similares ao do Grupo Inditex, também foram utilizadas outras empresas do setor como meio de comparação para a média ponderada da indústria, usando como base a capitalização de mercado de cada uma.

Numa perspetiva geral, fazendo uma média das avaliações de cada uma das comparáveis, obteve-se um preço por ação de 38,96€ (Tabela 19), o que é inferior ao valor da Inditex no final de 2023 em 0,61%, o que indica que as ações da empresa estavam relativamente sobreavaliadas em comparação com o mercado.

Relativamente à avaliação relativa de 2024, os resultados diferem mais comparativamente a 2023 (Gráfico 33). Para calcular os valores, foram usados os múltiplos estimados pelo Refinitiv Eikon para os próximos 12 meses e os dados financeiros da empresa estimados para 2024. É possível constatar, através da Tabela 20, que o preço estimado pela avaliação relativa é mais alto que o preço-alvo estimado pelo modelo DCF em cerca de 33,09%, com um valor de 60,09€. Quando comparado com a avaliação relativa da média da indústria, os valores convergem, com uma variação de apenas 6,76%. Apesar das divergências, a recomendação sugerida por este método de avaliação é a mesma recomendada pelo Modelo de Avaliação DCF, sendo esta a **compra das ações**.

	Avaliação relativa 2023	Varição para o Preço Final de 2023
P/E	41,31	5,38%
EV/EBITDA	50,50	28,82%
Preço/Valor patrimonial	43,72	11,53%
Preço/Vendas	28,95	-26,14%
EV/Vendas	30,33	-22,63%
Preço relativo	38,96	-0,61%
Preço atual	39,20	

Tabela 19: Taxas de variação dos resultados da avaliação relativa com o preço final de 2023. Fonte: Autor

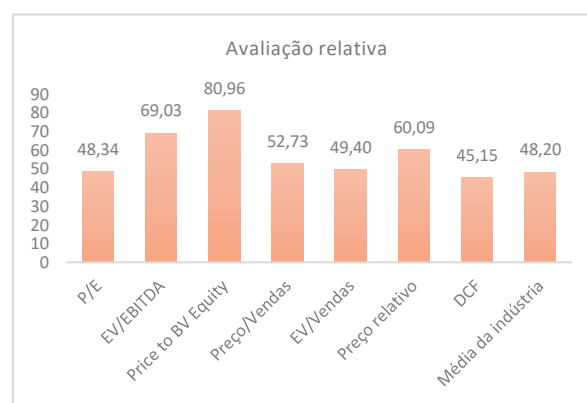


Gráfico 33: Resultados da avaliação relativa e preço final de 2024. Fonte: Autor

	Avaliação relativa de 2024	Varição para o Preço Alvo da DCF
P/E	48,34	7,05%
EV/EBITDA	69,03	52,89%
Price to BV Equity	80,96	79,30%
Preço/Vendas	52,73	16,79%
EV/Vendas	49,40	9,41%
Preço relativo	60,09	33,09%
DCF	45,15	
Média da indústria	48,20	6,76%

Tabela 20: Taxas de variação dos resultados da avaliação relativa com o preço final de 2024. Fonte: Autor

7. Riscos de investimento

Devido à natureza da sua atividade económica, a Inditex está exposta a diversos riscos. Estes riscos, que serão mencionados de seguida, devem ser monitorizados e geridos de forma a atenuar o impacto que terá na posição da empresa no mercado. Para tal, são implementadas estratégias que se adequam a cada um dos riscos, de forma a reduzir o impacto negativo dos mesmos.

7.1 Riscos Financeiros - RF

7.1.1 Risco Cambial (RF1)

Probabilidade: 5 | Impacto: 3

A Inditex opera internacionalmente e com países cuja moeda diverge do Euro. No momento das transações, a empresa está sempre sujeita a diferenças cambiais, que tanto podem ser positivas como negativas e que se alteram de dia para dia, o que dificulta a gestão desse risco.

Este risco é gerido através de várias estratégias como o controlo contínuo das variações das taxas de câmbio e o uso de *hedge* natural proporcionado pela diversificação geográfica das operações. Outra estratégia da empresa para mitigar o risco cambial é a compra centralizada, maioritariamente em dólares americanos, e o investimento em instrumentos financeiros que reduzam as flutuações dos fluxos de caixa esperados em moeda estrangeira, como por exemplo os depósitos em moeda estrangeira. Além disso, a empresa também recorre ao investimento em derivados de *hedge* que consistem em contratos a termo sobre as futuras compras feitas em dólares americanos, de forma a mitigar as flutuações cambiais nas transações intra grupo.

7.1.2 Risco De Juros (RF2)

Probabilidade: 2 | Impacto: 1

O risco de juros é o risco associado à volatilidade dos juros de financiamento. No caso da Inditex, este é um risco pouco relevante para a empresa, uma vez que esta detém uma dívida praticamente nula, deixando os lucros longe de serem afetados por este risco.

7.1.3 Risco De Crédito (RF3)

Probabilidade: 1 | Impacto: 1

O risco de crédito é outro risco cuja empresa tem uma exposição relativamente baixa. Sendo a Inditex um retalhista que vende diretamente os produtos ao consumidor final, maior parte das cobranças são feitas em dinheiro ou em pagamentos com cartão de crédito, o que evita que haja devedores. Além disso, o Grupo detém políticas para cobrir as vendas das franquias.

7.1.4 Risco De Liquidez (RF4)

Probabilidade: 1 | Impacto: 2

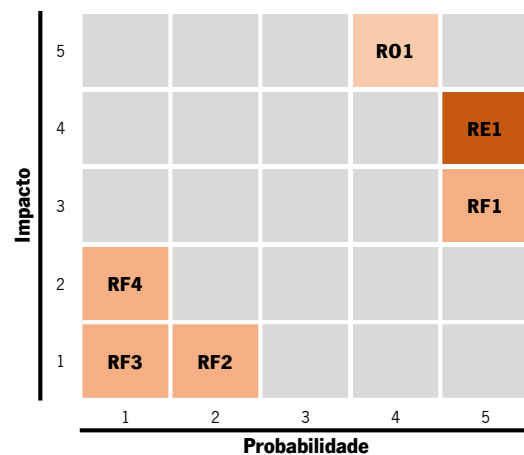


Figura 6: Matriz de probabilidade/impacto dos riscos da Inditex. Fonte: Autor

O risco de liquidez também não é um risco considerado como ameaça à empresa. Como foi referido anteriormente, a empresa detém caixa e equivalentes de caixa provenientes dos consumidores finais suficientes para dar cobertura aos fluxos de saída das operações, o que lhe permite ter sempre fundos disponíveis caso sejam necessários.

