

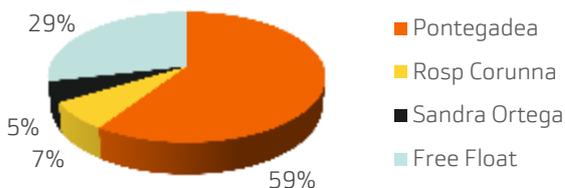
Sector: Consumo / Apparel Retail

Resiliencia del modelo de negocio en el entorno del Covid-19. Ventajas competitivas

Datos Básicos

Capitalización (M €): 76.676 M€
 Último: 24,62 €/acc.
 N° Acciones (M.): 3.114 M acc.
 Max / Min (52 sem): 18,51€ / 32,28€
 Reuters / Bloomberg: ITX.MC / ITX SM

Accionariado

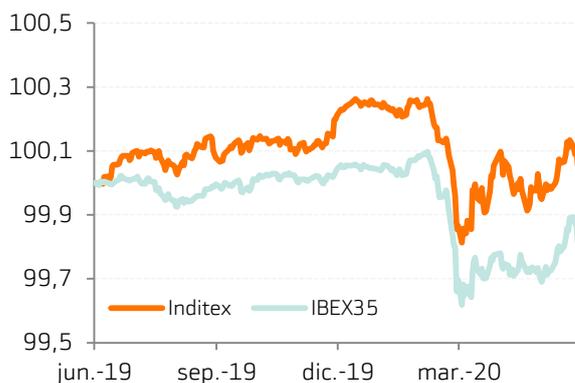


Ppales cifras	2019	2020e	2021e
Ingresos	28.286	23.371	27.282
EBITDA	7.598	5.219	7.058
BNA	3.639	1.901	3.370
BPA	1,17	0,61	1,08
DPA	0,35	0,35	1,04
Pay Out	50%	57%	96%
Rentabilidad div.	1,4%	1,4%	4,2%
PER	21,1	40,3	22,8
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

Desglose Ingresos (%)	2019
Europa	46%
Asia	23%
España	16%
América	16%

1T	1T20	1T19	Var. a/a
Ingresos	3.303	5.927	-44%
Margen Bruto	1.930	3.525	-45%
M. Bruto. %	58,4%	59,5%	
EBITDA	484	1.675	-71%
Margen EBITDA	14,7%	28,3%	
BNA	-409	734	-156%
Caja Neta	5.752	6.660	-14%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Inditex

Precio Objetivo: 28 €
 Recomendación: Comprar
 Analista: Elena F-Traipiella

Los resultados 1T20 acusan un impacto severo del Covid-19, con tan solo el 13% de las tiendas abiertas al final del trimestre. El impacto será temporal; el grupo espera que todos los mercados clave hayan reabierto a finales de junio. Mantiene el objetivo de crecimiento de las ventas comparables a largo plazo. En un entorno muy adverso, la fortaleza del modelo se demuestra con una sólida posición de caja, el recorte de los costes operativos (-21%) e inventarios (-10%) y el crecimiento de las ventas online (+50%). La reducción de -20% del dividendo propuesto hasta 0,35€/acción es una medida de prudencia para preservar la fortaleza del balance. El plan estratégico 2020-2022 insiste en el modelo integrado de tiendas y venta online y resultará en mayor rentabilidad y menor intensidad de capital.

Resultados 1T20 en línea con las expectativas

Ventas 3.303 M€ (-44%) vs 3.430 M€(e). Margen Bruto 1.930 M€ (-45%) vs 3.430 M€(e). **EBITDA 484 M€ (-71%)** vs 376 M€(e). **BNA -409 M€** vs -182 M€(e). El resultado incluye una provisión de 308 M€ por la conclusión del programa de optimización de tiendas. Sin esta provisión, el BNA hubiera sido de -175 M€. La caja neta asciende a 5.752 M€ vs 8.060 M€ al cierre de 2019. Los inventarios disminuyen -10%.

El cierre de tiendas tiene un severo impacto en las ventas en el trimestre. A final del periodo solo 965 tiendas (13% del total) permanecían abiertas. Las ventas online aumentan +50% en el trimestre (+95% en abril). Inditex espera que todos los mercados clave hayan reabierto a finales de junio; en mayo las ventas a tipo de cambio constante caen -51% pero se van recuperando y desde el 2 al 8 de junio descienden -34% (-16% en los mercados plenamente operativos). El 8 de junio Inditex tenía 5.742 tiendas abiertas (78% del total).

