

Crecimiento y márgenes resilientes en un entorno difícil. Valoración razonable y sostenida generación de caja.

Datos básicos

Capitalización (M€):	111.439
Último (€/acción) (12/09/23):	35,79 €
Nº acciones (M):	3113,7
Mín/Máx (52 sem):	20,62€ / 36,28€
Cód. Reuters / Bloomberg:	ITX.MC / ITX.SM
Evolución 2023	44,0%

Ppales cifras	2022	2023e	2024e	TAMI
Ingresos	32.569	34.901	37.090	6,7%
EBITDA	8.649	9.377	9.965	7,3%
BNA	4.130	5.110	5.495	15,3%
BPA (€/acc)	1,33	1,64	1,77	15,4%
DPA (€/acc)	1,20	1,38	1,46	10,5%
PER	27,0	21,8	20,3	
EV/EBITDA	11,7	10,8	10,1	
Rent. Dividendo	3,3%	3,9%	4,1%	
DN/EBITDA (x)	-1,2	-1,3	-1,3	

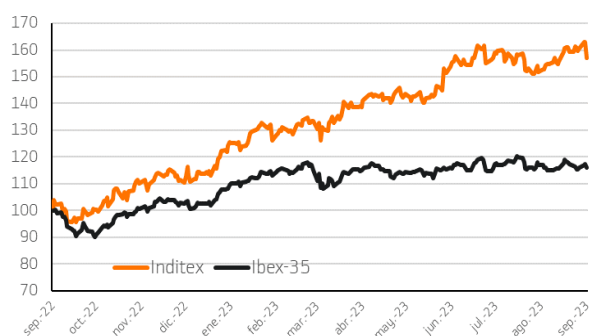
M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Evolución reciente	1S23	1S22	Var. a/a	Esp.
Ingresos	16.851	14.845	13,5%	16.654
Margen Bruto	9.801	8.594	14,0%	9.680
M. Bruto %	58,2%	57,9%		
EBITDA	4.663	4.029	15,7%	4.555
Margen EBITDA	27,7%	27,1%		27,4%
EBIT	3.164	2.431	30,2%	3.126
Margen EBIT	18,8%	16,4%		18,8%
BNA	2.513	1.794	40,1%	2.462

Desglose Ingresos 1S23

	%
Europa (sin España)	47,8%
Asia y RdM	18,4%
España	14,4%
América	19,4%

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Inditex

Precio objetivo:	39,0 €	Potencial:	+8,9%
Recomendación:	Comprar		
Analista:	Elena Fernández-Trapiella Janssen		

Los resultados 2T 2023 (mayo - julio) batan las expectativas. Las ventas crecen +13,5% encadenando 10 trimestres consecutivos con crecimientos de doble dígito y los márgenes se mantienen en máximos históricos en un 2T. El arranque del 3T es bueno. En las 5 primeras semanas iniciadas en agosto las ventas aumentan +14%. El Margen Bruto aumenta +27pb hasta 58,2% y el M. EBIT +240pb hasta 18,8% frente a un 1S 2022 que incluyó una provisión de 216 M€ por el cese de operaciones en Ucrania y Rusia. El grupo mantiene buena visibilidad sobre el margen bruto y buen control de costes operativos lo que dará soporte al Margen EBIT. La fuerte posición de caja neta resulta en ingresos financieros netos. Con presencia en 213 mercados y baja cuota de mercado en un sector muy fragmentado, el potencial de crecimiento orgánico es elevado. La flexibilidad del modelo de negocio junto con el aprovisionamiento en proximidad permite una rápida adaptación a las demandas de los clientes. Un nuevo plan de inversiones aumenta el potencial de crecimiento anual desde +4% hasta +4%/+6% sumado a un incremento de espacio de +1%/+2% (+3% en 2023). La generación de Cash Flow libre se mantendrá resiliente (+76% en el semestre) y una fuerte posición de caja neta, superior a los 10.500 M€ permitirán una continua mejora de la remuneración a los accionistas (rentabilidad por dividendo actual de 3,9%). Elevamos el Precio Objetivo hasta 39€ (desde 37€ anterior).