7.2 Riscos Económicos - RE

7.2.1 Risco Do País (RE1)

Probabilidade: 5 | Impacto: 4

A presença internacional do Grupo Inditex conduz a uma elevada exposição ao risco de cada país na qual opera. Esta multiplicidade geográfica traz diversos riscos, uma vez que está sujeita aos acontecimentos individuais de cada país. Em 2022, o conflito geopolítico entre a Ucrânia e a Rússia obrigou a empresa a suspender a sua atividade económica em ambos os países. Outro grande problema de operar mundialmente é a mudança de moeda, que limita a livre circulação de fluxos de caixa, devido à dificuldade em converter a moeda funcional para a moeda estrangeira ou restrições locais que impedem a transação de capital de um país para o outro.

Para colmatar esse risco, a empresa definiu políticas de repatriação ativa, que envolve recuperar os fundos de volta para o país de origem de forma estratégica para evitar o risco de perdas em flutuações cambiais. Além disso, a empresa também recorre a uma avaliação profunda da jurisdição de cada país onde detém ativos para uma melhor gestão do risco do país.

7.3 Riscos Operacionais - RO

7.3.1 Risco De Matéria-Prima (RO1)

Probabilidade: 4 | Impacto: 5

Sendo um modelo de negócio vertical, a Inditex tem a sua atividade operacional quase toda concentrada internamente. No entanto, não é autossuficiente na produção de matéria-prima para a sua atividade. Esta tem a necessidade de comprar as matérias-primas, têxtil e não têxtil, assim como os transportes de distribuição e a energia. Desta forma, a empresa está exposta à volatilidade destes custos.

8. Análise de sensibilidade

Tendo em conta a incerteza subjacente às previsões efetuadas, é necessário considerar diversos cenários macroeconómicos na avaliação da empresa que tenham em conta os principais riscos da Inditex. Para tal, foram realizados 3 testes para analisar a sensibilidade da empresa a várias variáveis, das quais: o WACC, a taxa de crescimento perpétua, a margem EBIT e a taxa de crescimento das receitas. A sensibilidade ao WACC foi analisada com uma variação de 5% em todos os testes, uma vez que esta variável é afetada pelo risco mais influente da empresa, o risco que advém da exposição a diversos países, através das flutuações das taxas de juro e das taxas de câmbio que influenciam o custo de capital da empresa. Por outro lado, as sensibilidades das outras três variáveis foram

analisadas com variações de 3%, de forma a refletir o impacto do risco cambial nas vendas internacionais que podem afetar as receitas e o impacto do risco da matéria-prima nas receitas e na margem EBIT. Uma vez que as vendas foram previstas com duas fases de crescimento, as taxas de margem EBIT e de crescimento das vendas também tiveram de estar sujeitas a duas fases de crescimento, de forma a dar consistência aos resultados.

O primeiro teste realizado foi a análise de sensibilidade à variação do WACC e à taxa de crescimento perpétua (Tabela 21). Esta análise de sensibilidade mede o impacto que a taxa de crescimento perpétua e o WACC têm no valor final da ação. É possível observar, através da Tabela 22, a variação absoluta do WACC e da taxa de crescimento perpétua no valor da ação. Enquanto a variação do WACC no melhor e pior cenário é de 10,1% e -7,6%, respetivamente, na variação da taxa de crescimento perpétua é de apenas 0,5% e -0,5%.

WACC	TAXA DE CRESCIMENTO TERMINAL							
		1,82%	1,88%	1,94%	2,00%	2,06%	2,12%	2,18%
7,79%	49,35	49,47	49,60	49,73	49,86	49,99	50,13	
8,24%	47,71	47,81	47,92	48,03	48,14	48,25	48,36	
8,70%	46,24	46,33	46,42	46,51	46,60	46,70	46,79	
9,16%	44,91	44,99	45,07	45,15	45,22	45,30	45,39	
9,62%	43,71	43,77	43,84	43,90	43,97	44,04	44,11	
10,08%	42,59	42,65	42,71	42,77	42,83	42,89	42,95	
10,53%	41,57	41,62	41,67	41,72	41,77	41,82	41,88	

Tabela 21: Análise de sensibilidade ao WACC e taxa de crescimento perpétua.
Fonte: Autor

Análise em comparação com base		
WACC - CRESCIMENTO		
PIOR CENARIO	Δ % WACC	-7,6%
MELHOR CENARIO	Δ % WACC	10,1%
PIOR CENARIO	Δ % CRESCIMENTO	-0,5%
MELHOR CENARIO	Δ % CRESCIMENTO	0,5%
MELHOR CENARIO	Δ % AMBAS	11,03%
PIOR CENARIO	Δ % AMBAS	-7,9%

Tabela 22: Tabela resumo dos cenários de variação do WACC e taxa de crescimento perpétua. Fonte: Autor

O segundo teste analisou a sensibilidade à variação do WACC e da margem EBIT (Tabela 23). Este teste é fundamental para analisar o impacto da estrutura de custos e das depreciações e amortizações no lucro operacional.

WACC	MARGEM EBIT							
	G2	15,55%	16,07%	16,58%	17,09%	17,61%	18,12%	18,63%
	G1	12,39%	12,80%	13,21%	13,62%	14,03%	14,44%	14,85%
7,79%	42,93	45,12	47,42	49,71	52,00	54,30	56,59	
8,24%	41,67	43,79	45,92	48,04	50,16	52,29	54,41	
8,70%	40,59	42,57	44,54	46,52	49,49	50,46	52,44	
9,16%	39,61	41,46	43,30	45,15	46,99	48,83	50,67	
9,62%	38,71	40,44	42,17	43,90	45,63	47,36	49,08	
10,08%	37,88	39,50	41,13	42,76	44,38	46,01	47,64	
10,53%	37,11	38,65	40,19	41,73	43,27	44,80	46,34	

Tabela 23: Análise de sensibilidade ao WACC e margem EBIT.
Fonte: Autor

Análise em comparação com base		
WACC - MARGEM EBIT		
PIOR CENARIO	Δ % WACC	-7,6%
MELHOR CENARIO	Δ % WACC	10,1%
PIOR CENARIO	Δ % MARGEM EBIT	-12,3%
MELHOR CENARIO	Δ % MARGEM EBIT	12,2%
MELHOR CENARIO	Δ % AMBAS	25,34%
PIOR CENARIO	Δ % AMBAS	-17,8%

Tabela 24: Tabela resumo dos cenários de variação do WACC e margem EBIT. Fonte: Autor

A observação da análise de sensibilidade destes fatores mostra que a variação na margem EBIT tem uma maior variação absoluta no valor final da ação comparativamente à variação do WACC. Como se pode ver na Tabela 24, num cenário em que a margem EBIT é de 14,85% nos 2 primeiros anos e 18,63% nos restantes, e o WACC é de 9,16%, a taxa de variação face ao preço-base definido pela avaliação DCF é de 12,2%. Em contrapartida, usando o melhor cenário do WACC (7,79%), a taxa de variação do preço final por ação é de 10,1%. A mesma tendência acontece numa situação de cenário mais pessimista. A taxa de variação do preço final da ação aquando de uma margem EBIT

pessimista – 12,39% e 15,55% – é de -12,3%, que é superior a taxa de variação face a um WACC pessimista de 10,53%, mostrando uma taxa de variação de -7,6%.

Por fim, o terceiro teste analisou a sensibilidade à variação das possíveis taxas de crescimento das receitas e do WACC (Tabela 25). Esta é uma análise importante uma vez que o crescimento das receitas é muito dependente dos fenómenos económicos e sociais que acontecem diariamente. Além disso, sendo a Inditex uma empresa que opera pelo mundo todo, o seu risco à exposição de cada país onde atua é elevado, fazendo com que as suas receitas sofram com essa exposição.

WACC	TAXA DE CRESCIMENTO DAS RECEITAS							
	G2	9,87%	10,19%	10,52%	10,85%	11,17%	11,50%	11,82%
G1	27,86%	28,78%	29,70%	30,62%	31,54%	32,46%	33,37%	
	7,79%	45,52	46,96	48,44	49,71	51,51	53,10	54,73
	8,24%	44,05	45,42	46,84	48,04	49,76	51,28	52,84
	8,70%	42,70	44,02	45,37	46,52	48,17	49,62	51,11
	9,16%	41,49	42,75	44,05	45,15	46,74	48,13	49,56
	9,62%	40,38	41,60	42,85	43,90	45,43	46,78	48,15
	10,08%	39,37	40,54	41,75	42,76	44,24	45,54	46,86
	10,53%	38,45	39,59	40,75	41,73	43,17	44,42	45,70

Tabela 25: Análise de sensibilidade ao WACC e taxa de crescimento das receitas.

Fonte: Autor

Análise em comparação com base		
WACC - RECEITAS		
PIOR CENARIO	Δ % WACC	-7,6%
MELHOR CENARIO	Δ % WACC	10,1%
PIOR CENARIO	Δ % RECEITAS	-8,1%
MELHOR CENARIO	Δ % RECEITAS	9,8%
MELHOR CENARIO	Δ % AMBAS	21,22%
PIOR CENARIO	Δ % AMBAS	-14,8%

Tabela 26: Variação no preço final com variação do WACC e taxa de crescimento das receitas. Fonte: Autor

Fonte: Autor

Após analisar os resultados na Tabela 26, verificou-se que a variação absoluta das taxas de crescimento das receitas é inferior à variação absoluta das variações da margem EBIT. Como se pode ver na Tabela 26, a taxa de variação do preço final da ação no melhor cenário de crescimento das vendas é de 9,8%, enquanto na análise de sensibilidade à margem EBIT era de 12,2%. O mesmo acontece com o pior cenário, sendo a taxa de variação do valor final da ação de -8,1% na variação das taxas de crescimento das receitas, variação esta inferior à da análise de sensibilidade da margem EBIT, de -12,3%.

Impacto da variação percentual unitária de uma variável no preço

	WACC	Crescimento perpétuo	Margem EBIT	Crescimento das receitas
Cenário otimista*	0,68	0,06	1,36	1,09

Tabela 27: Impacto da variação percentual unitária das variáveis no preço das ações. Fonte: Autor

*Nota: A variação relativa do cenário otimista foi calculada usando cenários mais favoráveis em comparação ao preço-base obtido pela avaliação DCF (45,15€). Desta forma, foi calculado com o WACC a 7,79% e preço 49,73€, taxa de crescimento perpétuo a 2,18% e preço a 45,39€, margem EBIT a 14,85% nos primeiros 2 anos e 18,63% nos restantes e preço 50,67€ e, por fim, taxa de crescimento das receitas de 33,37% nos primeiros 2 anos e 11,82% nos restantes e preço a 49,56€.

Analisando o impacto da variação percentual unitária das variáveis no preço, e considerando agora as variações relativas de todas as variáveis, calculado através do rácio variação percentual do preço por variação percentual da variável em questão (Tabela 27), pode-se concluir que a variável com mais impacto é a margem EBIT, seguida do crescimento das receitas, do WACC e, por fim, a taxa de crescimento perpétua. Esta classificação pode ser observada

através da variação relativa, em cenários macroeconômicos mais favoráveis, onde a margem EBIT regista uma variação relativa de 1,36, o que significa que uma variação de 1% na margem EBIT causa uma variação de 1,36% no preço. Por outro lado, uma variação de 1% na taxa de crescimento perpétuo conduz a uma variação de 0,06% no preço.

Em conclusão, o preço menos favorável acontece com um WACC de 10,53% e com margens EBIT de 12,39% entre 2023 e 2025 e 15,55% entre 2026 e 2030, obtendo um valor por ação de 37,11€, o que revela uma diminuição do preço por ação comparando com o preço final do ano de 2023. O melhor cenário, por sua vez, acontece com um WACC de 7,79% e com uma margem EBIT DE 14,85% entre 2023 e 2025 e 18,63% entre 2026 e 2030, com um valor por ação de 56,59€.

9. Referências

Artigos

Congressional Budget Office. (2023). The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033. Retirado a 6 de janeiro de 2024 de <https://www.cbo.gov/publication/56465>

Forbes Communications Council. (2023, Janeiro 2). The State of Sustainability in the Fashion Industry and What It Means for Brands. Forbes. Retirado a 30 de dezembro de 2023 de <https://www.forbes.com/sites/forbescommunicationscouncil/2023/01/02/the-state-of-sustainability-in-the-fashion-industry-and-what-it-means-for-brands/>

Inditex. (2021). Inditex Annual Report 2021 - Acknowledgements. Retirado a 24 de janeiro 2024 de https://static.inditex.com/annual_report_2021/en/2021-review/acknowledgements.html

International Monetary Fund. (2023). Regional Economic Outlook for Europe, October 2023. Retirado a 30 de dezembro de 2023 de <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2023/10/13/regional-economic-outlook-for-europe-october-2023>

International Monetary Fund. (2023). Spain - Country. Retirado a 30 de dezembro de 2023 de <https://www.imf.org/en/Countries/ESP>

International Monetary Fund. (2023). World Economic Outlook, October 2023. Retirado a 6 de janeiro de 2024 de <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

O Independente. (2022, Julho 26). "Execuções em Mianmar: Adidas, H&M e Zara são orientadas a fazer 'saída responsável' do país." O Independente. Retirado a 31 de Janeiro de 2024 de [Myanmar executions: Adidas, H&M and Zara told to make 'responsible exit' from the country | The Independent](https://www.o-independente.com.br/2022/07/26/mianmar-adidas-hm-zara-responsavel/)

Organization for Economic Co-operation and Development. (n.d.). OECD Statistics. Retirado a 27 de janeiro de 2024 de <https://stats.oecd.org/#>

Statista. (2023). EU consumers' environmental impact of clothing items shopping. Retirado em 30/12/2023 de <https://www.statista.com/statistics/973730/eu-consumers-environmental-impact-of-clothing-items-shopping/>

Statista. (2023). Fast fashion e-commerce. Retirado em 25/12/2023 de <https://www.statista.com/topics/10498/fast-fashion-e-commerce/#topicOverview>

Statista. (2023). Global cotton price since 1990. Retirado em 27/01/2024 de <https://www.statista.com/statistics/259431/global-cotton-price-since-1990/>

Statista. (2023). Global sales share of Inditex Group by region. Retirado em 24/12/2023 de <https://www.statista.com/statistics/456398/global-sales-share-inditex-group-by-region/>

Statista. (2023). Hourly labor cost in Europe. Retirado em 27/01/2024 de <https://www.statista.com/statistics/1211601/hourly-labor-cost-in-europe/>

Statista. (2023). Market value of fashion e-commerce worldwide. Retirado em 25/12/2023 de <https://www.statista.com/statistics/1298198/market-value-fashion-ecommerce-global/>

Statista. (2023). Minimum wage per hour in China by city and province. Retirado em 27/01/2024 de <https://www.statista.com/statistics/233886/minimum-wage-per-hour-in-china-by-city-and-province/>

Statista. (2023). Sales of the leading apparel accessories companies worldwide. Retirado em 21/04/2024 de <https://www.statista.com/statistics/257978/sales-of-the-leading-apparel-accessories-companies-worldwide/>

Statista. (2023). UK Brent crude oil price changes since 1976. Retirado em 29/12/2023 de <https://www.statista.com/statistics/262860/uk-brent-crude-oil-price-changes-since-1976/>

Reuters. (2022, novembro 24). "Trabalhadores da Zara na Espanha iniciam protestos para exigir salários mais altos." Reuters. Retirado a 31 de janeiro de 2024 de <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/zara-workers-spain-start-protests-demand-higher-pay-2022-11-24/>

Base de Dados

Refinitiv Eikon

Livros

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.).

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the value of companies* (5th ed.). McKinsey & Company.

Palepu, K., Healy, P. M. & Peek, E. (2015). *Business Analysis and Valuation* (3rd ed.). Cengage Learning.

Relatórios

Group Inditex (2018). *Annual Report*.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/6e8774aa-b3a3-4428-ae19-c15f4366d477/2018_inditex_annual_report.pdf?t=1655305865162

Group Inditex (2019). *Annual Report*.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/95b99798-cfd9-4e7b-a56c-15206f2c856b/inditex_annual_report_2019.pdf?t=1655306343786

Group Inditex (2020). *Annual Report*.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/abad125c-3964-443f-8fe7-f564d4cada7e/2020_inditex_annual_report.pdf?t=1655306351720

Group Inditex (2021). *Annual Report*.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/9f9bb2e5-99da-4127-8337-4f829b874628/inditex_annual_report_2021.pdf?t=1655306372533

Group Inditex (2022). *Annual Report*.

<https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/0a8f35b7-9284-4904-a648-5eda905a0546/INDITEX+Full+Year+2022+Results.pdf?t=1678860835124>

Group Inditex (2022). *Presentation of Results*.

<https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/3a475a9a-28f0-416e-9ac4-52eb2d65d5ff/4Q2022+Results+.pdf?t=1678866512015>

10. Apêndices

Relatórios financeiros e pressupostos

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receitas (vendas líquidas)	25 336	26 145	28 286	20 402	27 716	32 569
Custo de vendas	-11 076	-11 329	-12 479	-9 013	-11 902	-14 011
Lucro Bruto	14 260	14 816	15 806	11 390	15 814	18 559
Despesas operacionais	-6 319	-6 528	-5 125	-3 557	-4 698	-5 612
SG&A (Despesas de vendas, gerais e administrativas)	-2 625	-2 801	-3 051	-3 250	-3 898	-4 255
Outras perdas e ganhos, líquido	-38	-30	-33	-31	-35	-43
EBITDA	5 277	5 457	7 598	4 552	7 183	8 649
Depreciações e amortizações	-963	-1 100	-2 826	-3 045	-2 901	-3 130
Lucro Operacional (EBIT)	4 314	4 357	4 772	1 507	4 282	5 520
Receitas/Custos financeiros, líquido	-5	17	-152	-139	-142	-214
Outros ganhos/perdas	-20	3	-169	-138	-126	-270
Resultados de empresas contabilizados pelo método de equivalência patrimonial	42	54	61	33	58	53
Lucro antes de imposto (EBT)	4 351	4 428	4 681	1 401	4 199	5 358
Impostos	-979	-980	-1 034	-297	-949	-1 211
Lucro Líquido	3 372	3 448	3 647	1 104	3 250	4 147
Minorias/Lucro líquido atribuível a interesses minoritários	-5	-4	8	-2	7	17
Lucro Líquido atribuível	3 368	3 444	3 639	1 106	3 243	4 130
Ganhos por ação	1,08	1,11	1,17	0,36	1,04	1,33

Tabela 28: Demonstração dos resultados - histórico. Fonte: Relatórios anuais da Inditex

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
Receitas (vendas líquidas)	41 999	54 843	72 568	80 032	88 488	98 085	108 997	121 428
Custo de vendas	-18 219	-23 791	-31 480	-34 718	-38 386	-42 549	-47 283	-52 675
Lucro Bruto	23 780	31 052	41 088	45 314	50 102	55 536	61 714	68 753
Despesas operacionais	-7 226	-9 436	-12 486	-13 770	-15 225	-16 876	-18 753	-20 892
SG&A (Despesas de vendas, gerais e administrativas)	-6 028	-7 872	-10 416	-11 487	-12 700	-14 078	-15 644	-17 428
Outras perdas e ganhos, líquido	-57	-75	-99	-109	-121	-134	-149	-166
EBITDA	10 468	13 670	18 088	19 948	22 056	24 448	27 168	30 266
Depreciações e amortizações	-4 746	-6 198	-8 201	-6 268	-6 930	-7 682	-8 537	-9 510
Lucro Operacional (EBIT)	5 722	7 472	9 887	13 680	15 125	16 766	18 631	20 756
Receitas/Custos financeiros, líquido	-380	-369	-356	-345	-336	-327	-317	-307
Outros ganhos/perdas	-274	-358	-474	-523	-578	-641	-712	-793
Resultados de empresas contabilizados pelo método de equivalência patrimonial	75	98	129	142	157	175	194	216
Lucro antes de imposto (EBT)	5 417	7 200	9 660	13 477	14 947	16 613	18 508	20 665
Impostos	-1 224	-1 627	-2 183	-3 046	-3 378	-3 755	-4 183	-4 670
Lucro Líquido	4 193	5 573	7 477	10 432	11 569	12 859	14 325	15 995
Minorias/Lucro líquido atribuível a interesses minoritários	9	12	16	18	20	22	25	27
Lucro Líquido atribuível	4 183	5 561	7 460	10 413	11 549	12 836	14 300	15 967
Ganhos por ação	1,34	1,79	2,40	3,35	3,71	4,12	4,59	5,13

Tabela 29: Demonstração dos resultados - previsão. Fonte: Autor

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
I. Ativos						
Ativos não correntes	10 084	11 064	16 977	15 460	15 343	15 344
Ativos Fixos Tangíveis	7 644	8 339	8 355	7 401	7 481	7 591
Ativos intangíveis	919	1 016	6 660	6 122	6 015	5 913
Investimentos de longo prazo	258	287	270	282	328	358
Outros ativos não correntes	520	564	456	380	340	278
Ativos de imposto diferidos	744	858	1 236	1 276	1 179	1 203
Ativos correntes	10 147	10 620	11 414	10 957	13 602	14 639
Contas a receber (incluindo recebimentos de impostos)	888	928	954	972	842	851
Inventários	2 685	2 716	2 269	2 321	3 042	3 191
Investimentos financeiros correntes	1 484	1 949	3 333	178	2 396	4 530
Caixa e equivalentes de caixa	4 931	4 866	4 780	7 398	7 021	5 561
Outros ativos correntes	160	162	78	88	82	85
Total de ativos	20 231	21 684	28 391	26 418	28 945	29 983
II. Capital Próprio e Passivos						
Capital Próprio	13 522	14 682	14 949	14 550	15 759	17 033
Passivos						
Passivos não correntes	1 536	1 618	6 136	5 529	5 157	4 813
Dívida financeira	4	5	6	3	1	0
Provisões	259	229	217	252	287	283
Passivos de imposto diferidos	268	312	370	396	359	385
Passivos de locação	0	0	5 163	4 599	4 262	3 924
Outros passivos não correntes	1 005	1 072	380	280	248	222
Passivos correntes	5 173	5 383	7 306	6 338	8 030	8 137
Dívida financeira	12	84	32	11	35	13
Imposto de receitas a pagar	151	153	142	88	211	264
Contas a pagar	4 906	5 099	5 443	4 659	6 199	6 297
Passivos de locação	0	1 577	1 649	1 552	1 562	1 517
Outros passivos financeiros	105	47	40	27	22	46
Passivos totais	6 709	7 001	13 442	11 867	13 187	12 950
Total Capital Próprio e Passivos	20 231	21 684	28 391	26 418	28 945	29 983
Valor patrimonial da dívida	16	1 666	6 708	6 045	5 768	6 313
Capital Investido	8 607	11 482	16 877	13 197	14 506	17 785
Fundo de maneio	4 974	5 237	4 108	4 619	5 572	6 502

Tabela 30: Balanço patrimonial - histórico. Fonte: Relatórios anuais

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
I. Ativos								
<i>Ativos não correntes</i>	24 954	32 586	43 117	37 831	41 828	46 364	51 523	57 399
Ativos Fixos Tangíveis	12 120	15 827	20 942	16 006	17 698	19 617	21 799	24 286
Ativos intangíveis	9 781	12 772	16 900	16 006	17 698	19 617	21 799	24 286
Investimentos de longo prazo	513	670	887	978	1 081	1 198	1 332	1 483
Outros ativos não correntes	552	721	954	1 052	1 163	1 289	1 433	1 596
Ativos de imposto diferidos	1 988	2 596	3 435	3 789	4 189	4 643	5 160	5 748
Ativos correntes	16 546	21 607	28 590	31 530	34 862	38 642	42 942	47 839
Contas a receber (incluindo recebimentos de impostos)	1 458	1 904	2 519	2 778	3 072	3 405	3 784	4 216
Inventários	4 499	5 875	7 774	8 574	9 479	10 507	11 677	13 008
Investimentos financeiros correntes	3 280	4 283	5 667	6 249	6 910	7 659	8 511	9 482
Caixa e equivalentes de caixa	7 171	9 364	12 391	13 665	15 109	16 747	18 611	20 733
Outros ativos correntes	138	181	239	264	291	323	359	400
Total de ativos	41 501	54 193	71 707	69 361	76 689	85 007	94 464	105 238
II. Capital Próprio e Passivos								
<i>Capital Próprio</i>	23 009	30 046	39 757	38 456	42 519	47 131	52 374	58 347
<i>Passivos</i>								
<i>Passivos não correntes</i>	7 581	9 899	13 098	12 669	14 008	15 527	17 255	19 223
Dívida financeira	1	1	1	0	0	0	0	0
Passivos de locação	2 562	3 345	4 426	4 281	4 734	5 247	5 831	6 496
<i>Passivos correntes</i>	10 911	14 248	18 852	18 236	20 162	22 349	24 835	27 668
Dívida financeira	17	22	29	28	31	34	38	42
Contas a pagar	9 032	11 794	15 605	17 211	19 029	21 093	23 439	26 113
Passivos de locação	1 332	1 740	2 302	2 227	2 462	2 729	3 033	3 379
<i>Passivos totais</i>	18 491	24 146	31 950	30 905	34 170	37 876	42 090	46 890
Total Capital Próprio e Passivos	41 501	54 193	71 707	69 361	76 689	85 007	94 464	105 238
Valor patrimonial da dívida	3 801	5 001	6 657	6 439	7 133	7 921	8 816	9 835
Capital Investido	19 639	25 683	34 023	31 230	34 544	38 304	42 580	47 449
Fundo de manei	5 636	7 359	9 737	13 295	14 699	16 293	18 106	20 171

