

### Modelo integrado de ventas físicas y online: mayor eficiencia y menor intensidad de capital = Creciente generación de caja.

#### Datos básicos

|                           |                 |
|---------------------------|-----------------|
| Capitalización (M€):      | 93.992          |
| Último (€/acción):        | 30,18 €         |
| Nº acciones (M):          | 3114,4          |
| Mín/Máx (52 sem):         | 18,51€ / 32,28€ |
| Cód. Reuters / Bloomberg: | ITX.MC / ITX.SM |
| Evolución 2021            | +14,9%          |

| Ppales cifras   | 2019   | 2020   | 2021e  | TAMI  |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| Ingresos        | 28.286 | 20.402 | 26.247 | -3,7% |
| EBITDA          | 7.598  | 4.552  | 6.975  | -4,2% |
| BNA             | 3.639  | 1.106  | 3.163  |       |
| BPA (€/acc)     | 1,17   | 0,36   | 1,02   | -6,8% |
| DPA (€/acc)     | 0,66   | 0,70   | 0,80   |       |
| PER             | 25,8   | 85,0   | 29,7   |       |
| EV/EBITDA       | 11,4   | 19,0   | 12,4   |       |
| Rent. Dividendo | 2,2%   | 2,3%   | 2,7%   |       |
| DN/EBITDA (x)   | -1,1   | -1,7   | -1,2   |       |

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

| Evolución reciente | 2T21  | 2T19  | Var. a/a | Esp.  |
|--------------------|-------|-------|----------|-------|
| Ingresos           | 6.994 | 6.893 | 1,5%     | 6.980 |
| Margen Bruto       | 3.945 | 3.759 | 4,9%     | 3.837 |
| M. Bruto %         | 56,4% | 54,5% |          | 55,0% |
| EBITDA             | 1.866 | 1.772 | 5,3%     | 1.811 |
| Margen EBITDA      | 26,7% | 25,7% |          | 25,9% |
| EBIT               | 1.116 | 1.061 | 5,2%     | 1.137 |
| Margen EBIT        | 16,0% | 15,4% |          | 16,3% |
| BNA                | 850   | 816   | 4,2%     | 878   |

| Desglose Ingresos   | 2020 | %     |
|---------------------|------|-------|
| Europa (sin España) |      | 46,1% |
| Asia y RdM          |      | 22,5% |
| España              |      | 14,1% |
| América             |      | 17,3% |

#### Evolución bursátil (últimos 12 meses)



## Inditex

|                  |                                   |            |        |
|------------------|-----------------------------------|------------|--------|
| Precio objetivo: | 34 €                              | Potencial: | +13,5% |
| Recomendación:   | Comprar                           |            |        |
| Analista:        | Elena Fernández-Trapiella Janssen |            |        |

Los resultados 2T21 cumplen las expectativas y superan con holgura los niveles de ventas y márgenes pre-pandemia de 2T19. A medida que desaparecen las restricciones, las ventas ganan tracción (+7% en 2T21 vs 2T19) y el arranque del 3T21 es sólido (ventas en las 5 primeras semanas +22% vs mismo periodo de 2020 y +9% vs 2019). Las ventas online aumentan +36% vs 2T20 y +137% vs 2T19 a tipo de cambio constante; el grupo prevé que las ventas online representen el 25% del total a final de año (vs 14% en 2019). El M. Bruto supera en +190 pb el nivel de 2T19 y el M. EBIT en +60 pb. Tras un cierre neto de 680 tiendas en el último año (-101 en el 2T21), el modelo integrado de ventas físicas y online va basculando más hacia el crecimiento online. Este entorno es más concurrido en términos de competencia, pero requerirá menor intensidad de capital y dota de mayor resiliencia y eficiencia al modelo (mayores ventas que en 2T19 con 680 (-9%) tiendas menos). El CAPEX en 2020-2022 de 900 M€/año representará el 3,7% de las ventas vs 5,9% el trienio anterior. La posición de caja neta aumenta +24% hasta 8.023 M€ (+847 M€ en el trimestre). El grupo reanuda su política de dividendo, consistente en un payout ordinario del 60% y dividendos extraordinarios, que se traducirá en 0,70€/acción con cargo al ejercicio 2020.

#### Los resultados 2T21 cumplen las expectativas: superan niveles de ventas y márgenes pre-pandemia de 2T19

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ventas 11.936 M€ (+49%) vs 11.854 M€ (+47,6%) esperados. Margen Bruto 6.907 M€ (+53%) vs 6.744 M€(e), lo que supone un margen de 57,9% vs 55,7% en 1S19 y 56,9% esperado. EBITDA 3.101 M€ (+109%) vs 3.038 M€ esperados. BNA 1.272 M€ vs 1.292,5 M€(e). Los costes operativos aumentan +25% y el inventario +19% en el semestre (aunque inferior al de 1S19). En el 2T21 estanco, las ventas ascienden a 6.994 M€ (+48%) vs 6.980 M€ (+47,6%) esperados y el BNA a 850 M€ vs 877,5 M€(e). La caja neta aumenta +24% hasta 8.023 M€ (7.176 M€ en 1T21).

Los resultados batan ligeramente las expectativas. **Las ventas ganan tracción durante el 2T21;** a tipo de cambio constante aumentan +51% y superan las de 2T19 en +7% (vs +5% anunciado durante las 5 primeras semanas del trimestre). **El 3T21 arranca con fuerza.** Entre el 1 de agosto y el 9 de septiembre las ventas aumentan +22% frente al mismo periodo de 2020 y **+9% frente a 2019.** Actualmente el 99% de las tiendas están abiertas. Las **ventas online crecen +36% vs 2T20 y +137% vs 2T19;** el grupo espera que **las ventas online representarán el 25% del total a final de año (vs 14% en 2019).**

El M. Bruto, que se esperaba plano, **aumenta 190 pb vs 2T19** y el grupo prevé alcanzar un M. Bruto de **57,5% en el año vs 55,8% en 2020 y 55,9% en 2019.** El M. EBIT **aumenta +60 pb vs 2T19** hasta 16,0% impulsado por un buen control de costes. En búsqueda de mayor eficiencia, **el grupo integrará las tiendas de Uterqüe (82 ó 1,2% del total) en las de Massimo Dutti.** Tras el lanzamiento de Zara Beauty en mayo, también inaugura en septiembre la línea de Zara Man Athleticz.

#### Perspectivas de medio plazo: modelo más resiliente, eficiente y con menor consumo de capital

Una vez desaparecidas las restricciones las perspectivas de crecimiento son positivas en un entorno de vuelta a la normalidad y renovado apetito por la moda. La solidez del modelo se demuestra con una **fuerte generación de caja, elevada eficiencia con aumento de márgenes (más ventas con menos tiendas), la contención de inventarios** (gestión unificada para ventas físicas y online), **crecimiento orgánico de las ventas** tanto online como físicas con elevada flexibilidad y capacidad de adaptación a las tendencias de los consumidores. 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.** El grupo mantiene los objetivos de crecimiento de las ventas de **a largo plazo (+4%/+6% comparable)** y reanuda su política de dividendo, consistente en un 60% de payout ordinario y dividendos extraordinarios. El dividendo 2020 ascenderá a 0,70 €/acción (el dividendo final de 0,35 €/acción se abonará el 2 de noviembre). Mantenemos el precio objetivo en 34€ y la recomendación de Compra.

## Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| M€                   | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | TAMI (20/25) |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas               | 25.336       | 26.145       | 28.286       | 20.402       | 26.247       | 28.419       | 30.550       | 32.472       | 33.798       | 10,6%        |
| M. Bruto             | 14.260       | 14.816       | 15.807       | 11.390       | 14.829       | 16.057       | 17.261       | 18.347       | 19.096       | 10,9%        |
| <i>Margen Bruto</i>  | <i>56,3%</i> | <i>56,7%</i> | <i>55,9%</i> | <i>55,8%</i> | <i>56,5%</i> | <i>56,5%</i> | <i>56,5%</i> | <i>56,5%</i> | <i>56,5%</i> |              |
| EBITDA               | 5.278        | 5.457        | 7.598        | 4.552        | 6.975        | 7.658        | 8.096        | 8.605        | 8.956        | 14,5%        |
| <i>Margen EBITDA</i> | <i>20,8%</i> | <i>20,9%</i> | <i>26,9%</i> | <i>22,3%</i> | <i>26,6%</i> | <i>26,9%</i> | <i>26,5%</i> | <i>26,5%</i> | <i>26,5%</i> |              |
| EBIT                 | 4.315        | 4.357        | 4.772        | 1.507        | 4.131        | 4.987        | 5.500        | 6.073        | 6.484        | 33,9%        |
| <i>Margen EBIT</i>   | <i>17,0%</i> | <i>16,7%</i> | <i>16,9%</i> | <i>7,4%</i>  | <i>15,7%</i> | <i>17,5%</i> | <i>18,0%</i> | <i>18,7%</i> | <i>19,2%</i> |              |
| BNA                  | 3.368        | 3.444        | 3.639        | 1.106        | 3.163        | 3.835        | 4.241        | 4.696        | 5.026        | 35,4%        |
| % var. Ventas        | 8,7%         | 3,2%         | 8,2%         | -27,9%       | 28,6%        | 8,3%         | 7,5%         | 6,3%         | 4,1%         |              |
| % var. BNA           | 6,7%         | 2,3%         | 5,7%         | -69,6%       | 186,0%       | 21,2%        | 10,6%        | 10,7%        | 7,0%         |              |

<sup>1</sup>Tasa Anual Media de Incrementos

## Resumen de Balance de Situación

| M€                      | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | TAMI (20/25) |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Inmovilizado Material   | 7.664         | 8.359         | 8.376         | 7.422         | 7.393         | 6.745         | 6.138         | 5.539         | 4.962         | -7,7%        |
| Inmovilizado Inmaterial | 919           | 1.016         | 6.661         | 6.122         | 5.964         | 6.236         | 6.522         | 6.821         | 7.136         | 3,1%         |
| Existencias             | 2.685         | 2.716         | 2.269         | 2.321         | 2.786         | 3.016         | 3.243         | 3.447         | 3.587         | 9,1%         |
| Clientes                | 778           | 820           | 780           | 715           | 920           | 995           | 1.069         | 1.137         | 1.183         | 10,6%        |
| Tesorería               | 4.931         | 4.866         | 4.780         | 7.398         | 8.627         | 10.414        | 12.306        | 14.354        | 16.365        | 17,2%        |
| Otros                   | 3.255         | 3.907         | 5.525         | 2.440         | 2.318         | 2.489         | 2.659         | 2.817         | 2.939         | 3,8%         |
| <b>Total Activo</b>     | <b>20.232</b> | <b>21.684</b> | <b>28.391</b> | <b>26.418</b> | <b>28.009</b> | <b>29.895</b> | <b>31.936</b> | <b>34.115</b> | <b>36.171</b> | <b>6,5%</b>  |
| Patrimonio Neto         | 13.522        | 14.683        | 14.949        | 14.550        | 15.223        | 16.256        | 17.384        | 18.656        | 19.915        | 6,5%         |
| Deuda Financiera        | 16            | 89            | 38            | 14            | 24            | 34            | 44            | 54            | 64            | 35,5%        |
| Acreedores              | 5.057         | 5.251         | 5.585         | 4.747         | 5.252         | 5.687         | 6.113         | 6.498         | 6.763         | 7,3%         |
| Pasivo Corriente        | 105           | 48            | 1.689         | 1.580         | 1.809         | 1.933         | 2.110         | 2.307         | 2.500         | 9,6%         |
| Otros                   | 1.532         | 1.613         | 6.130         | 5.527         | 5.701         | 5.986         | 6.285         | 6.600         | 6.930         | 4,6%         |
| <b>Total Pasivo</b>     | <b>20.232</b> | <b>21.684</b> | <b>28.391</b> | <b>26.418</b> | <b>28.008</b> | <b>29.896</b> | <b>31.936</b> | <b>34.114</b> | <b>36.171</b> | <b>6,5%</b>  |

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

| M€                                       | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | VR             |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| EBIT                                     | 1.507        | 4.131        | 4.987        | 5.500        | 6.073        | 6.484        |                |
| - Impuestos                              | -332         | -909         | -1.097       | -1.210       | -1.336       | -1.427       |                |
| = NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.) | 1.175        | 3.222        | 3.890        | 4.290        | 4.737        | 5.058        |                |
| + Amortizaciones                         | 3.045        | 2.844        | 2.671        | 2.596        | 2.532        | 2.472        |                |
| - Inversiones en activos fijos           | -665         | -900         | -900         | -850         | -800         | -800         |                |
| - Variación Capital Circulante           | 825          | 165          | -129         | -126         | -113         | -78          |                |
| <b>= Cash Flow Libre</b>                 | <b>4.380</b> | <b>5.331</b> | <b>5.532</b> | <b>5.910</b> | <b>6.356</b> | <b>6.652</b> | <b>100.219</b> |

WACC 7,6%

g 1,0%

## Matriz de Sensibilidad

| WACC/g                            | 0,5%        | 0,8%      | 1,0%      | 1,3%      | 1,5%      |           |
|-----------------------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Valor Grupo                       | 6,6%        | 37        | 38        | 40        | 41        | 42        |
| - Deuda Neta                      | 7,1%        | 35        | 36        | 37        | 38        | 39        |
| - Minoritarios                    | 7,6%        | 33        | 33        | 34        | 35        | 36        |
| Valor Fondos Propios              | 8,1%        | 31        | 31        | 32        | 33        | 34        |
| Nº acciones (M)                   | 8,6%        | 29        | 30        | 30        | 31        | 32        |
| <b>Precio Objetivo (€/acción)</b> | <b>9,1%</b> | <b>28</b> | <b>28</b> | <b>29</b> | <b>29</b> | <b>30</b> |

**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  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas  
Juan Moreno - Inmobiliarias  
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos  
Eduardo Cabrero - Seguros  
Mariana Queirós - Telecoms & Tech

Rafael Alonso - Bancos  
Aránzazu Cortina - Industriales  
Luis Piñas - Consumo  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Susana André - Portugal, Assistant  
Filipe Aires - Papel & Químicas

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