Los resultados 2T 2023 (mayo - julio) batan las expectativas.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Cifras semestrales: Ventas 16.851 M€ (+13,5%) vs 16.654 M€ (+12,2%) esperados. Margen Bruto 9.801 M€ (+14%) vs 9.680 M€(e), lo que supone un margen de 58,2% vs 57,9% en 1S22 y 58,1% esperado. EBITDA 4.663 M€ (+15,7%) vs 4.555 M€ esperados. BNA 2.513 M€ (+40,1%) vs 2.462 M€(e). Los costes operativos aumentan +12,4% y el inventario se reduce -6,9% en el semestre. En el 2T23 estanco, las ventas ascienden a 9.240 M€ (+14%) vs 9.059 M€ (+11,8%) esperado; el EBIT a 1.682 M€ (+20,3%) vs 1.768 M€(e) y el BNA a 1.345 M€ (+30,1%) vs 1.247 M€(e). La caja neta aumenta +14,1% vs 1S 2022 hasta 10.546 M€ (9.542 M€ en 1S22). El grupo, que propuso un aumento del dividendo de +29% hasta 1,20€/acción, compuesto por un dividendo ordinario de 0,796€ y un dividendo extraordinario de 0,404€, pagará 0,60€/acción el 2 de noviembre. [Link a los resultados](#)

Las ventas desaceleran ligeramente el ritmo con el que arrancó el trimestre (+14% vs +16% en las 5 primeras semanas iniciadas en mayo) pero mantienen crecimiento de doble dígito por décimo trimestre consecutivo. A tipo de cambio constante aumentan +16,6%. El arranque del 3T es bueno. Del 1 de agosto al 11 de septiembre las ventas crecen +14%. El crecimiento de las ventas se consigue con un menor número de tiendas, reflejando una mayor productividad por m², fruto de la efectividad del modelo integrado de ventas físicas y online. En el trimestre el grupo contaba con 5.745 tiendas, 56 menos que en 1T23 y 625 menos que en 2T22. A pesar de ello, el grupo espera un aumento del espacio bruto de +3% en 2023.

El Margen Bruto aumenta +27pb hasta 58,2% y el M. EBIT +240pb hasta 18,8% en el semestre. En el 2T23 estanco avanzan +30pb y +90pb ya excluyendo el impacto de la provisión de 216 M€ incluida en 1T23 por el cese de operaciones en Ucrania y Rusia. Los costes operativos (+12,4%) mantienen un crecimiento inferior a las ventas. El grupo obtiene ingresos financieros netos por el aumento de la rentabilidad obtenida de la posición de caja neta. Todo ello resulta en un crecimiento del BNA de +40,1%, que sin la provisión extraordinaria en 1T23 sería de +25%. El inventario se mantiene contenido con una disminución de -6,9% en el semestre.

Mantiene el plan de inversiones en 2023 de 1.600 M€ para aumentar y automatizar/digitalizar la capacidad logística y la red de tiendas, especialmente en EE.UU., donde ven oportunidad de crecimiento. Actualmente con tan solo 99 tiendas (vs 514 en Rusia, por ejemplo) es ya el segundo mercado del grupo. Realizará al menos 30 proyectos en el país (nuevas tiendas, reubicaciones y ampliaciones) entre 2023 y 2025.

En resumen, los resultados batan una vez más las expectativas con un mejor desempeño de las ventas y expansión de márgenes en el 2T23 (M. EBIT +90 pb ya excluido el impacto de las provisiones extraordinarias en 1T22). El arranque del 3T es bueno con un mantenimiento del ritmo de ventas a pesar de un clima económico adverso. A pesar de la desaceleración prevista en los próximos trimestres, un buen control de costes de junto con la capacidad de elevar precios defienden los márgenes en niveles máximos históricos. Con presencia en 213 mercados y baja cuota de mercado en un sector muy fragmentado, el potencial de crecimiento orgánico es elevado. La flexibilidad del modelo de negocio junto con el aprovisionamiento en proximidad permite una rápida adaptación a las demandas de los clientes. El nuevo plan de inversiones (1.600 M€/año) eleva el potencial de crecimiento anual desde +4% hasta +4%/+6% sumado a un incremento de espacio de +1%/+2% (+3% en 2023). La generación de Cash Flow libre se mantendrá resiliente (+76% en el semestre) y una fuerte posición de caja neta, superior a los 10.500 M€, permitirán una continua mejora de la remuneración a los accionistas (Rentabilidad por dividendo actual de 3,9%). Los múltiplos actuales (PER 24 20,3x; EV/EBITDA 10,2x) son razonables para sus perspectivas de crecimiento y rentabilidad. Mantenemos la recomendación de Compra y elevamos el Precio Objetivo hasta 39€ desde 37€ anterior.

Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TAMI (21/27)
Ventas	28.286	20.402	27.716	32.569	34.901	37.090	39.214	41.175	43.233	7,7%
M. Bruto	15.807	11.390	15.814	18.558	19.894	21.142	22.352	23.469	24.643	7,7%
Margen Bruto	55,9%	55,8%	57,1%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%	
EBITDA	7.598	4.552	7.183	8.649	9.377	9.965	10.536	11.063	11.616	8,3%
Margen EBITDA	26,9%	22,3%	25,9%	26,6%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	
EBIT	4.772	1.507	4.282	5.519	6.672	7.167	7.627	7.953	8.557	12,2%
Margen EBIT	16,9%	7,4%	15,4%	16,9%	19,1%	19,3%	19,4%	19,3%	19,8%	
BNA	3.639	1.106	3.242	4.130	5.110	5.495	5.851	6.106	6.574	12,5%
% var. Ventas	8,2%	-27,9%	35,8%	17,5%	7,2%	6,3%	5,7%	5,0%	5,0%	
% var. BNA	5,7%	-69,6%	193,1%	27,4%	23,7%	7,5%	6,5%	4,3%	7,7%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TAMI (21/27)
Inmovilizado Material	8.359	8.376	7.422	7.503	7.615	7.283	7.000	6.754	5.958	-4,5%
Inmovilizado Inmaterial	1.016	6.661	6.122	6.014	5.913	6.366	6.854	7.380	7.946	5,7%
Existencias	2.716	2.269	2.321	3.042	3.191	3.419	3.634	3.842	4.034	5,8%
Clientes	820	780	715	842	851	1.047	1.113	1.176	1.235	8,0%
Tesorería	4.866	4.780	7.398	7.021	5.561	7.228	8.094	9.237	11.465	10,3%
Otros	3.907	5.525	2.440	4.523	6.852	7.171	7.622	7.873	7.649	11,1%
Total Activo	21.684	28.391	26.418	28.945	29.983	32.515	34.317	36.263	38.287	5,8%
Patrimonio Neto	14.683	14.949	14.550	15.759	17.033	17.838	18.793	19.890	21.089	6,0%
Deuda Financiera	89	38	14	36	13	23	33	43	53	8,0%
Acreeedores	5.251	5.585	4.747	6.411	6.561	7.954	8.453	8.937	9.384	7,9%
Pasivo Corriente	48	1.689	1.580	1.584	1.562	1.641	1.724	1.810	1.901	3,7%
Otros	1.613	6.130	5.527	5.155	4.814	5.058	5.315	5.581	5.860	2,6%
Total Pasivo	21.684	28.391	26.418	28.945	29.983	32.515	34.317	36.263	38.287	5,8%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	VR
EBIT	4.282	5.519	6.672	7.167	7.627	7.953	
- Impuestos		-942	-1.214	-1.468	-1.577	-1.678	-1.750
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	3.340	4.305	5.204	5.591	5.949	6.204	
+ Amortizaciones	2.901	2.899	2.706	2.798	2.909	3.109	
- Inversiones en activos fijos	-1.126	-1.415	-1.600	-1.600	-1.600	-800	
- Variación Capital Circulante	-816	8	-968	-219	-212	-196	
= Cash Flow Libre	4.299	5.797	5.341	6.570	7.046	8.317	140.349

WACC 8,9%
g 2,5%

Matriz de Sensibilidad

WACC/g	2,0%	2,3%	2,5%	2,8%	3,0%	
Valor Grupo	7,9%	43,2	44,6	46,2	48,0	49,9
- Deuda Neta	8,4%	39,8	41,0	42,3	43,8	45,3
- Minoritarios	8,9%	37,0	38,0	39,0	40,3	41,5
Valor Fondos Propios	9,4%	34,5	35,4	36,3	37,3	38,4
Nº acciones (M)	9,9%	32,4	33,1	33,9	34,7	35,6
Precio Objetivo (€/acción)	10,4%	31	31	32	33	33

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
07/06/2023	Comprar	37,0 €
06/06/2023	Comprar	35,0 €
15/03/2023	Comprar	32,0 €
14/12/2022	Comprar	27,5 €
16/03/2022	Neutral	26,5 €
16/03/2022	Neutral	26,5 €

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

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	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Moreno - Inmobiliarias	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms	Carlos Pellicer - Alimentación
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Pedro Ribeiro - Papel & Químicas
Eduardo Cabrero- Seguros	Cristina Valadas - Assistant 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

Todos nuestros informes en:

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

www.bankinter.com

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid