



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH: INDITEX S.A.

BEATRIZ MARGARIDA GARCIA COSTA

JUNHO - 2026



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM **CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS** **EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO **TRABALHO DE PROJETO**

EQUITY RESEARCH: INDITEX S.A.

BEATRIZ MARGARIDA GARCIA COSTA

ORIENTAÇÃO:
PEDRO ALMEIDA NEVES SAMPAYO RAMOS

JUNHO – 2026

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo a avaliação da *Industria de Diseño Textil, S.A.* (Inditex), multinacional espanhola do setor do retalho de moda, definindo um preço-alvo para as ações da empresa a 31 de janeiro de 2027. Para esse efeito, foi realizada uma análise do setor da moda e do fast fashion, seguida da apresentação da metodologia aplicada na avaliação: o método dos fluxos de caixa descontados, através do modelo Free Cash Flow to Firm, e, de forma complementar, o método dos múltiplos, com recurso aos rácios EV/EBITDA e P/E. Posteriormente, foi apresentada a empresa, incluindo a sua evolução histórica, estrutura, estratégia, desempenho financeiro e posicionamento competitivo.

A aplicação do modelo dos fluxos de caixa descontados resultou num preço estimado por ação de 61,34 €, face a uma cotação de mercado de 55,16 € registada em 22 de junho de 2026. Este resultado corresponde a um potencial de valorização total de 11,20% e a uma rendibilidade anualizada esperada de aproximadamente 18,98%. Considerando o perfil de risco médio atribuído à empresa e o sistema de recomendação definido, foi emitida uma recomendação de compra das ações da Inditex.

Palavras-chave: Equity Research, Inditex, Avaliação, Free Cash Flow to Firm, Método dos Fluxos de Caixa Descontados, Método dos Múltiplos

ABSTRACT

This project aims to value Industria de Diseño Textil, S.A. (Inditex), a Spanish multinational company operating in the fashion retail sector, by estimating a target share price as of 31 January 2027. For this purpose, an analysis of the fashion and fast fashion industry was conducted, followed by the presentation of the valuation methodology applied: the discounted cash flow method, through the Free Cash Flow to Firm model, and, as a complementary approach, the multiples valuation method, using the EV/EBITDA and P/E ratios. Subsequently, the company was presented, including its historical development, corporate structure, strategy, financial performance and competitive positioning.

The application of the discounted cash flow model resulted in an estimated share price of €61.34, compared with a market price of €55.16 recorded on 22 June 2026. This result corresponds to a total upside potential of 11.20% and an expected annualised return of approximately 18.98%. Considering the medium-risk profile assigned to the company and the recommendation system defined in this project, a buy recommendation was issued for Inditex shares.

Keywords: Equity Research, Inditex, Valuation, Free Cash Flow to Firm, Discounted Cash Flow Method, Multiples Valuation Method

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer ao Professor Pedro Ramos pela orientação, disponibilidade e acompanhamento ao longo da realização desta tese.

À minha família, agradeço todo o apoio financeiro, moral e emocional, que foi essencial ao longo deste percurso.

Ao meu namorado, agradeço o apoio emocional e a motivação constante, que me ajudaram a concluir esta etapa.

A todos, o meu sincero obrigada.

ÍNDICE

RESUMO.....	i
ABSTRACT	ii
AGRADECIMENTOS	iii
ÍNDICE.....	iv
ÍNDICE DE TABELAS.....	vi
LISTA DE ACRÓNIMOS	vii
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	2
3. O GRUPO INDITEX.....	4
3.1. Gestão e ESG.....	4
3.2. Política de Dividendos e Estrutura Acionista.....	6
4. ANÁLISE DO SETOR DE MODA.....	7
4.1. Análise Macroeconómica	7
4.2. Análise do Setor	8
4.3. Análise da Concorrência	9
5. ANÁLISE ESTRATÉGICA	10
5.1. Análise das Forças de Porter	10
5.1.1. Ameaça de entrada de novos concorrentes	10
5.1.2. Rivalidade entre concorrentes existentes	10
5.1.3. Ameaça de Produtos e Serviços Substitutos.....	11
5.1.4. Poder de negociação do fornecedor	11
5.1.5. Poder de negociação do cliente	12
5.2. Análise SWOT.....	13
6. ANÁLISE DAS PERFORMANCES ANTERIORES DA EMPRESA.....	14

6.1. Estrutura de Vendas.....	14
6.2. Estrutura de Custos.....	14
7. METODOLOGIA.....	15
7.1. Avaliação de uma empresa	15
7.2. Métodos de Avaliação.....	16
7.2.1. Método dos fluxos de caixa descontados.....	16
7.2.1.1. Free Cash Flow to Firm	17
7.2.1.2. WACC e CAPM.....	18
7.2.1.3. Valor Terminal	18
7.2.1.4. Limitações do método dos fluxos de caixa descontados	19
7.2.2. Avaliação Relativa ou Método dos Múltiplos.....	19
7.3. Sistema de Recomendação	20
8. AVALIAÇÃO.....	21
8.1. Pressupostos	21
8.1.1. Vendas.....	21
8.1.2. Custo das Vendas.....	22
8.1.3. Gastos Operacionais	23
8.1.4. CAPEX e Depreciações	23
8.1.5. Resultados Operacionais (EBIT).....	25
8.1.6. Necessidades de Fundo de Maneio	25
8.1.7. Custo do Capital Próprio	26
8.1.8. Custo da Dívida.....	27
8.1.9. Taxa de Crescimento Terminal (TGR).....	28
8.1.10. WACC.....	28
8.2. Resultados.....	29

8.3. Análise de Sensibilidade	31
8.4. Análise por Múltiplos	32
9. CONCLUSÃO	34
DISCLAIMER	36
REFERÊNCIAS	37
ANEXOS	40

ÍNDICE DE TABELAS

Figura 1: Distribuição dos Acionistas	6
Figura 2: Análise SWOT	13
Figura 3: Sistema de Recomendação	20
Tabela I: Projeção de Vendas	22
Tabela II: Projeção dos Custos de Vendas	22
Tabela III: Projeção dos Gastos Operacionais.....	23
Tabela IV: Projeção do CAPEX e Depreciações.....	25
Tabela V: Projeção do EBIT	25
Tabela VI: Variação das Necessidades de Fundo de Maneio.....	26
Tabela VII: Estrutura do Capital da Inditex	29
Tabela VIII: Cálculo do WACC	29
Tabela IX: Projeção do EBIT e dos FCFF (2026–2030).....	30
Tabela X: Avaliação da Inditex pelo Método dos FCFF a 31/01/2027	31
Tabela XI: Análise de Sensibilidade: WACC vs taxa de crescimento terminal.....	32
Tabela XII: Análise de Sensibilidade: custo do capital próprio vs taxa de crescimento terminal.....	32
Tabela XIII: Avaliação pelo método dos múltiplos.....	33

LISTA DE ACRÓNIMOS

APV – Adjusted Present Value

CAPEX – Capital Expenditure

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CEO – Chief Executive Officer

Covid-19 – Coronavirus Disease 2019

DCF – Discounted Cash Flow

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ESG – Environmental, Social and Governance

EV – Enterprise Value

EV/EBITDA – Enterprise Value-to-EBITDA

FCFE – Free Cash Flow to Equity

FCFF – Free Cash Flow to Firm

FMI – Fundo Monetário Internacional

H&M – Hennes & Mauritz

IA – Inteligência Artificial

IBEX 35 – Índice Bursátil Español 35

Inditex – Industria de Diseño Textil, S.A.

NFM – Necessidades de Fundo de Maneio

ODM – Original Design Manufacturers

ODS – Objetivos Desenvolvimento Sustentável

P/E – Price-to-Earnings Ratio

PIB – Produto Interno Bruto

Rf – Risk-free Rate

R_m – Market Return

SWOT – Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats

TGR – Terminal Growth Rate

VT – Valor Terminal

WACC – Weighted Average Cost of Capital

1. INTRODUÇÃO

O setor da moda constitui uma das indústrias mais relevantes da economia global, pela sua importância económica, presença internacional e impacto nas cadeias de abastecimento, no consumo e na sustentabilidade. Trata-se de um setor altamente competitivo e em constante transformação, influenciado por alterações nas preferências dos consumidores, pela digitalização, pela pressão sobre preços e pelas crescentes exigências ambientais e sociais.

Neste contexto, o presente projeto incide sobre a Industria de Diseño Textil, S.A. (Inditex), uma das maiores empresas mundiais de retalho de moda, reconhecida pelo seu modelo de negócio integrado e pela rápida resposta às tendências de mercado. Desenvolvido no âmbito do Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão, este trabalho tem como objetivo determinar o valor intrínseco das ações da Inditex e compará-lo com a respetiva cotação de mercado, com vista à emissão de uma recomendação de compra, venda ou manutenção. Adicionalmente, enquadra-se no ODS 8 — Trabalho Digno e Crescimento Económico, ao analisar uma multinacional com impacto na criação de valor, no emprego e nas cadeias de abastecimento globais.

A estrutura do projeto inicia-se com uma revisão da literatura sobre o setor da moda e do fast fashion, seguida da apresentação das metodologias de avaliação utilizadas: o modelo dos fluxos de caixa descontados, através do Free Cash Flow to Firm (FCFF), e o método dos múltiplos. Posteriormente, apresenta-se a empresa, incluindo a sua evolução, estratégia, desempenho financeiro e posicionamento competitivo. Por fim, procede-se à avaliação da Inditex e à análise dos resultados obtidos.

A aplicação do modelo dos fluxos de caixa descontados resultou num preço estimado por ação de 61,34€ para 31 de janeiro de 2027. Face ao preço de mercado de 55,16€, registado em 22 de junho de 2026, este valor traduz um potencial de valorização total de 11,20% e uma rendibilidade anualizada esperada de aproximadamente 18,98%. Considerando o perfil de risco médio atribuído à Inditex e o sistema de recomendação definido, conclui-se com uma recomendação de compra das ações da empresa.

2. REVISÃO DE LITERATURA

O setor do fast fashion consolidou-se a partir do final dos anos 1990 e início dos anos 2000, impulsionado por alterações nos hábitos de consumo, pela globalização das cadeias de abastecimento e pela crescente procura por vestuário acessível, atualizado e alinhado com as tendências (Barnes & Lea-Greenwood, 2006; Tokatli, 2008). Empresas como a Inditex e a H&M destacaram-se neste contexto ao desenvolverem modelos de negócio assentes na rapidez de produção, elevada rotação de inventário e capacidade de resposta às preferências dos consumidores (Caro & Martínez-de-Albéniz, 2015). Assim, mais do que um fenómeno limitado a um período específico, o fast fashion deve ser entendido como um modelo de retalho que se desenvolveu de forma progressiva e que ganhou particular relevância com a expansão internacional destas empresas e com a intensificação do consumo de moda a preços acessíveis (Barnes & Lea-Greenwood, 2006; Joy, Sherry, Venkatesh, Wang, & Chan, 2012).

