

La recuperación del turismo y menores restricciones en China desbloquean el valor a corto plazo

Datos básicos

Capitalización (M€):	72.127
Último (€/acción):	23,17 €
Nº acciones (M):	3112,9
Mín/Máx (52 sem):	18,55€ / 32,48€
Cód. Reuters / Bloomberg:	ITX.MC / ITX.SM
Evolución 2021	-19,0%

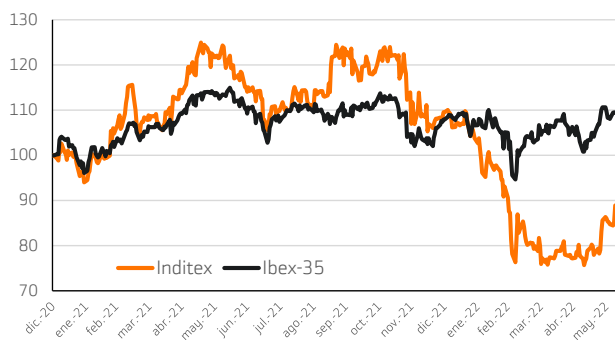
Ppales cifras	2020	2021	2022e	TAMI
Ingresos	20.402	27.716	28.541	18,3%
EBITDA	4.552	7.183	7.299	26,6%
BNA	1.106	3.242	3.703	
BPA (€/acc)	0,36	1,04	1,19	83,0%
DPA (€/acc)	0,70	0,93	1,11	
PER	27,9	22,3	19,5	
EV/EBITDA	12,0	7,6	7,5	
Rent. Dividendo	3,0%	4,0%	4,8%	
DN/EBITDA (x)	-1,1	-1,7	-1,3	

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Evolución reciente	1T22	1T21	Var. a/a	Esp.
Ingresos	6.742	4.942	36,4%	6.237
Margen Bruto	4.054	2.962	36,9%	3.713
M. Bruto %	60,1%	59,9%		59,5%
EBITDA	1.917	1.235	55,2%	1.750
Margen EBITDA	28,4%	25,0%		28,1%
EBIT	1.034	569	81,7%	1.052
Margen EBIT	15,3%	11,5%		16,9%
BNA	760	422	80,1%	797

Desglose Ingresos	2021	%
Europa (sin España)		48,0%
Asia y RdM		20,0%
España		14,0%
América		18,0%

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Inditex

Precio objetivo:	26,5 €	Potencial: +14,2%
Recomendación:	Comprar	
Analista:	Elena Fernández-Trapiella Janssen	

Buen arranque de año. Los resultados 1T 2022 (cerrado el 31 de abril) baten las expectativas. Con un crecimiento de +36% vs 1T 2021, las ventas superan los niveles pre-pandemia (+13,8% vs 1T 2019, a pesar de contar con 989 tiendas menos que entonces). El Margen Bruto aumenta +20pb vs 1T 2021 hasta 60,1%, el mayor nivel en 10 años, gracias a subidas de precios de un dígito medio que han permitido trasladar el aumento de los costes de suministro. El Margen EBIT aumenta +40 pb a pesar de la inclusión de una provisión de 216 M€ por la totalidad de los gastos estimados para el ejercicio en Rusia y Ucrania. La caja neta aumenta +28% hasta 9.189 M€ permitiendo un aumento de +33% del dividendo con cargo al ejercicio 2021 hasta 0,93€ y un dividendo extraordinario de 0,40€ en 2022 que suponen una rentabilidad del 6%. Tras una caída en el año de -19% vs +1,4% del Ibex35, unos múltiplos más confortables (PER 22 de 18,5x y 23 de 17,9x vs media histórica de 28,7x) y un modelo que está resultando más resiliente de lo esperado en un contexto difícil justifican una recomendación de Comprar (vs Neutral anterior). La recuperación del turismo y las actividades sociales, que conlleva una demanda inducida de moda, y las perspectivas de menores restricciones por CV-19 en China mejorarán el tono del valor a corto plazo.