Tabela 31: Balanço patrimonial - previsão. Fonte: Autor

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBT	4 351	4 428	4 681	1 401	4 199	5 358
Ajustes para:						
<i>Depreciações e amortizações</i>	963	1 100	2 826	3 045	2 901	3 130
Fundo de maneiio não monetário	-1 333	-1 455	-2 220	-1 366	-2 315	-2 255
Variação no fundo de maneiio não monetário		-122	-765	854	-949	60
Outros	-904	-51	-811	-582	-618	-915
Fluxos de caixa de atividades operacionais	3 961	4 029	6 900	3 017	6 754	6 674
CAPEX	-1 772	-1 621	-1 152	-708	-1 126	-1 415
Desinvestimento de ativos fixos tangíveis	381	159	40	36		
<i>Pagamentos relativos a investimentos noutros ativos</i>	-79	-25	-25	-30	-25	-28
Cobranças relacionadas a investimentos em outros ativos.	73	53	99	41	54	56
Variações nos investimentos financeiros correntes	565	-457	-1 390	3 143	-2 198	-2 148
Fluxos de caixa de atividades de investimento	-833	-1 875	-2 377	2 514	-3 253	-3 504
<i>Cobranças relativas a dívida financeira não corrente</i>	3	4	0	0		
<i>Pagamentos relativos a dívida financeira não corrente</i>	-3	-2	-3	-6	-5	-1
Pagamentos relativos a aquisições de ações em tesouraria	-12	0	0	0	-71	-61
Pagamentos da taxa fixa de leasing	0	0	-1 836	-1 673	-1 668	-16 221
Variação da dívida financeira corrente	-47	73	-49	-17	27	-17
Dividendos	-2 127	-2 335	-2 741	-1 090	-2 192	-2 914
Fluxos de caixa de atividades de financiamento	-2 186	-2 260	-4 629	-2 786	-3 909	-4 614
<i>Aumento/(diminuição) líquido de caixa e equivalentes de caixa</i>	943	-106	-106	2 745	-408	-1 443
Caixa e equivalentes de caixa no início do ano	4 116	4 931	4 866	4 780	7 398	7 021
Caixa e equivalentes de caixa no final do ano	4 931	4 866	4 780	7 398	7 021	5 561
<i>Variação de caixa e equivalentes de caixa</i>	3 988	4 972	4 886	4 653	7 429	7 004

Tabela 32: Demonstração dos fluxos de caixa - histórico. Fonte: Relatórios anuais

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
EBT	5 417	7 200	9 660	13 477	14 947	16 613	18 508	20 665
Ajustes para:								
<i>Depreciações e amortizações</i>	4 746	6 198	8 201	6 268	6 930	7 682	8 537	9 510
Fundo de maneiio não monetário	-3 074	-4 015	-5 312	-5 859	-6 478	-7 180	-7 979	-8 889
Variação no fundo de maneiio não monetário	-819	-940	-1297	-546	-619	-703	-799	-910
Fluxos de caixa de atividades operacionais	3 745	5 017	6 771	13 068	14 494	16 111	17 950	20 043
CAPEX	-1 600	-1 809	-2 046	-1 922	-1 805	-1 696	-1 593	-1 496
<i>Variação de caixa e equivalentes de caixa</i>	1 610	2 193	3 026	1 274	1 444	1 639	1 863	2 122

Tabela 33: Demonstração dos fluxos de caixa - previsão. Fonte: Autor

	Pressupostos
Receitas (vendas líquidas)	Com base no crescimento das receitas por região
Custo de vendas	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas
Despesas operacionais	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas
SG&A (Despesas de vendas, gerais e administrativas)	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas
Outras perdas e ganhos, líquido	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas
Depreciações e amortizações	Média dos últimos 3 anos do peso da depreciação nos ativos fixos tangíveis do ano anterior
Outros ganhos/perdas	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas
Resultados de empresas contabilizados pelo método de equivalência patrimonial	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas
Impostos	Pressupõe-se que a taxa de imposto se irá manter
Minorias/Lucro líquido atribuível a interesses minoritários	Média dos últimos 3 anos do peso no total das receitas

Tabela 34: Pressupostos das componentes da demonstração dos resultados. Fonte: Autor