A capacidade de resposta rápida às preferências e hábitos de consumo dos clientes permite que as tendências sejam definidas com base na procura real, antes mesmo da produção das peças. Este modelo de adaptação dinâmica minimiza a necessidade de promoções agressivas para escoamento de inventário, resultando numa melhoria das margens de lucro face ao modelo tradicional da indústria da moda. Além disso, a estratégia de disponibilizar quantidades limitadas de cada artigo, mas com uma elevada diversidade de produtos, reduz o risco de obsolescência e maximiza a rotação de stock. Como consequência, a conjugação entre preços acessíveis e uma renovação constante das coleções impulsiona um aumento tanto na frequência de compra dos consumidores como no volume de artigos adquiridos por pessoa, consolidando o *fast fashion* como um modelo dominante no retalho global. (Roldán & Miranda, 2023)

Embora a indústria da moda tradicional opere com um calendário fixo baseado na alternância entre as estações do ano — primavera/verão e outono/inverno — e ciclos de produção prolongados que podem durar meses ou até anos, a Inditex veio redefinir este paradigma ao adotar um modelo altamente flexível e dinâmico. Em vez de lançar apenas duas grandes coleções sazonais, a empresa implementou um sistema que permite introduzir aproximadamente 20 “micro-estações” ao longo do ano, assegurando uma constante atualização da oferta. (Aftab, Yuanjian, Kabir, & Barua, 2018)

Um dos principais fatores que possibilitam esta abordagem inovadora é o desenvolvimento de uma cadeia de abastecimento altamente responsiva, designada por *super responsive supply chain*. Este modelo permite que a Inditex conceba, produza e distribua novas peças num prazo médio de apenas 15 dias, sendo que para alcançar este nível de eficiência, a empresa adotou um sistema de gestão de inventário descentralizado e baseado em dados em tempo real, onde os gerentes das lojas utilizam dispositivos digitais para monitorizar as vendas e efetuar encomendas de reposição diretamente ao armazém, assegurando que a produção e distribuição estejam alinhadas com a procura real do mercado. (Aftab, Yuanjian, Kabir, & Barua, 2018)

Além disso, a Inditex diferencia-se pela sua abordagem estratégica ao controlo da cadeia de abastecimento, onde investiu significativamente na integração vertical, controlando grande parte das operações de produção, distribuição e canais de venda. Paralelamente, recorre ao outsourcing para fornecedores ODM (*Original Design Manufacturers*), que não se limitam à produção, mas também são responsáveis pelo design das peças. Estes fornecedores estão estrategicamente localizados em países geograficamente próximos dos principais mercados da Inditex, reduzindo o tempo de entrega e aumentando a eficiência operacional. (Aftab, Yuanjian, Kabir, & Barua, 2018)

A capacidade de adaptação do setor do fast fashion revelou-se ainda mais crucial perante os desafios impostos pela pandemia de COVID-19. De acordo com Reformat & Opitek (2021), a pandemia global de 2020 teve um impacto significativo na indústria da moda, conduzindo a uma redução expressiva dos lucros e obrigando as empresas a acelerar a sua transformação digital, com um foco crescente no comércio online. A Inditex não foi exceção, tendo registado uma queda acentuada das vendas entre fevereiro e abril de 2020.

Para enfrentar este novo paradigma, a Inditex reforçou significativamente o investimento em tecnologia, implementando uma abordagem *omnichannel* com o objetivo de integrar de forma eficiente as vendas físicas e online, proporcionando uma experiência de compra fluída e uniforme para os consumidores, independentemente do canal utilizado. Uma das principais iniciativas neste âmbito foi a criação da *Inditex Open Platform*, uma infraestrutura digital que centraliza e otimiza operações essenciais,

incluindo a gestão de stocks, o processamento de pagamentos, a logística e a integração entre os canais de venda físicos e digitais. (Reformat & Opitek, 2021)

Segundo Cline (2012), os preços reduzidos que os consumidores esperam pagar por vestuário no setor do *fast fashion* estão diretamente ligados ao custo de produção. O vestuário é concebido tendo em conta o preço que os consumidores estão dispostos a pagar, e não o contrário, o que impulsiona uma produção em larga escala com custos minimizados. Esta procura contínua por roupas acessíveis e alinhadas com as últimas tendências resulta num modelo de consumo caracterizado pela compra frequente de peças descartáveis, com um ciclo de vida extremamente curto. Como consequência, os retalhistas de *fast fashion* garantem margens de lucro mais elevadas ao oferecerem coleções constantemente renovadas, criando um incentivo para que os consumidores regressem às lojas com regularidade

Contudo, este modelo de produção e consumo acelerado tem um impacto ambiental significativo, uma vez que a indústria produz uma pegada ecológica elevada, sendo responsável pelo uso excessivo de recursos naturais e pelo aumento da poluição. (Cline, 2012)

Em resposta às crescentes preocupações ambientais associadas ao *fast fashion*, a Inditex lançou a coleção *Zara Join Life*, posicionada como um passo em direção a uma moda mais sustentável e transparente, pretendendo mitigar alguns dos impactos negativos da indústria, apostando no uso de fibras recicladas e materiais provenientes de fontes mais sustentáveis. No entanto, apesar desta iniciativa representar um avanço, os autores apontam que a transparência da coleção ainda é limitada, dado que muitas informações sobre o impacto ambiental real e as condições de trabalho na cadeia de fornecimento permanecem de difícil acesso ao consumidor. (Gheorghe & Matefi, 2021)

3. O GRUPO INDITEX

3.1. Gestão e ESG

O grupo adota um modelo de governação corporativa estruturado, assente no Conselho de Administração, responsável pela definição da estratégia empresarial e pela supervisão da sua implementação. Atualmente, este órgão é composto por 10 membros, incluindo o CEO Óscar García Maceiras, integrando administradores independentes e

profissionais com experiência relevante em áreas como moda, retalho, finanças e tecnologia.

Importa ainda referir que a gestão da Inditex mantém uma forte ligação à família fundadora. Amancio Ortega, fundador do grupo, esteve à frente da empresa como presidente desde a constituição da Inditex até 2011, tendo posteriormente a liderança familiar sido reforçada com a nomeação da sua filha, Marta Ortega Pérez, como presidente não executiva do Conselho de Administração, com efeitos a partir de abril de 2022. Assim, apesar da existência de uma estrutura de governação profissionalizada e da presença de administradores independentes, a família Ortega continua a assumir um papel relevante na orientação estratégica da empresa.

No âmbito da governação corporativa, a Inditex afirma, de acordo com o Relatório e Contas de 2025, promover uma cultura ética e de conformidade, sustentada por um código de conduta empresarial, políticas internas e mecanismos de controlo. Numa análise crítica, e com base na informação consultada, não foram identificadas controvérsias recentes diretamente relacionadas com a governação interna do grupo.

Em matéria de sustentabilidade e responsabilidade social (ESG – Environmental, Social and Governance), a Inditex integra estes princípios na sua estratégia de negócio, assumindo compromissos para reduzir o impacto ambiental e promover práticas responsáveis ao longo da cadeia de valor. Entre os principais objetivos, destaca-se a meta de atingir emissões líquidas nulas até 2040, reduzindo pelo menos 90% da sua pegada carbónica face a 2018, bem como a redução das emissões totais em 53% até 2030, incluindo as operações próprias e a cadeia de valor (Inditex, 2026).

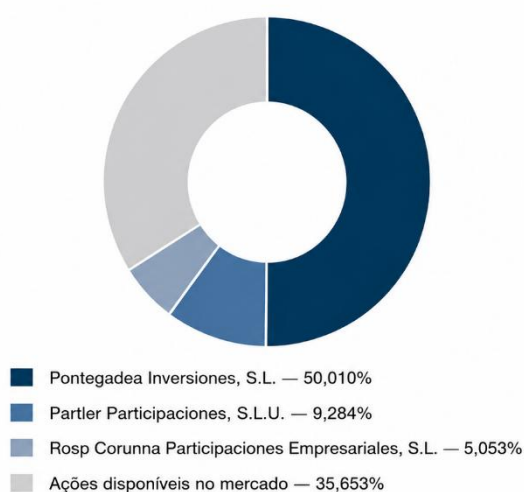
Adicionalmente, a empresa pretende utilizar apenas fibras têxteis de menor impacto ambiental até 2030. Em 2025, 88% das fibras utilizadas nos seus produtos provinham já de materiais de menor impacto, das quais 47% recicladas e 30% provenientes de agricultura orgânica ou regenerativa. A aposta na economia circular é igualmente evidenciada pela plataforma Zara Pre-Owned, que permite prolongar o ciclo de vida dos produtos através de serviços de reparação, revenda entre consumidores e doação de artigos usados (Inditex, 2026).

Apesar destes compromissos, em 2024, surgiram notícias que associaram algodão certificado utilizado por fornecedores de grandes retalhistas, incluindo a Inditex, a alegações de desflorestação ilegal e apropriação de terras no Brasil, tendo a empresa solicitado esclarecimentos à Better Cotton sobre os seus processos de certificação e rastreabilidade (Reuters, 2024a). Ainda que uma auditoria posterior não tenha identificado evidências de incumprimento nas explorações analisadas (Reuters, 2024b), o caso evidencia riscos reputacionais associados à complexidade da cadeia de abastecimento e à dependência de certificações externas. Adicionalmente, investidores têm pressionado a Inditex para divulgar de forma mais completa a sua lista de fornecedores, reforçando a importância da transparência na cadeia de valor (Reid, 2024).

3.2. Política de Dividendos e Estrutura Acionista

O capital subscrito da Inditex à data de 31/01/2026 era de 3.116.652.000 ações, distribuído entre os principais acionistas conforme apresentado na figura seguinte:

Figura 1: Distribuição dos Acionistas



Fonte: Relatório e Contas 2025, Inditex

A estrutura acionista mantém-se fortemente concentrada na família Ortega, através da participação indireta de Amancio Ortega Gaona, que detém 59,294% dos direitos de voto por via da Pontegadea Inversiones, S.L. e da Partler Participaciones, S.L.U., às quais acresce a participação de Sandra Ortega Mera, através da Rosp Corunna Participaciones Empresariales, S.L., correspondente a 5,053%.

Assim, a empresa mantém uma estrutura acionista estável e controlada pela família fundadora, fator que contribui para a continuidade estratégica e para a estabilidade da governação. Paralelamente, a Inditex adota uma política de dividendos orientada para a remuneração dos acionistas, mantendo uma política de *payout* ordinário de 60% dos lucros, complementada por dividendos extraordinários.

4. ANÁLISE DO SETOR DE MODA

4.1. Análise Macroeconómica

Apesar do Grupo estar sediado em Espanha, importa referir que a Inditex opera em mercados com realidades económicas distintas, tornando essencial considerar uma perspetiva macroeconómica global, de forma a compreender o ambiente em que a empresa desenvolve a sua atividade.

Segundo o Fundo Monetário Internacional, a economia mundial tem apresentado um crescimento moderado, num contexto marcado por elevada incerteza geopolítica, tensões comerciais e condições financeiras ainda restritivas. No World Economic Outlook de abril de 2026, o FMI projeta um crescimento do PIB mundial de 3,1% em 2026 e de 3,2% em 2027, valores inferiores à média histórica pré-pandemia, refletindo um enquadramento económico global ainda condicionado por riscos descendentes, nomeadamente a guerra no Médio Oriente, a fragmentação geopolítica e possíveis novas tensões comerciais (International Monetary Fund, 2026).

Relativamente à inflação, após a trajetória de desaceleração observada nos últimos anos, o FMI prevê uma interrupção temporária desse movimento, estimando que a inflação global aumente de 4,1% em 2025 para 4,4% em 2026, antes de recuar para 3,7% em 2027. Esta evolução reflete, sobretudo, a pressão esperada sobre os preços da energia e dos bens alimentares, num contexto de maior instabilidade geopolítica. Para uma empresa como a Inditex, este enquadramento é particularmente relevante, uma vez que a inflação pode afetar tanto o poder de compra dos consumidores como os custos associados à produção, logística e cadeia de abastecimento.

4.2. Análise do Setor

Em 2025, o mercado global de vestuário e calçado foi avaliado em cerca de 1,8 biliões de dólares, mantendo-se como uma indústria de elevada relevância económica, embora sujeita a um contexto de crescimento moderado e desigual entre regiões e segmentos (Euromonitor International, 2026). Segundo o relatório *The State of Fashion 2026*, elaborado pela McKinsey & Company e pela Business of Fashion, o setor deverá continuar a registar um crescimento reduzido em 2026, condicionado pela volatilidade macroeconómica, pelas tensões comerciais, pelo aumento dos custos de produção e por consumidores mais sensíveis ao preço.

O setor da moda apresenta elevada exposição ao consumo discricionário, pelo que alterações no rendimento disponível, inflação e confiança dos consumidores têm impacto direto nas vendas. Embora exista uma preocupação crescente com a sustentabilidade, o preço continua a ser determinante na decisão de compra, limitando a capacidade das empresas para repercutirem integralmente os custos da transição sustentável no consumidor final (Deloitte, 2025). Assim, torna-se essencial reforçar a eficiência operacional, a flexibilidade da cadeia de abastecimento e a rápida resposta às tendências de mercado, fatores particularmente relevantes no segmento de fast fashion.

