

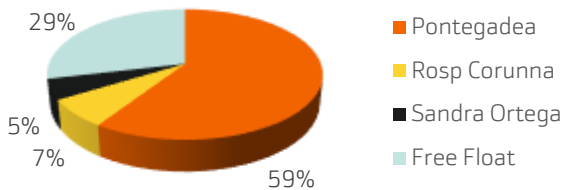
Sector: Consumo / Apparel Retail

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

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 83.154 M€  
 Último: 26,70 €/acc.  
 Nº 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	21.124	26.005
EBITDA	7.598	4.838	6.871
BNA	3.639	1.423	3.022
BPA	1,17	0,46	0,97
DPA	0,35	0,35	0,97
Pay Out	50%	77%	100%
Rentabilidad div.	1,3%	1,3%	3,6%
PER	22,9	58,4	27,5
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

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

3T20	3T20	Esp. Var. a/a
Ingresos	6.052	6.069 -14%
Margen Bruto	3.661	3.666 -14%
M. Bruto. %	60,5%	60,4%
EBITDA	1.848	1.850 -18%
Margen EBITDA	30,5%	30,5%
BNA	866	819 -26%
Caja Neta	8.265	

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



# Inditex

Precio Objetivo: 29 €  
 Recomendación: Comprar  
 Analista: Elena F-Trajiella

Los resultados del 3T20 cumplen las expectativas, pero la campaña de Navidad se ensombrece con nuevas restricciones en varios países. Las ventas muestran una recuperación significativa (-44% en 1T, -31% en 2T, -14% en 3T). El modelo integrado de ventas físicas y online sigue dando frutos: las ventas online aumentan +76% y los inventarios se reducen -11%. El Margen Bruto se estabiliza (60,5% vs 60,8% en 3T19). Ello unido a una reducción de -10% de los gastos operativos resulta en un BNA en el 3T de 866 M€ y una generación de caja de 1.779 M€. A pesar de un entorno complejo con restricciones en las próximas semanas, el crecimiento de las ventas online sigue ganando tracción y el modelo integrado de tiendas y venta online resultará en mayor rentabilidad y menor intensidad de capital. Mantenemos P. Obj. de 29€.

### Resultados 3T20 (ago-oct) cumplen las expectativas

**Ventas 6.052 M€ (-13,5%)** vs 6.069 M€(e). Margen Bruto 3.661 M€ (-14%) vs 3.666 M€(e). **EBITDA 1.848 M€ (-18%)** vs 1.850 M€(e). **BNA 866 M€ (-26%)** vs 819 M€(e). **La caja neta aumenta en 1.779 M€ hasta 8.265 M€.** En los 9M20, Ventas 14.085 M€ (-29%) vs 14.102 M€(e), EBITDA 1.848 M€ (-41,5%) vs 1.850 M€(e), BNA 671 M€ (-75%) vs 671 M€(e). El resultado incluye una provisión de 308 M€ por la conclusión del programa de optimización de tiendas realizada en 1T20.

**Las ventas muestran una recuperación significativa, aunque siguen afectadas por las restricciones:** -44% en 1T, -31% en 2T, -13,5% en 3T. En el 3T un 5% de las tiendas han permanecido cerradas y un 88% han operado con restricciones. Entre el 1 y el 18 de octubre, antes del inicio de las nuevas restricciones, las ventas habían alcanzado los niveles de 2019, lo que demuestra que en un entorno más normalizado las ventas recuperan con fuerza. Tras un cierre del 21% de las tiendas en noviembre, actualmente se encuentran cerradas el 8% y un 10% adicional cierra durante el fin de semana. Con ello, las ventas caen -19% en noviembre y -13% en los 10 primeros días de diciembre. **Las ventas online siguen ganando tracción, aumentando +76% en 9M20.**

**El Margen Bruto e sitúa en 60,5% vs 60,8% en 3T19.** A tipo de cambio constate el M. Bruto aumenta 110 pb en 9M20 hasta 59,3%. La buena gestión de inventarios (-11% al cierre de 9M20) permite no tener que hacer descuentos significativos. **Los gastos operativos se reducen -10% a pesar de gastos extraordinarios relacionados con el CV-19 de 135 M€.**

### Las líneas estratégicas insisten en el modelo integrado tiendas/online

Inditex mantiene las **líneas estratégicas 2020-2022**. El grupo seguirá focalizándose en la **digitalización, la integración de tiendas y online y la sostenibilidad**. El plan estratégico insiste en el **modelo integrado de tiendas y venta online que 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.

**A pesar de un entorno todavía complejo por las nuevas restricciones, el modelo de negocio demuestra su fortaleza:** integración ventas físicas - online, flexibilidad de la cadena de suministro que permite una respuesta rápida a las preferencias de los consumidores y control de costes. La normalización de la actividad económica permitirá al grupo recuperar su velocidad de crucero, superior a la media. El grupo mantiene el objetivo de lanzar la venta online en todos los mercados en los mercados en los que opera a finales de año.

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'24
Ingresos	28.286	21.124	26.005	28.158	29.781	31.525	33.399	2,8%
EBITDA	7.598	4.838	6.871	7.721	8.339	8.921	9.452	3,7%
EBIT	4.772	1.899	3.959	4.735	5.324	5.816	6.253	4,6%
<b>BNA</b>	<b>3.639</b>	<b>1.423</b>	<b>3.022</b>	<b>3.674</b>	<b>4.140</b>	<b>4.530</b>	<b>4.876</b>	<b>5,0%</b>

### Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'24
Activo No Corriente	16.978	16.224	14.633	12.781	10.906	8.949	6.907	-13,9%
Activo Corriente	11.413	10.898	13.683	16.727	20.707	24.616	28.847	16,7%
Caja e IFT	8.099	7.396	9.190	11.922	15.306	18.607	22.113	18,2%
Total Activo/Pasivo	28.391	27.122	28.316	29.424	31.374	33.177	35.196	3,6%
PN	14.949	15.282	15.276	15.531	17.187	18.999	20.950	5,8%
Pasivo no corriente	6.136	6.000	6.172	6.510	6.672	6.338	6.006	-0,4%
Pasivo corriente	7.306	5.840	6.868	7.383	7.514	7.839	8.241	2,0%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
EBIT	4.772	1.899	3.959	4.735	5.324	5.816	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.026	-408	-851	-1.018	-1.145	-1.250	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.746	1.491	3.108	3.717	4.179	4.565	
+ Amortizaciones	2.826	2.939	2.913	2.985	3.015	3.106	
- Inversiones en activos fijos	-1.400	-1.400	-900	-900	-900	-1.000	
- Inversiones en circulante	585	-1.569	165	87	-195	-300	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>5.757</b>	<b>1.461</b>	<b>5.285</b>	<b>5.890</b>	<b>6.099</b>	<b>6.371</b>	<b>91.503</b>

WACC 8,5%  
g 1,5%

Valor Grupo 82.785 M€  
+ Activos Financieros 7.125 M€  
- Deuda Neta 0 M€  
Valor Fondos Propios 89.910 M€  
Nº acciones (M) 3.114  
Valor Acción 29 €

#### Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 29€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis

PER'21e implícito  
29,8

EV/EBITDA'21e implícito  
12,0

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
7,5%	30,8	31,6	32,5	33,4	34,4	35,5	36,7
8,0%	28,8	29,5	30,2	31,0	31,8	32,7	33,7
8,5%	27,0	27,6	28,2	<b>29,0</b>	29,6	30,3	31,1
9,0%	25,5	26,0	26,5	27,1	27,6	28,3	29,0
9,5%	24,1	24,5	25,0	25,5	26,0	26,5	27,1
10,0%	22,9	23,3	23,7	24,1	24,5	25,0	25,5

**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 & Aerolíneas	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	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo- Portugal	

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