

Sector: Consumo / Apparel Retail

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

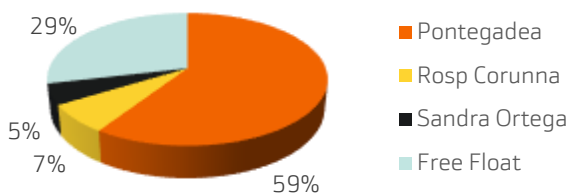
## Inditex

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

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 72.005 M€  
Último: 23,12 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 3.114 M acc.  
Max / Min (52 sem): 18,51€ / 32,28€  
Reuters / Bloomberg: ITX.MC / ITX SM

### Accionariado

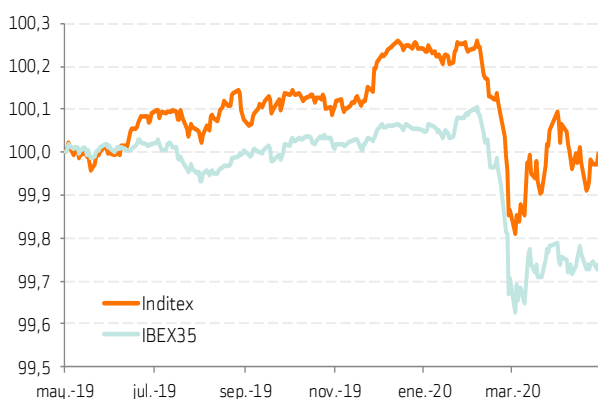


Ppales cifras	2018	2019e	2020e
Ingresos	26.145	28.286	25.014
EBITDA	5.457	7.598	6.060
BNA	3.444	3.639	2.470
BPA	1,11	1,17	0,79
DPA	0,88	0,70	0,90
Pay Out	50%	60%	113%
Rentabilidad div.	3,8%	3,0%	3,9%
PER	20,9	19,8	29,2
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

Desglose Ingresos (%)	2018
Europa	46%
Asia	23%
España	16%
América	16%

9 Meses	4T18	4T19	Var. a/a
Ingresos	7.708	8.466	10%
Margen Bruto	4.122	4.269	4%
M. Bruto. %	53,5%	50,4%	
EBITDA	1.526	1.896	24%
Margen EBITDA	19,8%	22,4%	
BNA	1.006	919	-9%
Caja Neta	6.730	8.060	20%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



El impacto del Covid-19 será severo por el cierre de tiendas. Pero la flexibilidad del modelo de negocio y una sólida situación financiera (caja neta de 8.060 M€) permitirán a Inditex capear la crisis y ganar cuota de mercado. El grupo sigue superando a los competidores en diversificación, crecimiento y márgenes. El fuerte crecimiento de las ventas online en 2019 (+23%) refleja el éxito del modelo integrado de tiendas y venta online. Mayor eficiencia por la gestión conjunta de inventarios para ventas físicas y online y la consolidación de la red de tiendas dotan de resiliencia a los márgenes. El grupo mantiene sus objetivos de crecimiento de ventas a largo plazo. Aunque revisamos el P. Objetivo hasta 28€ (vs 32€ anterior), elevamos la recomendación hasta Comprar tras la corrección reciente del valor.

### Resultados 2019 baten expectativas

Ventas 28.286 M€ (+8%) vs 28.161 M€ esperados. Margen Bruto 15.806 M€ (+7%) vs 16.004 M€(e). **Inditex ha dotado una provisión de 287 M€ por el posible impacto del Covid-19** en el valor del inventario. Sin éste, el M. Bruto asciende a 16.093 M€, 56,9% de las ventas. EBITDA 7.598 M€ vs 7.325 M€ esperados. BNA 3.639 M€ (+6%) vs 3.821 M€(e). Excluyendo la provisión extraordinaria, **el BNA crece +12%. La caja neta aumenta +20% hasta 8.060 M€.** Los inventarios sobre ventas se reducen -16% (sin el impacto de la provisión -6%).

**Las ventas en 4T19 continúan ganando tracción.** Aumentan +9,8% vs +7,5% en 9M19 y +4,5% en 4T18. **En el año crecen +8%** (+6,5% en términos comparables) **vs + 3,2% en 2018.** Pero la irrupción del **Covid-19 se deja notar ya en el 1T20.** Las ventas a tipo de cambio constante caen -4,9% desde el 1 de febrero hasta el 16 de marzo (-24,1% entre 1 y 16 de marzo). Actualmente están cerradas 3.785 tiendas del total de 7.469 (51% del total). La cadena de suministro no sufre interrupciones y el grupo mantiene la venta online, lo que suavizará el impacto del cierre de tiendas. En 2019 **las ventas online aumentaron +23% hasta 14% del total, reflejando el éxito del modelo integrado de tiendas y ventas online.**

Los márgenes acusan la dotación de la provisión extraordinaria. Sin este concepto, el Margen Bruto aumenta +22pb y el Margen Operativo +120pb, también por cambios contables.

### Ventajas competitivas ante el impacto del Covid-19

En el entorno actual, **aumenta en foco en el control de costes.** La gestión conjunta de los stocks para tiendas y ventas online mejorará aún más el ratio de Inventarios/Ventas. La consolidación de la red física de tiendas (menos centros, pero más grandes) también conllevará **ganancias de eficiencia.** El número de tiendas se redujo -21 en 2019 pero la superficie de venta neta creció +2,5% (+5% en zonas premium).

Dada la incertidumbre actual, **Inditex ha pospuesto la decisión sobre el reparto del dividendo** hasta el Consejo de Administración previo a la Junta General de Accionistas en julio. La medida es prudente **para salvaguardar la sólida posición de caja neta del grupo.**

**Inditex mantiene sus ventajas competitivas** mientras otros competidores más débiles afrontan dificultades en el entorno actual: **fortaleza de balance, capacidad de adaptación a las tendencias de los consumidores, fuerte integración online, elevada eficiencia y menor intensidad de capital.** El grupo mantiene el objetivo de crecimiento de las ventas comparables a largo plazo en +4%/+6%.

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos	25.336	26.145	28.286	25.014	28.840	30.413	32.092	4,2%
EBITDA	5.278	5.457	7.598	6.060	7.637	8.283	8.986	10,5%
EBIT	4.315	4.357	4.772	3.234	4.710	5.327	6.000	6,6%
<b>BNA</b>	<b>3.368</b>	<b>3.444</b>	<b>3.639</b>	<b>2.470</b>	<b>3.609</b>	<b>4.090</b>	<b>4.634</b>	<b>6,1%</b>

### Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Activo No Corriente	10.084	11.137	16.978	15.538	14.533	13.310	12.065	1,6%
Activo Corriente	10.148	10.348	11.413	11.328	13.982	16.281	18.094	11,8%
Caja e IFT	4.931	4.895	4.780	5.389	7.630	9.760	10.654	16,8%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>20.232</b>	<b>21.485</b>	<b>28.391</b>	<b>26.866</b>	<b>28.515</b>	<b>29.591</b>	<b>30.159</b>	<b>7,0%</b>
PN	13.522	14.382	14.949	14.616	14.800	15.152	15.152	1,0%
Pasivo no corriente	1.536	1.504	6.136	5.921	6.202	6.491	6.793	35,2%
Pasivo corriente	5.174	5.599	7.306	6.329	7.513	7.948	8.213	8,0%

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	3.234	4.710	5.327	6.000	6.641	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.026	-695	-1.013	-1.145	-1.290	-1.428	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.746	2.538	3.698	4.181	4.710	5.213	
+ Amortizaciones	2.826	2.826	2.927	2.956	2.985	3.015	
- Inversiones en activos fijos	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.500	
- Inversiones en circulante	585	-251	324	102	185	-300	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>5.757</b>	<b>3.714</b>	<b>5.548</b>	<b>5.839</b>	<b>6.481</b>	<b>6.429</b>	<b>90.210</b>

WACC 8,1%  
g 1,0%

Valor Grupo 78.340 M€  
+ Activos Financieros 8.010 M€  
- Deuda Neta 0 M€  
Valor Fondos Propios 86.350 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  
35,0

EV/EBITDA'20e implícito  
12,9

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

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