Do ponto de vista financeiro e operacional, a indústria da moda tende a operar com margens pressionadas, sobretudo nos segmentos mais massificados, compensando esse efeito através de elevados volumes de venda e rotação rápida do inventário. A gestão eficiente do fundo de maneo é, por isso, um fator determinante, uma vez que um ciclo de caixa mais curto permite reduzir a necessidade de capital investido em inventários e melhorar a capacidade de conversão de vendas em dinheiro. Estudos sobre o retalho demonstram que a rotação de inventário está associada a fatores como margem bruta, intensidade de capital e evolução das vendas, sendo um indicador essencial para avaliar a eficiência operacional das empresas do setor (Gaur, Fisher & Raman, 2005; Koumanakos, 2008).

A sustentabilidade continua igualmente a ser um dos principais desafios estratégicos da indústria, sendo que a Comissão Europeia tem vindo a reforçar a regulação sobre o setor têxtil, promovendo produtos mais duráveis, reparáveis e recicláveis, bem como medidas associadas à economia circular. Estas alterações pressionam as empresas a

reverem os seus modelos de produção, reforçando a circularidade, a rastreabilidade e a transparência da cadeia de valor (European Commission, 2022).

Por fim, a digitalização e a inteligência artificial estão a ganhar importância crescente na indústria da moda, nomeadamente na previsão da procura, gestão de inventário, personalização da experiência de compra e otimização da cadeia de abastecimento. Segundo a McKinsey & Company e a Business of Fashion (2025), a inteligência artificial deixou de ser apenas uma vantagem competitiva e passou a constituir uma necessidade operacional para empresas que pretendem manter agilidade e eficiência num setor marcado por ciclos curtos, elevada concorrência e rápidas alterações nas preferências dos consumidores.

4.3. Análise da Concorrência

Como mencionado anteriormente a Inditex destaca-se no setor de moda global pela sua cadeia de abastecimento ágil e eficiente que permite a introdução rápida de novos designs no mercado. No entanto, o grupo, ainda, enfrenta concorrência significativa de várias empresas, cada uma com abordagens estratégicas distintas.

Entre os principais concorrentes destaca-se o H&M Group, um dos rivais mais diretos da Inditex no segmento de moda acessível e fast fashion, competindo através de uma estratégia assente em preços competitivos, presença internacional e reforço da sustentabilidade. A Fast Retailing, detentora da Uniqlo, apresenta um posicionamento distinto, focado em peças básicas, funcionais e duráveis, mas concorre com a Inditex no retalho global de vestuário. A Primark, pertencente à Associated British Foods, não concorre diretamente com a Zara no mesmo posicionamento de mercado, mas constitui uma referência relevante no segmento de baixo custo, sendo particularmente comparável com marcas mais acessíveis do grupo, como a Lefties, a Bershka e a Pull&Bear.

Adicionalmente, empresas como a ASOS e a Zalando representam concorrentes relevantes no canal digital, dado o seu peso no comércio eletrónico de moda na Europa. Embora apresentem modelos de negócio diferentes, sobretudo por funcionarem como plataformas online, são relevantes para avaliar a pressão competitiva sobre a Inditex no canal digital. A Gap, por sua vez, foi considerada pela sua presença internacional e pelo seu posicionamento no retalho de vestuário, ainda que com maior exposição ao mercado norte-americano.

Por fim, importa referir a Shein, que tem intensificado a concorrência no setor através de um modelo de ultra-fast fashion, fortemente baseado em dados, preços reduzidos e elevada rapidez na introdução de novos produtos.

5. ANÁLISE ESTRATÉGICA

De forma a realizar uma análise estratégica e compreender a posição competitiva da Inditex, recorreu-se à aplicação de dois modelos amplamente utilizados na gestão empresarial: o modelo das 5 Forças de Porter (1979) e a análise SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats).

5.1. Análise das Forças de Porter

5.1.1. Ameaça de entrada de novos concorrentes

A ameaça de entrada de novos concorrentes no setor do retalho de moda pode ser considerada baixa a moderada. Embora a digitalização tenha facilitado o lançamento de novas marcas e plataformas online, competir à escala da Inditex exige elevados níveis de investimento, capacidade logística, notoriedade de marca e eficiência operacional.

Neste contexto, a Inditex beneficia de uma cadeia de abastecimento ágil e integrada, bem como de um portefólio de marcas globalmente reconhecidas, fatores que funcionam como barreiras relevantes à entrada de novos operadores. No entanto, o crescimento de empresas digitais, como a Shein, demonstra que modelos assentes em e-commerce, análise de dados e produção ultra-rápida podem reduzir algumas barreiras tradicionais, tornando esta ameaça particularmente relevante no canal online.

5.1.2. Rivalidade entre concorrentes existentes

No que diz respeito à rivalidade entre concorrentes existentes, esta pode ser considerada elevada, uma vez que o setor da moda acessível é altamente competitivo, fragmentado e sensível ao preço. A Inditex concorre com grupos internacionais como H&M, Fast Retailing/Uniqlo e Gap, bem como com plataformas digitais como ASOS, Zalando e Shein.

Esta intensidade concorrencial resulta da rápida alteração das tendências, da reduzida lealdade dos consumidores e da semelhança entre produtos, fatores que pressionam as

margens e exigem elevados níveis de eficiência operacional. Ainda assim, a Inditex mantém uma posição competitiva sólida através do seu modelo integrado, elevada rotação de inventário, capacidade de resposta rápida ao mercado e estratégia omnicanal. Contudo, a crescente pressão de operadores digitais, em particular a Shein, reforça a necessidade de investimento contínuo em digitalização, logística e controlo de custos.

5.1.3. Ameaça de Produtos e Serviços Substitutos

Relativamente à ameaça de produtos e serviços substitutos, esta pode ser considerada moderada. O crescimento do mercado de segunda mão, impulsionado por plataformas como Vinted, Depop e ThredUp, constitui uma alternativa ao consumo tradicional de moda nova, refletindo uma maior preocupação dos consumidores com preço, sustentabilidade e prolongamento do ciclo de vida dos produtos.

Embora esta tendência possa representar uma ameaça ao modelo tradicional de fast fashion, também cria oportunidades para a Inditex reforçar o seu posicionamento sustentável, nomeadamente através da expansão da plataforma Zara Pre-Owned, associada à reparação, revenda e doação de artigos usados. Por outro lado, o slow fashion e as marcas sustentáveis surgem igualmente como alternativas, embora com escala ainda limitada, dado que o preço e a acessibilidade continuam a ser fatores decisivos para grande parte dos consumidores.

5.1.4. Poder de negociação do fornecedor

Em relação ao poder de negociação dos fornecedores, este pode ser considerado reduzido no caso da Inditex, devido à dimensão do grupo, ao elevado volume de encomendas e à diversificação da sua cadeia de abastecimento. A empresa trabalha com uma rede ampla de fornecedores em diferentes geografias, combinando produção própria e externa, o que reduz a dependência de fornecedores individuais e reforça a sua flexibilidade negocial.

Ainda assim, esta posição não elimina os riscos associados à cadeia de abastecimento, nomeadamente ao nível da sustentabilidade, rastreabilidade, condições laborais e cumprimento de normas ambientais e sociais. Por esse motivo, continua a ser essencial

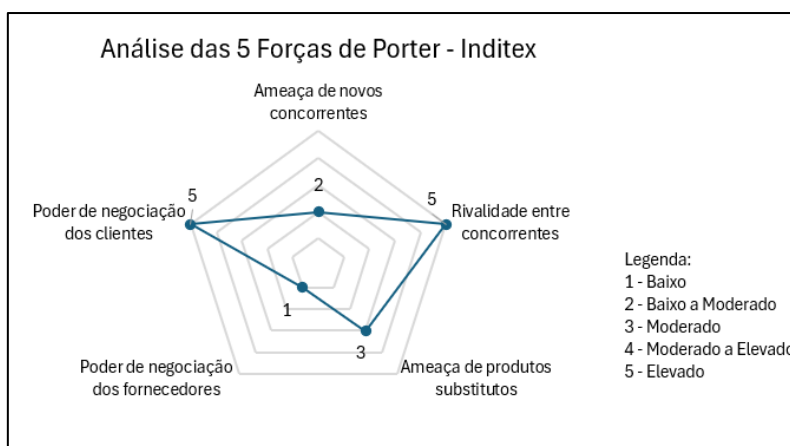
manter mecanismos rigorosos de auditoria, controlo e acompanhamento dos fornecedores.

5.1.5. Poder de negociação do cliente

No que diz respeito ao poder de negociação dos clientes, este pode ser considerado elevado no setor do fast fashion, devido à ampla variedade de alternativas disponíveis, à reduzida lealdade dos consumidores e à facilidade de mudança entre marcas. A elevada sensibilidade ao preço, reforçada por operadores como Shein e Zalando, aumenta a pressão competitiva e obriga as empresas a diferenciarem-se através da inovação, conveniência e experiência de compra.

Adicionalmente, a digitalização e a influência das redes sociais aceleram a difusão de tendências e tornam as preferências dos consumidores mais voláteis. Neste contexto, a Inditex procura mitigar este poder negocial através da sua estratégia omnicanal, integrando lojas físicas e plataformas digitais, de forma a oferecer uma experiência de compra mais fluida e conveniente. Ainda assim, o poder dos clientes permanece elevado e constitui um dos principais desafios para a empresa.

De forma geral, a análise das 5 Forças de Porter evidencia que a Inditex opera num ambiente altamente competitivo, marcado sobretudo pela elevada rivalidade entre concorrentes e pelo forte poder de negociação dos clientes. Apesar das barreiras à entrada associadas à escala, notoriedade de marca e capacidade logística da empresa, o crescimento do e-commerce e dos modelos de ultra-fast fashion tem intensificado a pressão competitiva no setor. Ainda assim, a diversificação da cadeia de abastecimento contribui para manter reduzido o poder dos fornecedores.



5.2. Análise SWOT

A Figura 2 apresenta a análise SWOT da Inditex, evidenciando a forma como os fatores internos (forças e fraquezas) interagem com os fatores externos (oportunidades e ameaças), permitindo identificar estratégias que potenciem as vantagens competitivas da empresa e minimizem os riscos do mercado.

Figura 2: Análise SWOT

Forças	Fraquezas
Portefólio de marcas diversificado e globalmente reconhecido.	Elevada exposição ao mercado europeu.
Cadeia de abastecimento ágil e verticalmente integrada.	Pressão para reforçar a competitividade digital face a operadores online puros.
Elevada rotação de inventário e rápida resposta às tendências.	Riscos reputacionais e de rastreabilidade na cadeia de abastecimento.
Forte presença internacional e estratégia omnicanal consolidada.	Dependência de um modelo fast fashion sujeito a críticas ambientais e sociais.
Oportunidades	Ameaças
Crescimento do e-commerce e uso de IA na personalização e previsão da procura.	Forte concorrência no retalho global de moda.
Expansão em mercados emergentes.	Pressão promocional e elevada sensibilidade ao preço.
Desenvolvimento da economia circular, incluindo revenda, reparação e reutilização.	Mudanças rápidas nas preferências dos consumidores.
Procura crescente por moda mais sustentável.	Instabilidade macroeconómica e riscos na cadeia global de abastecimento.

6. ANÁLISE DAS PERFORMANCES ANTERIORES DA EMPRESA

6.1. Estrutura de Vendas

No que concerne à estrutura de vendas, a Inditex obtém os seus rendimentos sobretudo através da comercialização de produtos de moda, recorrendo a uma rede integrada de lojas físicas, plataformas online, franchising e outros serviços associados à atividade do grupo. Em 2025, as vendas líquidas ascenderam a 39.864 milhões de euros, face a 38.632 milhões de euros em 2024.

Por conceito comercial, o conjunto Zara, Zara Home e Lefties manteve-se como a principal fonte de rendimentos, com vendas de 28.051 milhões de euros em 2025, correspondentes a cerca de 70,4% das vendas totais. Seguiram-se Bershka, Stradivarius, Pull&Bear, Massimo Dutti e Oysho, evidenciando a relevância central da Zara, apesar da diversificação do portefólio do grupo.

Em termos geográficos, a Europa, excluindo Espanha, continuou a representar a principal região de vendas, com um peso de 54% em 2025, seguida de Espanha e das Américas, ambas com 17%, e da Ásia e resto do mundo, com 12%. Paralelamente, o canal online manteve a sua relevância no modelo de negócio, tendo atingido 10,7 mil milhões de euros em vendas em 2025, um crescimento de 4,8% face ao ano anterior.

De forma geral, a evolução recente das vendas e da margem bruta confirma a solidez operacional da Inditex, sustentada pela força das suas marcas, eficiência da cadeia de abastecimento e integração entre canais físicos e digitais. Estes fatores são consistentes com uma empresa em fase de maturidade, caracterizada por presença internacional consolidada, elevada capacidade de conversão de vendas em caixa, crescimento mais moderado e maior foco na eficiência operacional do que na expansão acelerada.

6.2. Estrutura de Custos

Relativamente à estrutura de custos da Inditex, esta reflete o seu modelo de negócio, assente numa elevada rotação de inventário, cadeia de abastecimento ágil e integração entre lojas físicas e canais digitais. As principais rubricas incluem o custo das vendas, os gastos com pessoal, as rendas operacionais, os restantes gastos operacionais e as depreciações e amortizações.

Em 2025, o custo das vendas ascendeu a 16.642 milhões de euros, representando cerca de 41,7% das vendas líquidas do grupo. Consequentemente, a margem bruta situou-se em 58,3%, acima dos 57,8% registados em 2024, evidenciando a capacidade da empresa em preservar margens num contexto competitivo.

Os gastos operacionais totalizaram 11.878 milhões de euros em 2025, dos quais 5.914 milhões corresponderam a gastos com pessoal, 1.085 milhões a rendas operacionais e 4.879 milhões a outros gastos operacionais, incluindo custos associados às lojas, operações online, logística, comissões de pagamento, manutenção e serviços administrativos.

Apesar do aumento dos custos operacionais, a Inditex manteve uma estrutura de custos eficiente, beneficiando da sua escala, integração vertical parcial e gestão rigorosa dos stocks. Esta eficiência permite responder rapidamente às preferências dos consumidores, limitar o risco de excesso de inventário e reduzir a necessidade de descontos agressivos, contribuindo para a resiliência das margens do grupo.

7. METODOLOGIA

7.1. Avaliação de uma empresa

A avaliação de uma empresa consiste na estimação do seu valor económico, tendo por base a sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, o risco associado a esses fluxos e o valor temporal do dinheiro. Segundo Damodaran (2002), o valor de um ativo corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa que se espera que esse ativo venha a gerar no futuro. Assim, a avaliação financeira exige a formulação de pressupostos sobre a evolução da atividade operacional, investimento, rentabilidade, risco e crescimento futuro.

A criação de valor deve ser analisada numa perspetiva de longo prazo, evitando decisões que apenas melhorem os resultados de curto prazo, mas que possam comprometer a sustentabilidade financeira futura da empresa (Goedhart et al., 2020). Neste sentido, os modelos de avaliação constituem instrumentos relevantes de apoio à tomada de decisão, permitindo compreender de que forma as decisões de investimento, financiamento e distribuição de resultados influenciam o valor da empresa (Luehrman, 1997).

Apesar de se basear em modelos quantitativos, a avaliação envolve sempre algum grau de subjetividade, dado que depende dos pressupostos adotados relativamente ao crescimento, risco, margens operacionais e condições futuras do mercado (Damodaran, 2002).

7.2. Métodos de Avaliação

De acordo com Damodaran (2001), existem diferentes métodos de avaliação de empresas, destacando-se o método dos fluxos de caixa descontados, ou Discounted Cash Flow (DCF), e a avaliação relativa através de múltiplos. O primeiro procura estimar o valor intrínseco da empresa com base nos fluxos de caixa futuros que esta será capaz de gerar, descontados a uma taxa que reflita o risco desses fluxos. O segundo avalia a empresa por comparação com outras empresas semelhantes, através da utilização de múltiplos de mercado.

No âmbito dos fluxos de caixa descontados, Damodaran (2002) identifica diferentes abordagens, nomeadamente o Free Cash Flow to Firm (FCFF), o Free Cash Flow to Equity (FCFE) e o Adjusted Present Value (APV). A escolha entre estes métodos depende do objetivo da avaliação e da forma como se pretende considerar a estrutura de capital da empresa.

A utilização do método dos fluxos de caixa descontados é igualmente sustentada por Kaplan e Ruback (1995), que demonstram que os modelos baseados em fluxos de caixa apresentam capacidade relevante para estimar o valor de mercado das empresas. Os mesmos autores referem ainda que a avaliação por múltiplos pode ser utilizada como complemento ao DCF, permitindo comparar os resultados obtidos com a valorização atribuída pelo mercado a empresas semelhantes.

7.2.1. Método dos fluxos de caixa descontados

O método dos fluxos de caixa descontados assenta no princípio de que o valor de uma empresa corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa futuros que esta será capaz de gerar. Segundo Damodaran (2001) e Fernández (2002), esses fluxos devem ser descontados a uma taxa que reflita o risco da empresa e o custo de oportunidade dos seus financiadores.

No caso da avaliação da empresa como um todo, é frequentemente utilizado o modelo do Free Cash Flow to Firm, uma vez que este mede os fluxos de caixa disponíveis para todos os financiadores da empresa, isto é, acionistas e credores (Damodaran, 2002). A fórmula geral do modelo pode ser apresentada da seguinte forma:

(1) $EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n}$, onde FCFF_t corresponde ao Free Cash Flow to Firm no período t, WACC representa o custo médio ponderado do capital, VT corresponde ao valor terminal e n representa o último ano do período explícito de projeção.

Este valor corresponde ao Enterprise Value, ou seja, ao valor operacional da empresa antes do ajustamento pela dívida financeira líquida. Assim, para determinar o valor atribuível aos acionistas, é necessário deduzir a dívida financeira e adicionar a caixa e equivalentes de caixa:

(2) Valor do Capital Próprio = EV - Dívida Financeira + Caixa e Equivalentes de caixa

Posteriormente, o valor por ação é obtido através da divisão do valor do capital próprio pelo número de ações em circulação.

7.2.1.1. Free Cash Flow to Firm

O Free Cash Flow to Firm representa os fluxos de caixa gerados pela atividade operacional da empresa, excluindo o impacto da estrutura de financiamento, e disponíveis para todos os seus financiadores (Fernández, 2002). Este método é adequado quando se pretende avaliar a empresa numa ótica global, independentemente da forma como esta é financiada.

O cálculo do FCFF parte do resultado operacional antes de juros e impostos, ajustado pela taxa de imposto. Posteriormente, adicionam-se as depreciações e amortizações, por não representarem uma saída efetiva de caixa, e deduzem-se o investimento em ativos fixos e a variação das necessidades de fundo de maneo. A fórmula pode ser expressa da seguinte forma:

(3) $FCFF = EBIT \times (1 - t) + DA - CAPEX - \Delta NFM$, onde FCFF corresponde ao Free Cash Flow to Firm, EBIT corresponde ao resultado operacional antes de juros e impostos, t representa a taxa de imposto, DA corresponde às depreciações e amortizações, CAPEX representa o investimento em ativos fixos e ΔNFM corresponde à variação das necessidades de fundo de maneo.

De acordo com Damodaran (2002), o FCFF permite avaliar a capacidade operacional da empresa para gerar fluxos de caixa antes da remuneração dos credores e acionistas. No entanto, a sua aplicação depende da qualidade dos pressupostos utilizados, nomeadamente ao nível das vendas, margens, investimento, fundo de maneo e crescimento futuro.

7.2.1.2. WACC e CAPM

No modelo do Free Cash Flow to Firm, os fluxos de caixa projetados devem ser descontados ao custo médio ponderado do capital, ou Weighted Average Cost of Capital (WACC). Segundo Goedhart et al. (2020), o WACC representa a média ponderada entre o custo do capital próprio e o custo da dívida, tendo em conta o peso relativo de cada fonte de financiamento na estrutura de capital da empresa.

A fórmula do WACC é a seguinte:

(4) $WACC = \frac{E}{D+E} \times Ke + \frac{D}{D+E} \times Kd \times (1 - t)$, onde E corresponde ao valor de mercado do capital próprio, D ao valor da dívida financeira, Ke ao custo do capital próprio, Kd ao custo da dívida e t à taxa de imposto.

O custo do capital próprio pode ser estimado através do Capital Asset Pricing Model (CAPM), que relaciona a rendibilidade exigida pelos acionistas com o risco sistemático da empresa. De acordo com Goedhart et al. (2020), o modelo pode ser apresentado da seguinte forma:

(5) $Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$, onde Rf representa a taxa livre de risco, β corresponde ao beta da empresa e mede a sensibilidade da ação face às variações do mercado, e (Rm - Rf) representa o prémio de risco de mercado.

Assim, quanto maior for o beta, maior será o risco sistemático associado à empresa e, consequentemente, maior será a rendibilidade exigida pelos investidores.

7.2.1.3. Valor Terminal

Uma vez que o período explícito de projeção não permite captar a totalidade da capacidade futura de geração de fluxos de caixa da empresa, é necessário calcular um valor terminal. Segundo Damodaran (2002), o valor terminal representa uma componente relevante da avaliação, especialmente em empresas com continuidade operacional e capacidade de gerar fluxos de caixa para além do período projetado.

Uma das formas mais utilizadas para estimar o valor terminal é o modelo de crescimento perpétuo, também designado por modelo de Gordon:

$$(6) VT = FCFFn \times \frac{(1+g)}{(WACC - g)}, \text{ onde VT corresponde ao valor terminal, FCFFn}$$

corresponde ao Free Cash Flow to Firm do último ano de projeção, g representa a taxa de crescimento em perpetuidade e WACC corresponde ao custo médio ponderado do capital.

A taxa de crescimento terminal deve ser prudente e consistente com a maturidade da empresa, o setor em que opera e as perspetivas de crescimento económico de longo prazo (Damodaran, 2002).

7.2.1.4. Limitações do método dos fluxos de caixa descontados

Apesar de ser uma metodologia amplamente utilizada e teoricamente robusta, o método dos fluxos de caixa descontados apresenta algumas limitações. Damodaran (2002) refere que a avaliação empresarial depende de pressupostos que envolvem incerteza, pelo que pequenas alterações em variáveis como o WACC, a taxa de crescimento terminal ou as margens operacionais podem ter um impacto significativo no valor estimado da empresa.

Por esse motivo, os resultados obtidos através do DCF devem ser interpretados como uma estimativa fundamentada, mas dependente dos pressupostos adotados. Neste contexto, a avaliação por múltiplos pode ser utilizada como método complementar, permitindo comparar o valor obtido com a valorização atribuída pelo mercado a empresas semelhantes (Kaplan & Ruback, 1995).

7.2.2. Avaliação Relativa ou Método dos Múltiplos

A avaliação relativa, também designada por método dos múltiplos, consiste em estimar o valor de uma empresa através da comparação com outras empresas consideradas semelhantes. Segundo Damodaran (2002), este método parte do princípio de que ativos comparáveis devem apresentar valorizações semelhantes, desde que sejam ajustadas as diferenças relevantes em termos de crescimento, risco, rentabilidade e estrutura financeira.

A aplicação deste método exige, em primeiro lugar, a seleção criteriosa de empresas comparáveis. Esta seleção deve considerar fatores como o setor de atividade, dimensão, perfil de risco, crescimento esperado, margens operacionais e disponibilidade

de informação financeira (Damodaran, 2002). Depois de selecionado o grupo de empresas comparáveis, são calculados os múltiplos de mercado e utilizada uma média ou mediana para estimar o valor da empresa em análise.

Entre os múltiplos mais utilizados destacam-se o EV/EBITDA e o P/E. O múltiplo EV/EBITDA relaciona o Enterprise Value com o EBITDA, permitindo comparar empresas independentemente da sua estrutura de capital, política de depreciações e nível de tributação. Segundo Lie e Lie (2002), os múltiplos baseados no EBITDA tendem a apresentar resultados mais consistentes em empresas não financeiras de maior dimensão.

Por sua vez, o múltiplo P/E relaciona o preço de mercado da ação com o resultado líquido por ação, sendo frequentemente utilizado pelos investidores para avaliar quanto o mercado está disposto a pagar por cada unidade de lucro gerado (Damodaran, 2002). Este múltiplo assume uma ótica de capital próprio, uma vez que se baseia nos lucros disponíveis para os acionistas.