	Pressupostos
Ativos fixos tangíveis	Foi tido em conta o projeto 2023-2025 da empresa investir em ativos fixos tangíveis nos Estados Unidos, o que justifica um maior crescimento nesse período, estabilizando depois para uma taxa com base no peso no total das receitas
Ativos intangíveis	ter em conta a modernização dos sistemas no período de 2023-2025. Após isso, estabilização para 20%
Investimentos de longo prazo	Média de 3 anos do peso no total das receitas
Outros ativos não correntes	Média de 3 anos do peso no total das receitas
Ativos de imposto diferidos	Média de 3 anos do peso no total das receitas
Ativos correntes	
Contas a receber (incluindo recebimentos de impostos)	Crescimento com base na média dos últimos 3 anos dos dias a receber
Inventários	Espera-se que os inventários cresçam a uma taxa média dos últimos 3 anos
Investimentos financeiros correntes	Média de 3 anos do peso no total das receitas
Caixa e equivalentes de caixa	Peso nas receitas igual ao último ano
Outros ativos correntes	Média de 3 anos do peso no total das receitas
Capital Próprio	Ativos - Passivos
Passivos não correntes	Os passivos não correntes foram estimados com base no peso que têm vindo a ter nos ativos totais nos últimos 3 anos
Dívida financeira	A dívida financeira foi estimada com base no peso dos últimos 3 anos no total dos passivos
Passivos de locação	Os passivos de locação foram estimados com base no peso dos últimos 3 anos no total dos passivos
Passivos correntes	Os passivos correntes foram estimados com base no peso que têm vindo a ter nos ativos totais nos últimos 3 anos
Dívida financeira	A dívida financeira foi estimada com base no peso dos últimos 3 anos no total dos passivos
Contas a pagar	Crescimento com base na média dos últimos 3 anos dos dias a pagar
Passivos de locação	Os passivos de leasing foram estimados com base no peso dos últimos 3 anos no total dos passivos

Tabela 35: Pressupostos das componentes de balanço patrimonial. Fonte: Autor

	Pressupostos
Depreciações e amortizações	Média de 3 anos do peso da depreciação nos ativos fixos tangíveis do ano anterior
Fundo de maneo não monetário	Recebimentos + inventários - pagamentos
CAPEX	A previsão do CapEx é feita com base nas informações recolhidas. A Inditex prevê um CapEx de 1600 milhões em 2023 e nos anos seguintes o cálculo foi feito pela média das taxas de crescimento dos últimos 3 anos até 2025 e da média dos últimos 5 anos a partir daí, pois haverá investimento no período de 2023-2025 (fonte: Relatório Anual 2022)

Tabela 36: Pressupostos das componentes da demonstração dos fluxos de caixa. Fonte: Autor

Processos de avaliação financeira

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
Receitas (vendas líquidas)	41 999	54 843	72 568	80 032	88 488	98 085	108 997	121 428
Custo de vendas	-18 219	-23 791	-31 480	-34 718	-38 386	-42 549	-47 283	-52 675
Lucro Bruto	23 780	31 052	41 088	45 314	50 102	55 536	61 714	68 753
Despesas operacionais	-7 226	-9 436	-12 486	-13 770	-15 225	-16 876	-18 753	-20 892
SG&A (Despesas de vendas, gerais e administrativas)	-6 028	-7 872	-10 416	-11 487	-12 700	-14 078	-15 644	-17 428
Outras perdas e ganhos,	-57	-75	-99	-109	-121	-134	-149	-166
EBITDA	10 468	13 670	18 088	19 948	22 056	24 448	27 168	30 266

Tabela 37: Previsão da estrutura de custos da Inditex. Fonte: Autor

Empresas comparáveis	Beta alavancado 2017 - 2020	D/CP 2022	Taxa de imposto efetivo corporativa 2022	Beta não alavancado
Inditex	1,23	32,0%	22,6%	0,99
Fast Retailing	0,34	55,0%	31,2%	0,25
Kering SA	1,35	85,0%	27,7%	0,84
Nike	1,08	62,0%	9,1%	0,69
H&M	1,52	143,0%	42,6%	0,84
Média	1,07	0,86	27,7%	0,65

Tabela 38: Processo de cálculo do beta não alavancado da Inditex. Fonte: Autor

FCFF								
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030 (Ano terminal)
Ano de previsão	0	0	1	2	3	4	5	6
EBIT	5 502	7 472	9 887	13 680	15 125	16 766	18 631	20 756
Taxa de imposto	22,60%	22,60%	22,60%	22,60%	22,60%	22,60%	22,60%	22,60%
EBIT*(1-t)	4 258	5 783	7 652	10 588	11 707	12 977	14 420	16 065
+ depreciações e amortizações	4 746	6 198	8 201	6 268	6 930	7 682	8 537	9 510
- CapEx	-1 600	-1 809	-2 046	-1 922	-1 805	-1 696	-1 593	-1 496
- Variação no fundo de maneiio não monetário	-819	-940	-1 297	-546	-619	-703	-799	-910
FCFF não alavancado	11 424	14 731	19 197	19 325	21 062	23 057	25 349	27 982
WACC			9,16%	9,16%	9,16%	9,16%	9,16%	9,16%
Valor presente dos FCFF	11 424	14 731	17 586	16 218	16 193	16 240	16 357	16 541

Tabela 39: Cálculo dos fluxos de caixa livre da empresa atualizados a 2024. Fonte: Autor

Rentabilidade	Inditex	2. Fast Retailing	3. Kering SA	4. Nike	9. H&M	Critério
Margem bruta	57%	51,9%	74,7%	43,5%	50,7%	Entre 50% e 60%
Margem operacional	17%	13,8%	26,5%	11,5%	3,2%	Entre 10% e 25%
Margem EBITDA	27%	20,6%	35,3%	13,1%	13,7%	Entre 20% e 35%
Taxa de imposto efetiva	22,6%	31,2%	27,7%	9,1%	42,6%	Entre 15% e 30%
Liquidez						
Rácio corrente	1,80	2,98	1,37	2,72	1,16	Entre 1,5 e 2
Índice de cobertura	7,68	39,25	30,88	20,33	7,94	Entre 5 e 10
Solvência						
Ativos /CP	176%	181%	242%	268%	359%	Entre 100% e 200%
Dívida/CP	32,0%	55,0%	85,0%	62,0%	143,0%	Entre 0% e 80%
ATIVIDADE						
ROE	24%	19%	26%	33%	11%	Entre 20% e 30%
ROA	14%	17%	21%	18%	16%	Entre 20% e 40%
ROIC	15,90%	13,80%	15,90%	21,00%	5,15%	Entre 10% e 20%
Capitalização de mercado	120 776 346 623,10	73 258 574 299,85	52 030 494 695,57	169 808 045 996,32	22 860 996 607,26	Entre 50 000 000 000 e 170 000 000 000
Beta Alavancado	1,12	1,20	1,12	1,14	1,09	Entre 1,05 e 1,20
Fluxos de caixa livre	5 259	6 778	3 199	4 470	1 679	Entre 1000 e 10000

Tabela 40: Critérios de escolha para empresas comparáveis e respectivos valores: Fonte: Refinitiv Eikon e Autor