Los resultados 1T 2022 baten las expectativas; el beneficio refleja la provisión por la suspensión de la actividad en Rusia y Ucrania.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ventas 6.742 M€ (+36,4%)** vs 6.237 M€ esperado. Margen Bruto 4.054 M€ (+36,9%) vs 3.713 M€(e), lo que supone un **margen de 60,1%** vs 59,9% en 1T 2021 y 59,5% esperado. EBITDA 1.917 M€ (+55,2%) vs 1.750 M€ esperados; EBIT 1.034 M€ vs 1.052 M€(e); BNA 760 M€ (+80%) vs 797 M€(e). **La caja neta aumenta +28% hasta 9.189 M€**. Los costes operativos se aumentan +23,7% y el inventario 27% en el trimestre. Inditex propondrá un dividendo de 0,93€/acción con cargo al ejercicio 2021 y un dividendo extraordinario de 0,40€/acción en 2022.

Con un crecimiento de +36% (+30% a tipo de cambio constante), **las ventas muestran una aceleración frente al +33% anunciado en las 6 primeras semanas del trimestre y superan los niveles pre-pandemia** (+13,8% vs 1T 2019) a pesar de contar con 335 tiendas menos vs 1T 2021 (-989 vs 1T 2019). **En las 5 primeras semanas del 2T 2022 las ventas crecen +17%** vs 2T 2021 cuando los ingresos crecieron +48%. Las ventas online descienden -6% debido al fuerte comparable en 1T 2021 cuando aumentaron +67% pero el grupo mantiene el objetivo de que la venta online supere el 30% del total en 2024 (vs 25,5% en 2021).

El Margen Bruto aumenta +20pb vs 1T 2021 hasta 60,1%, el mayor nivel en 10 años, gracias a subidas de precios de un dígito medio que han permitido trasladar el aumento de los costes de suministro. **El Margen EBIT aumenta +40 pb a pesar de un cargo extraordinario de 216 M€** para la provisión de la totalidad de los gastos estimados para el ejercicio en Rusia y Ucrania. El grupo mantiene un buen control de costes operativos que crecen menos que las ventas reflejando **menores disrupciones de suministro e impacto de costes de transporte que sus competidores**. El BNA crece +80% hasta 760 M€; sin la provisión hubiera sido de 940 M€ vs 797 M€ esperados.

A nivel balance, el inventario crece +27% para evitar posibles tensiones en la cadena de suministro, pero el **Fondo de Maniobra negativo aumenta en 1.202 M€** debido al crecimiento de los Acreedores.

Aunque a medio plazo el panorama sigue incierto con desaceleración del consumo y presión de costes, hemos incluido Inditex de manera táctica en las Carteras españolas y **elevamos la recomendación a Comprar**. Tras una caída en el año de -19% vs +1,4% del Ibex35, esperamos que el valor recupere tras haber sido penalizado por los cambios en el equipo directivo, el impacto de la salida de Rusia (8,5% del EBIT) y el deterioro de las perspectivas de crecimiento y márgenes. **La recuperación del turismo y las actividades sociales, que conlleva una demanda inducida de moda, y las perspectivas de menores restricciones por CV-19 en China mejorarán el tono del valor a corto plazo**. En China a lo largo del trimestre 67 tiendas han estado sujetas a restricciones debido a los confinamientos, pero al comienzo del 2T 2022 solo 4 tiendas están cerradas. **La generación de Cash Flow libre se mantendrá resiliente dadas las reducidas necesidades de inversión lo que permite un aumento del dividendo con una rentabilidad del 6%**. Tras la caída reciente en bolsa unos **múltiplos son más confortables** (PER 22 de 18,5x y 23 de 17,9x vs una media histórica de 28,7x) y un modelo que está resultando más resistente de lo esperado en un contexto difícil justifican una recomendación de Comprar (vs Neutral anterior).

Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TAMI (21/26)
Ventas	26.145	28.286	20.402	27.716	28.541	30.482	32.256	33.542	34.881	4,7%
M. Bruto	14.816	15.807	11.390	15.814	16.183	17.223	18.225	19.119	19.882	4,7%
<i>Margen Bruto</i>	<i>56,7%</i>	<i>55,9%</i>	<i>55,8%</i>	<i>57,1%</i>	<i>56,7%</i>	<i>56,5%</i>	<i>56,5%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	
EBITDA	5.457	7.598	4.552	7.183	7.299	7.735	8.185	8.679	9.025	4,7%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>20,9%</i>	<i>26,9%</i>	<i>22,3%</i>	<i>25,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>25,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>25,9%</i>	
EBIT	4.357	4.772	1.507	4.282	4.796	4.965	5.414	5.916	6.335	8,1%
<i>Margen EBIT</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>15,4%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,2%</i>	
BNA	3.444	3.639	1.106	3.242	3.703	3.837	4.190	4.583	4.911	8,7%
% var. Ventas	3,2%	8,2%	-27,9%	35,8%	3,0%	6,8%	5,8%	4,0%	4,0%	
% var. BNA	2,3%	5,7%	-69,6%	193,1%	14,2%	3,6%	9,2%	9,4%	7,2%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TAMI (21/26)
Inmovilizado Material	8.359	8.376	7.422	7.503	7.567	6.949	6.292	5.635	4.981	-7,9%
Inmovilizado Inmaterial	1.016	6.661	6.122	6.014	6.283	6.565	6.861	7.172	7.498	4,5%
Existencias	2.716	2.269	2.321	3.042	3.133	3.346	3.540	3.681	3.828	4,7%
Clientes	820	780	715	842	856	914	968	1.006	1.046	4,4%
Tesorería	4.866	4.780	7.398	7.021	7.874	8.059	9.236	10.533	11.972	11,3%
Otros	3.907	5.525	2.440	4.523	4.653	5.004	5.165	5.235	5.385	3,6%
Total Activo	21.684	28.391	26.418	28.945	30.366	30.837	32.063	33.263	34.711	3,7%
Patrimonio Neto	14.683	14.949	14.550	15.759	15.999	16.289	16.723	17.314	18.036	2,7%
Deuda Financiera	89	38	14	36	46	56	66	76	86	19,0%
Acreedores	5.251	5.585	4.747	6.411	7.213	7.028	7.437	7.644	7.949	4,4%
Pasivo Corriente	48	1.689	1.580	1.584	1.663	1.746	1.834	1.925	2.021	5,0%
Otros	1.613	6.130	5.527	5.155	5.446	5.718	6.004	6.304	6.619	5,1%
Total Pasivo	21.684	28.391	26.418	28.945	30.366	30.837	32.063	33.263	34.711	3,7%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	VR
EBIT	4.282	4.796	4.965	5.414	5.916	6.335	
- Impuestos	-942	-1.055	-1.092	-1.191	-1.302	-1.394	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	3.340	3.741	3.872	4.223	4.615	4.942	
+ Amortizaciones	2.901	2.703	2.770	2.770	2.762	2.690	
- Inversiones en activos fijos	-900	-1.100	-850	-800	-800	-800	
- Variación Capital Circulante	-816	-697	456	-161	-28	-118	
= Cash Flow Libre	4.525	4.647	6.249	6.032	6.549	6.713	88.482

WACC 8,6%

g 1,0%

Matriz de Sensibilidad

WACC/g	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	
Valor Grupo	7,6%	28,9	29,6	30,4	31,2	32,1
- Deuda Neta	8,1%	27,0	27,6	28,3	29,0	29,7
- Minoritarios	8,6%	25,4	25,9	26,5	27,0	27,7
Valor Fondos Propios	9,1%	23,9	24,4	24,9	25,4	25,9
Nº acciones (M)	9,6%	22,7	23,1	23,5	23,9	24,4
Precio Objetivo (€/acción)	10,1%	22	22	22	23	23

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
27/04/2022	Neutral	26,5 €
07/03/2022	Neutral	26,5 €
15/12/2021	Comprar	32,5 €
15/09/2021	Comprar	34,0 €
10/06/2021	Comprar	34,0 €
10/03/2021	Comprar	31,0 €

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	Aránzazu Cortina - Industriales
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Luis Piñas - Consumo
Juan Moreno - Inmobiliarias	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Mariana Queirós - Telecoms
Eduardo Cabrero- Seguros	

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

Todos nuestros informes en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com