Apesar da sua simplicidade e utilidade prática, o método dos múltiplos apresenta limitações. A sua fiabilidade depende da seleção adequada das empresas comparáveis e pode ser influenciada por distorções temporárias nos preços de mercado. Assim, este método é frequentemente utilizado como complemento ao DCF, permitindo testar a coerência dos resultados obtidos e enquadrar a avaliação face à valorização atribuída pelo mercado a empresas semelhantes (Kaplan & Ruback, 1995).

7.3. Sistema de Recomendação

Com o objetivo de converter o preço-alvo estimado numa recomendação de investimento, foi utilizado um sistema de recomendação baseado no potencial de valorização anualizado da ação, conforme apresentado na figura 3. Este sistema distingue três níveis de risco — baixo, médio e alto — sendo que empresas com maior risco exigem um potencial de valorização superior para justificar uma recomendação de compra.

Figura 3: Sistema de Recomendação

Nível de Risco	Venda	Redução	Manter	Compra
Risco Alto	$0\% \leq$	$> 0\% \ \& \ \leq 10\%$	$> 10\% \ \& \ \leq 20\%$	$> 20\%$
Risco Médio	$-5\% \leq$	$> -5\% \ \& \ \leq 5\%$	$> 5\% \ \& \ < 15\%$	$> 15\%$
Risco Baixo	$-10\% \leq$	$> -10\% \ \& \ \leq 0\%$	$> 0\% \ \& \ \leq 10\%$	$> 10\%$

Fonte: Professor Victor Barros, Equity Research Course, ISEG

8. AVALIAÇÃO

Na avaliação da Inditex, foram aplicados dois métodos complementares: o método dos fluxos de caixa descontados, com base no modelo FCFF, e o método dos múltiplos. O FCFF foi considerado o mais adequado por permitir avaliar a empresa como um todo e por ser consistente com a estrutura de capital estável e pouco alavancada da Inditex. O FCFE não foi utilizado por se centrar apenas nos fluxos disponíveis para os acionistas, enquanto o APV é mais indicado para empresas com elevados níveis de dívida ou alterações significativas na estrutura de financiamento. O método dos múltiplos foi aplicado como complemento, permitindo comparar o valor obtido com a valorização de empresas semelhantes.

8.1. Pressupostos

8.1.1. Vendas

A projeção das vendas da Inditex para o período de 2026 a 2030 teve por base a estrutura geográfica histórica dos rendimentos, apresentada no Anexo 1. Dado que o peso das vendas por região se manteve relativamente estável entre 2021 e 2025, assumiu-se que esta repartição constitui uma base adequada para a projeção dos rendimentos futuros.

Para cada região, foram consideradas as previsões de crescimento real do PIB divulgadas pelo FMI, conforme apresentado no Anexo 2, tendo sido posteriormente considerada a inflação esperada ao crescimento real do PIB, resultando nas taxas nominais apresentadas no Anexo 3. Estas foram ponderadas pelo peso de cada região nas vendas totais da *Inditex*, permitindo obter a projeção final das vendas apresentada na Tabela I.

Adicionalmente, foi definido um limite máximo de crescimento anual de 6%, com o objetivo de adotar uma abordagem prudente face à dimensão já alcançada pela *Inditex*, à maturidade crescente do setor e à maior pressão competitiva e regulatória associada à indústria da *fast fashion*. Esta opção é consistente com as perspetivas do setor, uma vez que o relatório *Fast Fashion Market Report 2026*, publicado pela Research and Markets, estima que o mercado global de *fast fashion* cresça de 172,41 mil milhões de dólares em 2026 para 222,71 mil milhões de dólares em 2030, correspondendo a uma taxa de crescimento anual composta de 6,6%.

Como resultado, as vendas projetadas aumentam de €42.152 milhões em 2026 para €50.601 milhões em 2030, correspondendo a taxas de crescimento anuais entre 4,46% e 5,74%, inferiores ao limite máximo definido.

Tabela I: Projeção de Vendas

Região Inditex	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Américas	7 414	7 816	8 214	8 631	9 069
Ásia e Resto do Mundo	4 891	5 184	5 479	5 783	6 096
Resto da Europa	22 749	23 792	24 936	26 039	27 155
Espanha	7 098	7 382	7 700	7 985	8 280
Total	42 152	44 175	46 329	48 439	50 601
Taxa de Crescimento Global	5,74%	4,80%	4,88%	4,55%	4,46%

Fonte: *Elaboração Própria*

8.1.2. Custo das Vendas

Relativamente ao custo das vendas, verificou-se que esta rubrica apresentou um comportamento relativamente estável entre 2021 e 2025, evoluindo de forma consistente com as vendas da Inditex (Anexo 4). Ao longo do período em análise, o custo das vendas representou, em média, cerca de 42% das vendas, evidenciando uma variação reduzida entre exercícios.

Atendendo à estabilidade observada, e assumindo a continuidade do modelo operacional da empresa, esta percentagem média foi utilizada para a projeção do custo das vendas no período de 2026 a 2030, sendo que o cálculo previsional resulta da aplicação direta do peso médio do custo das vendas às vendas projetadas para cada ano, conforme apresentado na Tabela II.

Tabela II: Projeção dos Custos de Vendas

Rubrica	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Vendas (Sales)	42 152	44 175	46 329	48 439	50 601
Custo das vendas	(18 125)	(18 995)	(19 922)	(20 829)	(21 758)
Lucro bruto (Gross profit)	24 027	25 179	26 408	27 610	28 842

Fonte: *Elaboração Própria*

8.1.3. Gastos Operacionais

No que toca aos gastos operacionais da *Inditex*, compostos essencialmente por custos com pessoal, *operating leases* e outros gastos operacionais, apresentaram um peso relativamente estável nas vendas entre 2021 e 2025, conforme evidenciado no Anexo 5.

Tendo em conta a evolução histórica observada, assumiram-se ganhos graduais de eficiência operacional ao longo do período de projeção. No caso dos custos com pessoal, considerou-se uma redução anual de 0,05 pontos percentuais no seu peso sobre as vendas, refletindo uma melhoria gradual da eficiência da estrutura operacional. Relativamente aos *operating leases*, foi assumido um peso constante de 2,75% das vendas, uma vez que se prevê a continuidade da expansão física da rede de lojas, ainda que de forma controlada. Por fim, nos outros gastos operacionais, assumiu-se um peso inicial de 12,0% das vendas em 2026, com uma redução anual de 0,2 pontos percentuais, refletindo expectativas de maior eficiência operacional.

Assim, os gastos operacionais projetados para o período de 2026 a 2030 resultam da aplicação destas percentagens às vendas estimadas, conforme apresentado na Tabela III.

Tabela III: Projeção dos Gastos Operacionais

Gastos Operacionais	2026 E		2027 E		2028 E		2029 E		2030 E	
	%	€	%	€	%	€	%	€	%	€
Gastos com o Pessoal	14,79%	6 232	14,74%	6 509	14,69%	6 804	14,64%	7 089	14,59%	7 380
Locações Operacionais	2,75%	1 159	2,75%	1 215	2,75%	1 274	2,75%	1 332	2,75%	1 392
Outros Gastos Operacionais	12,00%	5 058	11,80%	5 213	11,60%	5 374	11,40%	5 522	11,20%	5 667
Total	29,54%	12 450	29,29%	12 937	29,04%	13 452	28,79%	13 943	28,54%	14 439

Fonte: *Elaboração Própria*

Adicionalmente, assume-se que as rubricas de outras perdas e ganhos líquidos permanecem estáveis em torno de 77 milhões de euros por ano, refletindo essencialmente custos extraordinários com pessoal e ajustamentos de valor em instrumentos financeiros, conforme descrito no Relatório Anual de 2025.

8.1.4. CAPEX e Depreciações

Para a projeção do CAPEX, foram considerados os ativos de investimento da *Inditex*, compostos pelos ativos fixos tangíveis e pelos ativos intangíveis. Os ativos por direito de uso não foram incluídos no cálculo do CAPEX, uma vez que estão associados essencialmente a contratos de arrendamento e não representam investimento direto em ativos fixos tangíveis ou intangíveis.

Neste sentido, tendo em conta a estratégia de expansão e modernização da Inditex, assumiu-se que os ativos de investimento manterão uma trajetória de crescimento positiva ao longo do período de projeção. No entanto, as taxas de crescimento utilizadas são inferiores aos níveis excepcionais observados em 2024 e 2025, anos influenciados pelo programa extraordinário de expansão logística anunciado pelo grupo. Assim, foram assumidas taxas de crescimento entre 7,5% e 9,5% para o período de 2026 a 2030, refletindo uma estratégia de crescimento sustentado, mas progressivamente normalizada.

Posteriormente, o CAPEX foi estimado com base na variação anual dos ativos de investimento, acrescida das depreciações e amortizações ajustadas, excluindo a amortização dos ativos por direito de uso, de forma a aproximar o investimento necessário para suportar a expansão e manutenção da capacidade operacional da empresa.

Relativamente às depreciações e amortizações, a Inditex utiliza o método das quotas constantes, considerando, para a projeção desta rubrica, as vidas úteis médias dos principais ativos tangíveis e intangíveis divulgadas no Relatório e Contas de 2025. Com base no peso relativo de cada classe de ativo e na respetiva vida útil média, foi estimada uma taxa média anual de depreciação de 7,47%, aplicada aos ativos de investimento projetados.

Por sua vez, a amortização dos ativos por direito de uso foi projetada separadamente, uma vez que estes ativos foram excluídos do cálculo do CAPEX. Considerando que esta rubrica registou um crescimento de cerca de 4% em 2025, assumiu-se uma taxa de crescimento anual de 3% para os anos seguintes, refletindo uma evolução moderada e consistente com a continuidade da expansão física da rede de lojas, mas num contexto de normalização do investimento.

Posto isto, o CAPEX projetado aumenta de €1.984 milhões em 2026 para €3.102 milhões em 2030, enquanto o total de depreciações e amortizações aumenta de €2.670 milhões para €3.285 milhões no mesmo período, conforme apresentado na Tabela IV.

Tabela IV: Projeção do CAPEX e Depreciações

Rubrica	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Ativos de investimento	13 736	14 835	16 096	17 545	19 212
Variação dos ativos de investimento	958	1 099	1 261	1 449	1 667
Depreciações e amortizações ajustadas	1 026	1 108	1 202	1 310	1 435
CAPEX	1 984	2 207	2 463	2 759	3 102
Amortização de ativos por direito de uso	1 644	1 693	1 744	1 797	1 850
Total de depreciações e amortizações	2 670	2 801	2 946	3 107	3 285

Fonte: Elaboração Própria

8.1.5. Resultados Operacionais (EBIT)

Com base nos pressupostos definidos para as vendas, custo das vendas, gastos operacionais e amortizações e depreciações, foi estimado o resultado operacional da *Inditex* para o período de 2026 a 2030. Conforme evidenciado na Tabela V, o EBITDA aumenta de €11.500 milhões em 2026 para €14.326 milhões em 2030, refletindo o crescimento das vendas e ganhos graduais de eficiência operacional.

Apesar do aumento das amortizações e depreciações, o EBIT apresenta igualmente uma evolução positiva, passando de €8.830 milhões para €11.041 milhões no mesmo período, demonstrando a capacidade da empresa em manter uma estrutura de custos controlada e em converter o crescimento dos rendimentos em maior resultado operacional.

Tabela V: Projeção do EBIT

Rubrica	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Vendas (Sales)	42 152	44 175	46 329	48 439	50 601
Custo das vendas (Cost of sales)	(18 125)	(18 995)	(19 922)	(20 829)	(21 758)
Lucro bruto (Gross profit)	24 027	25 179	26 408	27 610	28 842
Despesas operacionais (Operating expenses)	(12 450)	(12 937)	(13 452)	(13 943)	(14 439)
Outras perdas/ganhos, líquidas	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)
EBITDA (Gross Operating Profit)	11 500	12 166	12 879	13 590	14 326
Outros resultados	0	0	0	0	0
Amortizações e depreciações	(2 670)	(2 801)	(2 946)	(3 107)	(3 285)
EBIT (Net Operating Profit)	8 830	9 365	9 933	10 483	11 041

Fonte: Elaboração Própria

8.1.6. Necessidades de Fundo de Maneio

A estimativa das necessidades de fundo de maneio da *Inditex* foi desenvolvida com base nas principais rubricas operacionais associadas ao ciclo de exploração. No entanto, de forma a garantir uma base de projeção mais representativa da atividade

normal da empresa, foram excluídos os anos de 2021 e 2022, uma vez que estes períodos foram influenciados pelos efeitos da pandemia de Covid-19.

Em relação aos inventários, a projeção foi realizada com base num prazo médio de inventários de 72 dias, calculado através da relação entre inventários e custo das mercadorias vendidas. Relativamente aos clientes a receber, foi utilizado um prazo médio de recebimento de 10 dias, obtido pela relação entre clientes e vendas, refletindo o reduzido peso das vendas a crédito no modelo de negócio da Inditex. Por sua vez, os fornecedores a pagar foram estimados com base num prazo médio de pagamento de 179 dias, calculado através da relação entre fornecedores e compras previstas.

De acordo com esta abordagem, as necessidades de fundo de maneo operacionais mantêm-se negativas ao longo de todo o período projetado, passando de -€4.298 milhões em 2026 para -€5.048 milhões em 2030, evidenciando a capacidade da Inditex em financiar parte da sua atividade através dos fornecedores, uma vez que o prazo médio de pagamento é substancialmente superior aos prazos médios de inventários e de recebimento.

Tabela VI: Variação das Necessidades de Fundo de Maneio

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Inventários	3 249	3 591	3 764	3 947	4 127	4 311
Clientes a receber	1 166	1 155	1 210	1 269	1 327	1 386
Fornecedores a pagar	(8 269)	(9 044)	(9 386)	(9 846)	(10 288)	(10 745)
NFM Operacional	(3 854)	(4 298)	(4 412)	(4 629)	(4 834)	(5 048)
Δ NFM	-	(444)	(115)	(217)	(205)	(214)

Fonte: Elaboração Própria

8.1.7. Custo do Capital Próprio

Conforme apresentado na metodologia, o custo do capital próprio foi estimado com base no modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), sendo que a taxa de retorno sem risco considerada corresponde à rendibilidade das obrigações do Tesouro alemão a 10 anos, utilizada como referência para um ativo livre de risco, com a última atualização disponível a abril de 2026, em que esta taxa se situava em 3,02%.

Relativamente ao beta, optou-se por não utilizar o beta estimado através de regressão linear, uma vez que este se encontrava enviesado pelo impacto da pandemia de COVID-19, sobretudo nos anos de 2020 e 2021 e, de forma residual, em 2022. Assim, foi utilizado o beta desalavancado setorial divulgado por Damodaran para a indústria de Apparel, no valor de 0,76, sendo que este beta reflete o risco operacional do setor, independentemente da estrutura de capital das empresas comparáveis. Posteriormente, o beta foi realavancado com base na estrutura de capital da Inditex, considerando a sua dívida financeira, capital próprio e taxa de imposto marginal, obtendo um beta alavancado de aproximadamente 0,78 (Anexo 6).

O prémio de risco de mercado foi igualmente calculado com base nos dados de Damodaran, considerando o Total Equity Risk Premium dos principais países onde a Inditex opera de forma significativa. Estes países foram agregados de acordo com as regiões reportadas pela empresa, sendo posteriormente calculada uma média ponderada pelo peso de cada região nas vendas totais (Anexo 1). Desta forma, em vez de se considerar apenas o prémio de risco de Espanha, foi utilizado um prémio de risco ajustado à exposição geográfica da Inditex, resultando numa taxa de 6,03%.

Assim, através da aplicação do CAPM, considerando uma taxa livre de risco de 3,02%, um beta alavancado de 0,78 e um prémio de risco de mercado de 6,03%, obteve-se um custo do capital próprio de 7,73%, conforme apresentado no Anexo 7.

8.1.8. Custo da Dívida

Com recurso ao modelo de rating sintético proposto por Damodaran (2006), estimou-se o custo da dívida através do rácio de cobertura de juros, utilizado como aproximação ao risco de crédito da empresa. Este método considera a taxa livre de risco, o spread associado ao rating sintético da empresa e o efeito fiscal da dívida.

Considerando a taxa livre de risco anteriormente apresentada, de 3,02%, o spread de crédito foi obtido com base na tabela de Damodaran, atualizada em janeiro de 2026 através do cálculo do interest coverage ratio, definido como o rácio entre o EBIT e os juros suportados.

Em 2025, a Inditex apresentou um EBIT de €7.997 milhões e juros suportados de €370 milhões, resultando num interest coverage ratio de aproximadamente 21,61, posicionando a empresa no nível mais elevado de rating sintético, AAA/Aaa, de acordo com a tabela de Damodaran (Anexo 8), ao qual corresponde um spread de 0,40%.

Importa referir que o EBIT utilizado corresponde ao valor reportado após os impactos do IFRS 16, pelo que não é totalmente comparável com a tabela de ratings sintéticos de Damodaran, desenvolvida com base em métricas pré-IFRS 16. No entanto, mesmo ajustando o cálculo de forma a excluir os efeitos associados aos ativos por direito de uso e respetivos encargos financeiros, a Inditex mantém-se no nível de rating sintético mais elevado, pelo que o spread de crédito de 0,40% não se altera.

Deste modo, o custo da dívida antes de imposto foi estimado em 3,42%, resultante da soma entre a taxa de juro sem risco de 3,02% e o spread de 0,40%. Adicionalmente, considerando a taxa de imposto marginal de 22,44%, o custo da dívida após imposto corresponde a 2,65%.

8.1.9. Taxa de Crescimento Terminal (TGR)

No que concerne à taxa de crescimento terminal (TGR), assumiu-se que a empresa se encontra numa fase de maturidade e estabilidade operacional. De acordo com Damodaran, a taxa de crescimento em perpetuidade não deve exceder o crescimento da economia no longo prazo, sendo que, no caso de empresas maduras, é prudente assumir um crescimento inferior ao da economia. Neste sentido, considerando uma taxa de crescimento real de longo prazo de 1%, inferior ao crescimento real esperado da economia, e adicionando a meta de inflação de médio prazo de 2% definida pelo Banco Central Europeu, obteve-se uma taxa de crescimento terminal nominal de 3%.

8.1.10. WACC

Para o apuramento do WACC, aplicou-se a fórmula apresentada na metodologia, que pondera o custo da dívida e o custo do capital próprio de acordo com o peso de cada fonte de financiamento na estrutura de capital da empresa.

O valor de mercado do capital próprio foi determinado com base na cotação da ação em 22 de junho de 2026, correspondente a 55,16€, e no número de ações em circulação

reportado no Relatório e Contas de 2025, de aproximadamente 3.117 milhões de ações. Deste cálculo, resultou um valor de mercado do capital próprio de cerca de 171.915 milhões de euros. Por sua vez, a dívida financeira considerada ascende a 6.209 milhões de euros, pelo que o valor total utilizado para efeitos de ponderação da estrutura de capital corresponde a aproximadamente 178.124 milhões de euros.

Tabela VII: Estrutura do Capital da Inditex

Estrutura de Capital	Valor
Preço da ação (22/06/2026)	55,16 €
Nº de ações em circulação	3 116 652 000
Capital próprio (E)	171 914 524 320
Dívida financeira (D)	6 209 000 000
Valor da empresa (V = D + E)	178 123 524 320

Fonte: Elaboração Própria

Assim, a estrutura de capital da Inditex continua a evidenciar uma clara predominância do capital próprio, que representa cerca de 96,51% do financiamento total, enquanto a dívida financeira corresponde a aproximadamente 3,49%, refletindo uma estrutura financeira conservadora, com reduzida dependência de financiamento externo.

Com base nos valores estimados para o custo do capital próprio, de 7,73%, e para o custo da dívida após imposto, obteve-se um WACC de 7,53%, conforme apresentado na Tabela VIII.

Tabela VIII: Cálculo do WACC

Peso do Passivo	3,4858%
Custo da Dívida	2,6526%
Taxa de imposto marginal	22,44%
Peso do Capital Próprio	96,5142%
Custo do Capital Próprio	7,73%
WACC	7,53%

Fonte: Elaboração Própria

8.2. Resultados

De acordo com os pressupostos anteriormente definidos, procedeu-se à avaliação da Inditex através do método dos Free Cash Flow to Firm (FCFF). Numa primeira fase, foi estimado o EBIT para cada ano do período de projeção e, posteriormente, calculados os

respetivos FCFF para o período compreendido entre 2026 e 2030. Estes fluxos foram atualizados ao custo médio ponderado do capital (WACC), de 7,53%, obtendo-se um valor presente dos FCFF de 28.366 milhões de euros.

Adicionalmente, estimou-se o valor terminal através do modelo de crescimento perpétuo, considerando o FCFF de 2030, uma taxa de crescimento terminal de 3,00% e um WACC de 7,53%. Desta forma, obteve-se um valor terminal de 203.599 milhões de euros, que, após atualização para o momento presente, corresponde a 163.737 milhões de euros.

A soma do valor presente dos FCFF com o valor presente do valor terminal resulta num Enterprise Value de 192.103 milhões de euros. Após a dedução do passivo financeiro, no valor de 6.209 milhões de euros, e a adição da posição de caixa e equivalentes, no valor de 5.276 milhões de euros, obteve-se um valor do capital próprio de 191.170 milhões de euros. Considerando aproximadamente 3.117 milhões de ações em circulação, o preço estimado por ação ascende a 61,34€.

Importa referir que o valor presente do Valor Terminal representa aproximadamente 85,2% do Enterprise Value estimado. Embora este peso seja plausível para uma empresa madura, com continuidade operacional e capacidade de geração de fluxos de caixa no longo prazo, constitui uma limitação relevante da avaliação, uma vez que amplifica a sensibilidade do modelo a alterações na taxa de crescimento terminal e no WACC, conforme evidenciado nas análises de sensibilidade apresentadas de seguida.

Tabela IX: Projeção do EBIT e dos FCFF (2026–2030)

Rubrica	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Vendas (Sales)	42 152	44 175	46 329	48 439	50 601
Custo das vendas (Cost of sales)	(18 125)	(18 995)	(19 922)	(20 829)	(21 758)
Lucro bruto (Gross profit)	24 027	25 179	26 408	27 610	28 842
Despesas operacionais (Operating expenses)	(12 450)	(12 937)	(13 452)	(13 943)	(14 439)
Outras perdas/ganhos, líquidas	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)
EBITDA (Gross Operating Profit)	11 500	12 166	12 879	13 590	14 326
Outros resultados	0	0	0	0	0
Amortizações e depreciações	(2 670)	(2 801)	(2 946)	(3 107)	(3 285)
EBIT (Net Operating Profit)	8 830	9 365	9 933	10 483	11 041
EBIT(1 - t) -> t = 22,44%	6 849	7 263	7 704	8 131	8 564
+ Depreciações / Amortizações	2 670	2 801	2 946	3 107	3 285
- Investimento em Ativos Fixos	1 984	2 207	2 463	2 759	3 102
- Variação das NFM	(444)	(115)	(217)	(205)	(214)
FCFF	7 978	7 972	8 403	8 683	8 961

Fonte: Elaboração Própria

Tabela X: Avaliação da Inditex pelo Método dos FCFF a 31/01/2027

Rubrica	Valor
WACC	7,53%
Taxa de Crescimento (g)	3,00%
Valor Presente FCFF	28 366
Valor Terminal	203 599
Valor Presente do Valor terminal	163 737
VP FCFF + VP Valor Terminal	192 102
Passivo Financeiro (-)	6 209
Caixa e equivalentes (+)	5 276
Valor da empresa	191 169
Nº ações	3 117
Preço por ação	61,34

Fonte: Elaboração Própria

8.3. Análise de Sensibilidade

De forma complementar, foi realizada uma análise de sensibilidade com o objetivo de avaliar o impacto da variação dos principais pressupostos utilizados no modelo DCF sobre o preço estimado por ação da Inditex. Neste âmbito, foram identificadas como variáveis críticas a taxa de crescimento terminal, fixada no cenário base em 3,00%, o WACC, estimado em 7,53%, e o custo do capital próprio, estimado em 7,73%.

Numa primeira fase, analisou-se a sensibilidade do preço por ação à variação conjunta do WACC e da taxa de crescimento terminal, conforme apresentado na Tabela XI. Os resultados evidenciam que o preço estimado varia significativamente em função destes pressupostos, situando-se entre 47,28 €, no cenário mais pessimista, e 98,82 €, no cenário mais otimista. No cenário base, o preço por ação estimado é de aproximadamente 61,34 €, valor superior à cotação de mercado considerada na avaliação, de 55,16 €, a 22 de junho de 2026.

Tabela XI: Análise de Sensibilidade: WACC vs taxa de crescimento terminal

		WACC						
Taxa de Crescimento		6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,53%	8,00%	8,25%
	3,75%	98,82	90,71	83,84	77,95	72,27	64,42	60,91
	3,50%	91,14	84,24	78,32	73,19	68,19	61,20	58,04
	3,25%	84,64	78,69	73,54	69,02	64,59	58,32	55,46
	3,00%	79,07	73,89	69,35	65,35	61,34	55,72	53,12
	2,75%	74,24	69,68	65,66	62,08	58,51	53,38	51,00
	2,50%	70,01	65,97	62,37	59,15	55,93	51,24	49,06
	2,25%	66,29	62,67	59,44	56,52	53,59	49,29	47,28

Fonte: Elaboração Própria

Em segundo lugar, procedeu-se à análise da sensibilidade do preço por ação à variação do custo do capital próprio e da taxa de crescimento terminal, apresentada na Tabela XII. Neste caso, o preço estimado varia entre 47,21 € e 88,80 €, confirmando a elevada sensibilidade da avaliação às alterações na rentabilidade exigida pelos acionistas e nas perspetivas de crescimento de longo prazo. Ainda assim, o cenário base apresenta um valor estimado de 61,34 €, acima do preço de mercado de 55,16 €, sustentando uma recomendação final de compra.

Tabela XII: Análise de Sensibilidade: custo do capital próprio vs taxa de crescimento terminal

		Custo do Capital Próprio						
Taxa de Crescimento		7,00%	7,25%	7,50%	7,73%	8,00%	8,25%	8,50%
	3,75%	88,80	82,44	76,94	72,32	67,90	64,15	60,79
	3,50%	82,60	77,11	72,30	68,23	64,31	60,95	57,93
	3,25%	77,27	72,47	68,24	64,62	61,12	58,09	55,36
	3,00%	72,64	68,41	64,65	61,34	58,26	55,52	53,03
	2,75%	68,58	64,82	61,45	58,54	55,68	53,19	50,92
	2,50%	64,99	61,62	58,59	55,95	53,35	51,07	48,98
	2,25%	61,79	58,76	56,01	53,61	51,23	49,14	47,21

Fonte: Elaboração Própria

8.4. Análise por Múltiplos

O segundo método de avaliação adotado foi o método dos múltiplos, utilizado como complemento ao modelo dos fluxos de caixa descontados. Para o grupo de comparáveis foram consideradas as empresas H&M e Fast Retailing, identificadas como peers relevantes no setor do retalho de moda e vestuário. A Inditex foi incluída apenas como

empresa objeto de avaliação, sendo excluída do cálculo da média e da mediana dos múltiplos. Todos os valores financeiros foram convertidos para milhões de euros, de modo a garantir a comparabilidade entre empresas que reportam em diferentes moedas (Anexo 9).

Nesta avaliação foram utilizados os múltiplos EV/EBITDA e P/E. O EV/EBITDA permite avaliar a empresa numa ótica operacional, enquanto o P/E relaciona o preço de mercado com os resultados atribuíveis aos acionistas. A utilização de valores históricos, em vez de múltiplos forward, justifica-se por estes se basearem em dados reportados e observáveis, reduzindo a subjetividade associada a estimativas futuras.

No múltiplo EV/EBITDA, a média dos peers foi de 16,16x, valor que coincide com a mediana por existirem apenas duas empresas comparáveis. Aplicando este múltiplo ao EBITDA histórico da Inditex, de €11.822 milhões, e ajustando pela dívida financeira e caixa e equivalentes, obteve-se um preço estimado por ação de €60,98. No múltiplo P/E, a média dos peers foi de 37,14x, também coincidente com a mediana, resultando num preço por ação de €74,27.

Considerando a média simples dos preços obtidos pelos dois múltiplos, o método dos múltiplos resulta num preço final de €67,63 por ação. Assim, apesar das limitações associadas ao número reduzido de comparáveis, a avaliação relativa aponta para um valor superior ao preço de mercado considerado e corrobora os resultados obtidos pelo modelo DCF, sustentando uma recomendação de compra das ações da Inditex.

Tabela XIII: Avaliação pelo método dos múltiplos

Método	Fórmula aplicada	Resultado com médias	Resultado com medianas
EV/EBITDA	$((EBITDA \times \text{múltiplo EV/EBITDA}) - \text{dívida} + \text{caixa}) / n^{\circ} \text{ ações}$	€ 60,98	€ 60,98
P/E	$EPS \times \text{múltiplo P/E}$	€ 74,27	€ 74,27
Preço por ação final	Média simples dos dois métodos	€ 67,63	€ 67,63

Fonte: Elaboração Própria

9. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal estimar o valor intrínseco das ações da Inditex, recorrendo a duas metodologias amplamente utilizadas em avaliação de empresas: o modelo dos fluxos de caixa descontados, através do Free Cash Flow to Firm (FCFF), e o método dos múltiplos. Esta análise foi sustentada pelo enquadramento do setor da moda e do fast fashion, bem como pela caracterização da empresa, da sua estratégia, estrutura operacional e desempenho financeiro histórico.

A análise do setor permitiu compreender os principais desafios e oportunidades enfrentados pela indústria da moda, nomeadamente a elevada exposição ao consumo discricionário, a pressão sobre preços, a crescente relevância da sustentabilidade, a digitalização do canal de venda e a necessidade de elevada eficiência operacional. Neste sentido, a Inditex destaca-se pelo seu modelo de negócio integrado, pela rápida capacidade de resposta às tendências de mercado e pela forte presença internacional.

A aplicação do modelo dos fluxos de caixa descontados resultou num preço estimado por ação de 61,34€, tendo como data-alvo 31 de janeiro de 2027. Face ao preço de mercado de 55,16€, registado em 22 de junho de 2026, este valor representa um potencial de valorização total de 11,20%. Uma vez que o período entre a data da recomendação e a data-alvo não corresponde exatamente a um ano, o potencial de valorização foi anualizado, resultando numa rendibilidade anual esperada de 18,98%.

Tendo em consideração o sistema de recomendação definido na metodologia, e considerando que a Inditex apresenta um perfil de risco médio, a rendibilidade anualizada esperada de 18,98% enquadra-se no intervalo correspondente a uma recomendação de compra. A classificação de risco médio justifica-se pelo equilíbrio entre, por um lado, a forte posição competitiva, a presença internacional, a estratégia omnicanal e a eficiência operacional da empresa e, por outro, a elevada concorrência no setor, a exposição ao consumo discricionário, a pressão sobre preços e os riscos reputacionais e de sustentabilidade associados ao modelo fast fashion.

Por fim, a avaliação por múltiplos foi utilizada como metodologia complementar, permitindo enquadrar a valorização da Inditex face a empresas comparáveis. Este método conduziu a um preço-alvo de 67,63€ por ação, superior ao valor obtido pelo modelo DCF e ao preço de mercado considerado. Apesar das limitações associadas ao número reduzido

de comparáveis e à heterogeneidade dos peers, os resultados da avaliação relativa são consistentes com a recomendação de compra obtida através do modelo DCF.

DISCLAIMER

Declaro que o presente trabalho foi desenvolvido de forma autónoma e constitui uma produção original da minha autoria. A utilização de ferramentas de Inteligência Artificial ocorreu apenas como apoio complementar, nomeadamente na revisão linguística, melhoria da clareza do texto, organização formal e apoio pontual à pesquisa bibliográfica. Estas ferramentas não foram utilizadas para substituir o trabalho académico, a análise crítica ou a formulação das conclusões apresentadas. Assim, assumo total responsabilidade pelo conteúdo, interpretações, resultados e conclusões incluídos neste projeto.

REFERÊNCIAS

- Aftab, M. A., Yuanjian, Q., Kabir, N., & Barua, Z. (2018). Super responsive supply chain: The case of Spanish fast fashion retailer Inditex-Zara. *International Journal of Business and Management*, 13(5), 212–225.
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n5p212>
- Barnes, L., & Lea-Greenwood, G. (2006). Fast fashioning the supply chain: Shaping the research agenda. *Journal of Fashion Marketing and Management*, 10(3), 259–271.
- Caro, F., & Martínez-de-Albéniz, V. (2015). Fast fashion: Business model overview and research opportunities. In *Retail Supply Chain Management*.
- Cline, E. (2012). *Overdressed: The shockingly high cost of cheap fashion*. New York: Portfolio/Penguin.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: Theory and practice* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2026a). Betas by sector. Stern School of Business, New York University. Disponível em:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Damodaran, A. (2026b). Ratings, interest coverage ratios and default spreads. Stern School of Business, New York University. Disponível em:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
- Deloitte. (2025). Sustainable consumption trends. Deloitte Insights. Disponível em: <https://www.deloitte.com/us/en/insights/topics/environmental-social-governance/sustainable-consumption-trends.html>
- European Commission. (2022). EU strategy for sustainable and circular textiles. Disponível em: https://environment.ec.europa.eu/strategy/textiles-strategy_en

Euromonitor International. (2025). Apparel and footwear industry overview. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/article/apparel-and-footwear-industry-overview>

Euromonitor International. (2026). Sportswear outpaces apparel market. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/newsroom/press-releases/march-2026/sportswear-outpaces-apparel-market>

Fernández, P. (2002). Valuation methods and shareholder value creation. San Diego: Academic Press.

Gaur, V., Fisher, M. L., & Raman, A. (2005). An econometric analysis of inventory turnover performance in retail services. *Management Science*, 51(2), 181–194. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1040.0298>

Gheorghe, C. A., & Matefi, R. (2021). Sustainability and transparency—Necessary conditions for the transition from fast to slow fashion: Zara Join Life collection’s analysis. *Sustainability*, 13. <https://doi.org/10.3390/su131911013>

Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2020). Valuation: Measuring and managing the value of companies (7th ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.

Inditex. (2026). Inditex Group Annual Report 2025. Disponível em: <https://www.inditex.com/itxcomweb/en/investors/investor-relations/annual-reports>

International Monetary Fund. (2026). World Economic Outlook Database: Real GDP growth. IMF DataMapper. Disponível em: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADV_EC/WEOWORLD

Joy, A., Sherry, J. F., Venkatesh, A., Wang, J., & Chan, R. (2012). Fast fashion, sustainability, and the ethical appeal of luxury brands. *Fashion Theory*, 16(3), 273–295.

Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059–1093.

- Koumanakos, D. P. (2008). The effect of inventory management on firm performance. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 57(5), 355–369. <https://doi.org/10.1108/17410400810881827>
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75(3), 132–142.
- McKinsey & Company & Business of Fashion. (2025). The State of Fashion 2026: When the rules change. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-fashion>
- Reformat, K. B., & Opitek, A. D. (2021). E-commerce as the predominant business model of fast fashion retailers in the era of global COVID-19 pandemics. *Procedia Computer Science*, 192, 2479–2490. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2021.09.017>
- Reid, H. (2024, 12 março). Zara owner Inditex faces pressure from investors on supply chain disclosure. Reuters, via The Japan Times. Disponível em: <https://www.japantimes.co.jp/business/2024/03/12/companies/investors-zara-inditex-supply-chain/>
- Research and Markets. (2026). Fast Fashion Market Report 2026. Disponível em: <https://www.researchandmarkets.com/reports/5939667/fast-fashion-market-report>
- Reuters. (2024a, 10 abril). Zara owner Inditex demands clarity from cotton certifier accused of standard breaches. Disponível em: <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/zara-owner-inditex-demands-clarity-cotton-certifier-accused-standard-breaches-2024-04-10/>
- Reuters. (2024b, 23 abril). Cotton certifier used by Inditex, H&M finds no evidence Brazil farms breached standards. Disponível em: <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/inditex-cotton-certifier-says-no-evidence-brazil-farms-breaching-standards-2024-04-23/>

Roldán, A., & Miranda, J. A. (2023). Fast fashion: A successful business model forced to transform. In V. Pouillard & V. Dubé-Sénécal (Eds.), *The Routledge history of fashion and dress, 1800 to the present*. Taylor & Francis.

<https://doi.org/10.4324/9780429295607-18>

Tokatli, N. (2008). Global sourcing: Insights from the global clothing industry—the case of Zara, a fast fashion retailer. *Journal of Economic Geography*, 8(1), 21–38.

Yahoo Finance. (2026a). H&M Hennes & Mauritz AB (publ) (HM-B.ST): Key statistics. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/quote/HM-B.ST/key-statistics/>

Yahoo Finance. (2026b). Fast Retailing Co., Ltd. (9983.T): Financials. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/quote/9983.T/financials/>

Yahoo Finance. (2026f). Industria de Diseño Textil, S.A. (ITX.MC): Key statistics. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/quote/ITX.MC/key-statistics/>

Banco de Portugal. (2026). *Conversor de moeda*. Banco de Portugal. Consultado em 24 de junho de 2026, em <https://www.bportugal.pt/page/conversor-de-moeda>

Damodaran, A. (n.d.). The Stable Growth Rate. Stern School of Business, New York University.

European Central Bank. (2021). The ECB’s monetary policy strategy. European Central Bank.

ANEXOS

Nota: Atendendo a que o exercício económico da Inditex termina a 31 de janeiro, os anos apresentados nos anexos correspondem ao exercício encerrado em 31 de janeiro do ano seguinte. Assim, por exemplo, o ano de 2022 refere-se ao exercício encerrado em 31 de janeiro de 2023 e o ano de 2023 ao exercício encerrado em 31 de janeiro de 2024, aplicando-se o mesmo critério aos restantes períodos apresentados.

Anexo 1: Vendas por região (percentagem do total, 2021 – 2025)

	2025	2024	2023	2022	2021
Espanha	17%	16%	16%	15%	15%
Resto da Europa	54%	53%	51%	50%	51%
Americas	17%	18%	20%	20%	18%
Asia e o resto do mundo	12%	12%	13%	14%	16%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Consolidated Financial Statements And Notes to the Consolidated Financial Statements, Inditex (2021, 2022, 2023, 2024, 2025)

Elaboração Própria

Anexo 2: Crescimento real médio do PIB por região (2025–2029, FMI)

	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Américas	2,03%	2,20%	2,30%	2,28%	2,28%
Ásia e Resto do Mundo	3,30%	3,98%	3,62%	3,48%	3,33%
Espanha	2,10%	1,80%	1,80%	1,70%	1,70%
Resto da Europa	1,45%	1,82%	1,98%	1,93%	1,88%

Fonte: FMI, Critérios de Agregação

Anexo 3: Crescimento nominal por região (PIB real + inflação)

Região Inditex	2026	2027	2028	2029	2030
Américas	6,35%	5,43%	5,10%	5,08%	5,08%
- PIB Real	2,03%	2,20%	2,30%	2,28%	2,28%
- Inflação	4,33%	3,23%	2,80%	2,80%	2,80%
Ásia e Resto do Mundo	5,63%	6,00%	5,68%	5,55%	5,42%
- PIB Real	3,30%	3,98%	3,62%	3,48%	3,33%
- Inflação	2,33%	2,02%	2,07%	2,07%	2,08%
Resto da Europa	5,77%	4,58%	4,81%	4,43%	4,28%
- PIB Real	1,45%	1,82%	1,98%	1,93%	1,88%
- Inflação	4,32%	2,77%	2,83%	2,50%	2,41%
Espanha	5,10%	4,00%	4,30%	3,70%	3,70%
- PIB Real	2,10%	1,80%	1,80%	1,70%	1,70%
- Inflação	3,00%	2,20%	2,50%	2,00%	2,00%

Fonte: Elaboração Própria

Anexo 4: Peso do Custo de Vendas

Rubrica	2024	2023	2022	2021	2020
Vendas (Sales)	38 632	35 947	32 569	27 716	20 402
Custo das vendas (Cost of sales)	(16 288)	(15 186)	(14 011)	(11 902)	(9 013)
Lucro bruto (Gross profit)	22 343	20 762	18 559	15 814	11 390
Peso do Custo nas Vendas	-42%	-42%	-43%	-43%	-44%

Fonte: Consolidated Financial Statements And Notes to the Consolidated Financial Statements, Inditex

(2021, 2022, 2023, 2024, 2025)

Elaboração Própria

Anexo 5: Peso dos gastos operacionais nas Vendas

	2025	2024	2023	2022	2021	Média
Vendas	39 864	38 632	35 947	32 569	27 716	
% (Personnel Costs)	14,84%	14,61%	14,90%	14,59%	15,08%	14,78%
% (Operating Leases)	2,72%	2,77%	2,75%	2,64%	1,87%	2,75%
% (Other)	12,24%	12,53%	12,54%	13,06%	14,06%	12,44%
(%) Total	29,80%	29,91%	30,19%	30,30%	31,01%	30,24%

Fonte: Consolidated Financial Statements And Notes to the Consolidated Financial Statements, Inditex

(2021, 2022, 2023, 2024, 2025)

Elaboração Própria

Anexo 6: Cálculo do Beta Alavancado

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right]$$

Descrição	Valor
Beta desalavancado	0,76
Taxa de imposto	22,44%
Dívida	6 209 000 000
Capital próprio	158 263 588 560
Beta alavancado	0,783125549

Fonte: Elaboração Própria

Anexo 7: Custo do Capital Próprio

Custo do Capital Próprio	
Taxa de Retorno sem risco	3,02%
Beta da ação	0,78
Prémio de risco de mercado	6,03%
Custo do Capital Próprio	7,73%

Fonte: Elaboração Própria

Anexo 8: Ratings, Interest Coverage Ratios and Spread

For large non-financial service firms

<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0.199999	D2/D	19.00%
0.2	0.649999	C2/C	16.00%
0.65	0.799999	Ca2/CC	12.61%
0.8	1.249999	Caa/CCC	8.85%
1.25	1.499999	B3/B-	5.09%
1.5	1.749999	B2/B	3.21%
1.75	1.999999	B1/B+	2.75%
2	2.249999	Ba2/BB	1.84%
2.25	2.499999	Ba1/BB+	1.38%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.11%
3	4.249999	A3/A-	0.89%
4.25	5.499999	A2/A	0.78%
5.5	6.499999	A1/A+	0.70%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.55%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.40%

Fonte: Damodaran (2026)

Anexo 9: Dados das empresas consideradas *peer's* pelo Yahoo Finance

Nome da empresa	Enterprise Value (€ M)	EBITDA	EV/EBITDA	P/E	Market Cap (€ M)	Receitas (€ M)	Beta
H&M	27 165	3 570	7,61	21,53	23 747	20 077	1,09
Fast Retailing	128 388	5 198	24,7	52,74	137 497	19 992	0,48
Inditex	168 820	11 822	14,28	27,35	173 580	40 340	0,95

Fonte: Yahoo Finance

Anexo 10: Demonstração de Resultados Histórica

Rubrica	2025	2024	2023	2022	2021
Vendas (Sales)	39 864	38 632	35 947	32 569	27 716
Custo das vendas (Cost of sales)	(16 642)	(16 288)	(15 186)	(14 011)	(11 902)
Lucro bruto (Gross profit)	23 222	22 343	20 762	18 559	15 814
Gastos Operacionais	(11 878)	(11 555)	(10 853)	(9 867)	(8 596)
Outras perdas/ganhos, líquidas	(77)	(60)	(59)	(43)	(35)
EBITDA (Gross Operating Profit)	11 267	10 728	9 850	8 649	7 183
Outros resultados	0	0	0	(231)	0
Amortizações e depreciações	(3 270)	(3 174)	(3 041)	(2 899)	(2 901)
EBIT (Net Operating Profit)	7 997	7 554	6 809	5 520	4 282
Resultados financeiros	(80)	(77)	(11)	(214)	(142)
Resultados de empresas associadas	102	99	72	53	58
Lucro antes de impostos (PBT)	8 020	7 577	6 870	5 358	4 199
Imposto sobre o rendimento	(1 800)	(1 700)	(1 475)	(1 211)	(949)
Lucro líquido do exercício (Net Profit)	6 220	5 877	5 395	4 147	3 250
Interesses que não controlam	0	11	14	17	7
Lucro atribuível ao grupo (Parent)	6 220	5 866	5 381	4 130	3 243
Lucro por ação (EPS) (€)	1,996	1,884	1,729	1,327	1,042

*Fonte: Consolidated Financial Statements And Notes to the Consolidated Financial
 Statements, Inditex
 (2021, 2022, 2023, 2024, 2025)*

Anexo 11: Balanço Histórico

Rubrica	2025	2024	2023	2022	2021
Ativos					
Ativos Não Correntes	19 947	18 357	16 719	15 343	15 343
Direitos de Uso	5 542	5 269	5 097	4 910	5 224
Outros Ativos Intangíveis	1 643	1 411	1 223	810	589
Goodwill	197	196	197	193	202
Ativo Fixo Tangível	11 135	10 005	8 337	7 591	7 481
Propriedades de Investimento	6	9	24	24	21
Investimentos Financeiros	471	450	398	334	307
Outros Ativos Não Correntes	203	217	269	278	340
Ativos por impostos diferidos	750	800	1 174	1 203	1 179
Ativos Correntes	15 691	16 356	16 016	14 639	13 602
Ativos não correntes detidos para venda	0	0	0	183	0
Inventários	3 249	3 321	2 966	3 191	3 042
Clientes e Outros devedores	1 166	1 088	1 038	851	842
Imposto sobre o rendimento a receber	197	326	483	238	219
Outros Ativos Correntes	112	94	100	85	82
Outros Ativos Financeiros	8	25	7	8	22
Investimentos Financeiros	5 684	5 120	4 415	4 522	2 374
Caixa e equivalentes de caixa	5 276	6 382	7 007	5 561	7 021
Ativos (Total)	35 638	34 713	32 735	29 982	28 945
Capital Próprio e Passivo					
Capital Próprio	20 395	19 676	18 672	17 033	15 759
Interesses controlados pela empresa mãe	20 395	19 676	18 642	17 008	15 733
Interesses que não controlam	0	0	30	25	26
Passivo Não Corrente	5 071	4 851	5 127	4 814	5 157
Provisões	345	348	362	283	287
Outros Passivos Não Correntes	231	251	248	222	248
Financiamentos Obtidos	0	0	0	0	1
Passivo de Locação	4 394	4 180	4 123	3 924	4 262
Passivo por impostos diferidos	101	72	394	385	359
Passivo Corrente	10 172	10 187	8 937	8 137	8 029
Financiamentos Obtidos	2	7	16	13	35
Outros Passivos Financeiros	43	48	26	46	22
Passivo de Locação	1 539	1 542	1 428	1 517	1 562
Imposto sobre o rendimento a pagar	318	312	395	264	211
Fornecedores e Outros Credores	8 269	8 278	7 072	6 297	6 199
Capital Próprio e Passivo (Total)	35 638	34 714	32 736	29 984	28 945

Fonte: Consolidated Financial Statements And Notes to the Consolidated Financial Statements, Inditex
(2021, 2022, 2023, 2024, 2025)

Anexo 11: Demonstração de Resultados Previsionais

Rubrica	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Vendas (Sales)	42 152	44 175	46 329	48 439	50 601
Custo das vendas (Cost of sales)	(18 125)	(18 995)	(19 922)	(20 829)	(21 758)
Lucro bruto (Gross profit)	24 027	25 179	26 408	27 610	28 842
Gastos Operacionais	(12 450)	(12 937)	(13 452)	(13 943)	(14 439)
Outras perdas/ganhos, líquidas	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)
EBITDA (Gross Operating Profit)	11 500	12 166	12 879	13 590	14 326
Outros resultados	0	0	0	0	0
Amortizações e depreciações	(2 670)	(2 801)	(2 946)	(3 107)	(3 285)
EBIT (Net Operating Profit)	8 830	9 365	9 933	10 483	11 041

Fonte: Elaboração Própria.