SWOT Analysis

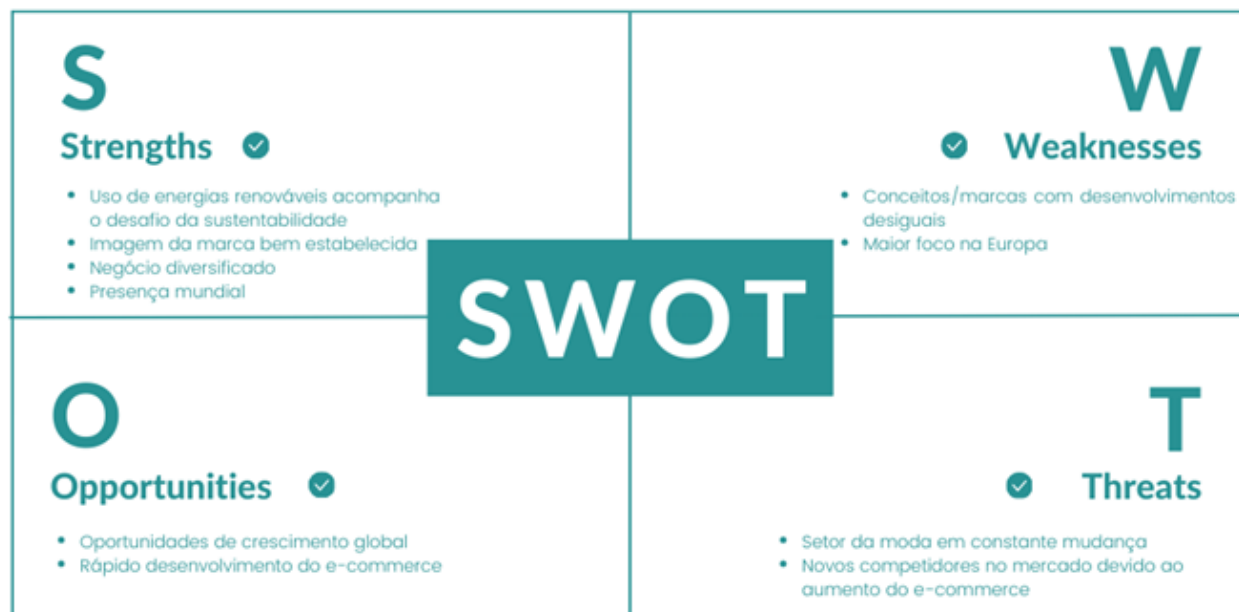


Figura 7: Análise SWOT. Fonte: Autor

Processo de avaliação relativa

EV/EBITDA							
	INDITEX	INDUSTRY	Fast Retailing	Kering SA	Nike	H&M	Comparáveis
Multiples	11,80	15,10	17,60	9,10	25,20	10,12	19,73
EBITDA	8 649	8 649	8 649	8 649	8 649	8 649	8 649
Enterprise Value	102 058,20	130 613,76	152 222,40	78 705,90	217 954,80	87 527,88	170 645,61
DEBT	13 470	13 470	13 470	13 470	13 470	13 470	13 470
MARKET VALUE OF EQUITY	88 588	117 144	138 752	65 236	204 485	74 058	157 176
SHARES OUT.	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112
VALUE PER SHARE	28,46	37,64	44,58	20,96	65,70	23,79	50,50
EV/VENDAS							
	INDITEX	INDUSTRY	Fast Retailing	Kering SA	Nike	H&M	Comparáveis
Multiples	3,2	2,69	3,7	3	3,5	1,38	3,31
REVENUES	32 569	32 569	32 569	32 569	32 569	32 569	32 569
Enterprise Value	104 220,80	87 522,76	120 505,30	97 707,00	113 991,50	45 013,23	107 868,02
DEBT	13 470	13 470	13 470	13 470	13 470	13 470	13 470
MARKET VALUE OF EQUITY	90 751	74 053	107 035	84 237	100 521	31 543	94 398
SHARES OUT.	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112
VALUE PER SHARE	29,16	23,79	34,39	27,06	32,30	10,13	30,33
P/E							
	INDITEX	INDUSTRY	Fast Retailing	Kering SA	Nike	H&M	Comparáveis
Multiples	23,20	26,19	36,20	15,20	33,90	28,80	31,00
Net Income	4 147	4 147	4 147	4 147	4 147	4 147	4 147
Equity Value	96 210,40	108 593,93	150 121,40	63 034,40	140 583,30	119 433,60	128 570,20
SHARES OUT.	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112
VALUE PER SHARE	30,91	34,89	48,23	20,25	45,17	38,37	41,31
P/S							
	INDITEX	INDUSTRY	Fast Retailing	Kering SA	Nike	H&M	Comparáveis
Multiples	3,44	1,77	2,46	1,71	3,43	1,23	2,77
Sales	32 569	32 569	32 569	32 569	32 569	32 569	32 569
Equity Value	112 037,36	57 549,65	80 119,74	55 692,99	111 711,67	40 059,87	90 114,20
SHARES OUT.	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112
VALUE PER SHARE	36,00	18,49	25,74	17,89	35,89	12,87	28,95
P/BOOK VALUE							
	INDITEX	INDUSTRY	Fast Retailing	Kering SA	Nike	H&M	Comparáveis
Multiples	7,50	7,06	6,20	3,50	10,40	6,03	7,99
BV	17 033	17 033	17 033	17 033	17 033	17 033	17 033
Equity Value	127 747,50	120 315,40	105 604,60	59 615,50	177 143,20	102 708,99	136 076,53
SHARES OUT.	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112	3 112
VALUE PER SHARE	41,04	38,66	33,93	19,15	56,91	33,00	43,72

Tabela 41: Cálculo dos múltiplos. Fonte: Autor

Inflation Forecasts: Europe

(headline, annual percent change)

	2022	2023	2024
Europe	15.2	10.4	9.3
Advanced European Economies	8.4	5.8	3.3
Euro Area	8.4	5.6	3.3
France	5.9	5.6	2.5
Germany	8.7	6.3	3.5
Italy	8.7	6.0	2.6
Spain	8.3	3.5	3.9
United Kingdom	9.1	7.7	3.7
Emerging Market European Economies	30.2	20.4	22.3
Emerging Market European Economies excluding Belarus, Russia, Türkiye and Ukraine	14.1	11.9	5.8

Figura 8: Previsão da inflação na Europa. Fonte: Fundo Monetário Internacional