

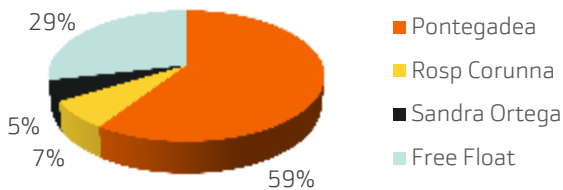
Sector: Consumo / Apparel Retail

*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

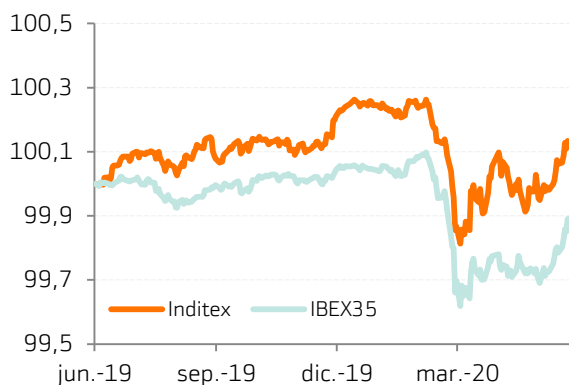


Ppales cifras	2019	2020e	2021e
Ingresos	28.286	23.371	27.282
EBITDA	7.598	5.219	7.058
BNA	3.639	1.901	3.370
BPA	1,17	0,61	1,08
DPA	0,35	0,35	1,04
Pay Out	50%	57%	96%
Rentabilidad div.	1,4%	1,4%	4,2%
PER	21,1	40,3	22,8
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

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%
<b>BNA</b>	<b>3.444</b>	<b>3.639</b>	<b>1.901</b>	<b>3.370</b>	<b>3.841</b>	<b>4.447</b>	<b>4.858</b>	<b>5,9%</b>

### 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	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>5.757</b>	<b>2.149</b>	<b>5.812</b>	<b>5.371</b>	<b>5.790</b>	<b>5.955</b>	<b>97.171</b>

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	<b>28,0</b>	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](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