El Margen Bruto desciende 0,9 p.p hasta 58,4%. Inditex ya había dotado en el trimestre anterior una provisión de 287 M€ por el posible impacto del Covid-19 en el valor del inventario de la campaña primavera/verano. Los gastos operativos caen -21%. El EBIT de -508 M€ incluye una provisión por el programa de optimización de tiendas de 308 M€.

El grupo mantiene el objetivo de crecimiento anual de las ventas comparables de +4%/+6% a largo plazo. Espera que el espacio de venta bruto anual aumente +2,5%.

Las líneas estratégicas insisten en el modelo integrado tiendas/online

Inditex anuncia las líneas estratégicas 2020-2022. El grupo seguirá focalizándose en la digitalización, la integración de tiendas y online y la sostenibilidad. El plan contempla inversiones de 900 M€ anuales en el periodo; 1.000 M€ en digitalización con el objetivo de que las ventas alcancen el 25% del total en 2022 (vs 14% a cierre de 2019). El grupo completará el programa de optimización de la red física en 2021.

El plan estratégico insiste en el modelo integrado de tiendas y venta online y resultará en mayor rentabilidad y menor intensidad de capital. La gestión conjunta de inventarios para ventas físicas y online y la consolidación de la red de tiendas mejoran la eficiencia y dotan de resiliencia a los márgenes.

Inditex propondrá un dividendo de 0,35€/acción (-20%) y el retraso de un año en los plazos pendientes del dividendo extraordinario de 1€/acción. Es una medida de prudencia para preservar la fortaleza del balance.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Ingresos	26.145	28.286	23.371	27.282	28.974	30.357	31.947	2,5%
EBITDA	5.457	7.598	5.219	7.058	7.699	8.500	9.105	3,7%
EBIT	4.357	4.772	2.534	4.406	4.981	5.755	6.277	5,6%
BNA	3.444	3.639	1.901	3.370	3.841	4.447	4.858	5,9%

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Activo No Corriente	11.064	16.978	15.279	13.949	12.364	10.759	9.080	-11,8%
Activo Corriente	10.620	11.413	12.918	15.346	17.942	21.601	25.108	17,1%
Caja e IFT	6.795	8.099	9.353	12.235	14.657	17.979	21.146	21,2%
Total Activo/Pasivo	21.684	28.391	28.197	29.295	30.306	32.360	34.188	3,8%
PN	14.682	14.949	15.760	15.893	16.215	17.994	19.937	5,9%
Pasivo no corriente	1.618	6.136	6.000	6.284	6.556	6.860	6.543	1,3%
Pasivo corriente	5.383	7.306	6.437	7.117	7.535	7.506	7.708	1,1%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
EBIT	4.772	2.534	4.406	4.981	5.755	6.277	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.026	-545	-947	-1.071	-1.237	-1.350	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.746	1.989	3.459	3.910	4.518	4.928	
+ Amortizaciones	2.826	2.685	2.652	2.718	2.745	2.828	
- Inversiones en activos fijos	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.500	
- Inversiones en circulante	585	-1.125	1.102	143	-73	-300	
= Cash Flow Operativo	5.757	2.149	5.812	5.371	5.790	5.955	97.171

WACC 7,6%
g 1,5%

Valor Grupo 82.273 M€
+ Activos Financieros 5.702 M€
- Deuda Neta 0 M€
Valor Fondos Propios 87.975 M€
Nº acciones (M) 3.114
Valor Acción 28 €

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 28€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis

PER'20e implícito
46,3

EV/EBITDA'20e implícito
15,8

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	2,25%	2,00%	1,75%	1,50%	1,25%	1,00%	0,75%
6,6%	38,1	36,5	35,0	33,7	32,6	31,5	30,5
7,1%	34,2	32,9	31,8	30,7	29,8	28,9	28,1
7,6%	31,0	30,0	29,1	28,0	27,5	26,7	26,1
8,1%	28,4	27,6	26,8	26,1	25,5	24,9	24,3
8,6%	26,2	25,5	24,9	24,3	23,8	23,2	22,8
9,1%	24,4	23,8	23,2	22,7	22,3	21,8	21,4

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Ana de Castro - Analista
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Eduardo Cabrero- Seguros	Joao Pisco- Portugal
Rafael Diogo- Portugal	Ignacio Montes- Analista
Susana André - Portugal, Assistant	Andrea Cardalliaguet - Analista

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable