

Sector: Consumo / Apparel Retail

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

Inditex

Precio Objetivo: 29 €

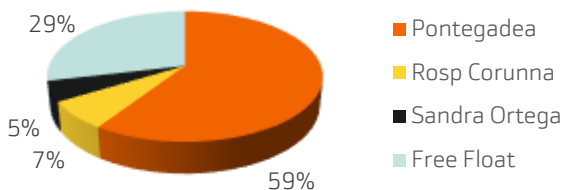
Recomendación: Comprar

Analista: Elena F-Trajiella

Datos Básicos

Capitalización (M €): 79.261 M€
 Último: 25,45 €/acc.
 N° Acciones (M.): 3.114 M acc.
 Max / Min (52 sem): 18,51€ / 32,28€
 Reuters / Bloomberg: ITX.MC / ITX SM

Accionariado



Los resultados 1S20 batían ampliamente las expectativas. Las ventas muestran una recuperación significativa (-44% en 1T, -31% en 2T, -11% en las 5 primeras semanas del 3T). El modelo integrado de ventas físicas y online da frutos: las ventas online aumentan +74% y los inventarios se reducen -19%. El Margen Bruto se estabiliza (54,6% vs 54,5% en 2T19). Ello unido a una reducción de -21% de los gastos operativos resulta en un BNA en el 2T estanco de 214 M€ y una generación de caja de 734 M€. El 2T20 marca un punto de inflexión en la tendencia de ventas y márgenes. Al final del periodo el 96% de las tiendas están abiertas y la venta online gana tracción. 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. P. Objetivo 29€ (28€ antes).

Resultados 1S20 batían ampliamente las expectativas

Ventas 8.033 M€ (-37%) vs 8.036 M€(e). Margen Bruto 4.512 M€ (-38%) vs 4.443 M€(e). **EBITDA 1.486 M€ (-57%)** vs 1.355 M€(e). **BNA -195 M€** vs -266 M€(e). El resultado incluye una provisión de 308 M€ por la conclusión del programa de optimización de tiendas realizada en 1T20. Sin esta provisión, el BNA hubiera sido de +39 M€. **La caja neta aumenta en 734 M€ hasta a 6.486 M€.** En el trimestre estanco, las Ventas ascienden a 4.730 M€ (-31%) vs 4.740 M€(e), EBITDA 1.002 M€ vs 878 M€(e) y BNA 214 M€ vs 129 M€(e).

Las ventas muestran una recuperación significativa: -44% en 1T, -31% en 2T, -11% en las 5 primeras semana del 3T. Al final del periodo, el 96% (7.026) de las tiendas están abiertas vs 13% a final del 1T, aunque se mantienen algunas restricciones. Las ventas online ganan tracción, aumentando +74% en el semestre (vs +50% en 1T20).

El Margen Bruto e sitúa en 56,2% vs 56,6% en 1S19. Pero en el 2T estanco recupera el nivel del pasado año (54,6%). El grupo espera una mejora en 2S20 porque la buena gestión de inventarios permitirá no tener que hacer descuentos significativos. **Los gastos operativos se reducen -21%.**

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 contempla inversiones de 900 M€ anuales en el periodo; 1.000 M€ en digitalización con el objetivo de que las ventas online 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 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.

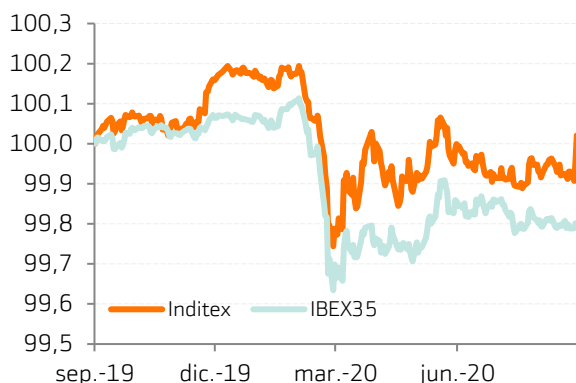
El 2T20 marca un punto de inflexión y muestra la superioridad del modelo de negocio: integración ventas físicas - online, flexibilidad de la cadena de suministro que permite una respuesta rápida a las preferencias de los consumidores y control de costes. La normalización de la actividad económica permitirá al grupo recuperar su velocidad de cruce, 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.

Ppales cifras	2019	2020e	2021e
Ingresos	28.286	23.564	27.517
EBITDA	7.598	5.326	7.189
BNA	3.639	1.746	3.247
BPA	1,17	0,56	1,04
DPA	0,35	0,35	1,02
Pay Out	50%	62%	97%
Rentabilidad div.	1,4%	1,4%	4,0%
PER	21,8	45,4	24,4
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

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

1S	1S20	1S19	Var. a/a
Ingresos	8.033	12.820	-37%
Margen Bruto	4.512	7.284	-38%
M. Bruto. %	56,2%	56,8%	
EBITDA	1.486	3.447	-57%
Margen EBITDA	18,5%	26,9%	
BNA	-195	1.549	-113%
Caja Neta	6.486	6.730	-4%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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	23.564	27.517	29.786	31.251	32.809	3,0%
EBITDA	5.457	7.598	5.326	7.189	8.096	8.750	9.351	4,2%
EBIT	4.357	4.772	2.358	4.248	5.081	5.705	6.214	5,4%
BNA	3.444	3.639	1.746	3.247	3.918	4.409	4.809	5,7%

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Activo No Corriente	11.064	16.978	14.996	13.377	11.495	9.590	7.602	-14,8%
Activo Corriente	10.620	11.413	13.050	15.648	18.750	22.702	26.502	18,4%
Caja e IFT	6.795	8.099	9.481	12.529	15.399	18.937	22.386	22,5%
Total Activo/Pasivo	21.684	28.391	28.047	29.024	30.245	32.291	34.104	3,7%
PN	14.682	14.949	15.605	15.689	16.042	17.805	19.729	5,7%
Pasivo no corriente	1.618	6.136	6.000	6.172	6.510	6.672	6.338	0,7%
Pasivo corriente	5.383	7.306	6.443	7.163	7.693	7.814	8.037	1,9%

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	2.358	4.248	5.081	5.705	6.214	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.026	-507	-913	-1.092	-1.227	-1.336	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.746	1.851	3.335	3.988	4.478	4.878	
+ Amortizaciones	2.826	2.967	2.941	3.015	3.045	3.137	
- Inversiones en activos fijos	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.500	
- Inversiones en circulante	585	-1.092	1.107	197	0	-300	
= Cash Flow Operativo	5.757	2.327	5.983	5.800	6.123	6.215	101.400

WACC 7,6%
g 1,5%

Valor Grupo 86.078 M€
+ Activos Financieros 5.702 M€
- Deuda Neta 0 M€
Valor Fondos Propios 91.780 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'20e implícito
52,6

EV/EBITDA'20e implícito
16,2

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	2,25%	2,00%	1,75%	1,50%	1,25%	1,00%	0,75%
6,6%	39,7	38,1	36,6	35,2	34,0	32,8	31,8
7,1%	35,7	34,4	33,2	32,1	31,1	30,2	29,3
7,6%	32,4	31,3	30,4	29,0	28,6	27,9	27,2
8,1%	29,7	28,8	28,0	27,3	26,6	25,9	25,3
8,6%	27,4	26,7	26,0	25,4	24,8	24,2	23,7
9,1%	25,4	24,8	24,2	23,7	23,2	22,8	22,3

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
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabrero- Seguros
Rafael Diogo- Portugal

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Analista
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Susana André - Portugal, Assistant

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