

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

### Datos básicos

Capitalización (M€):	86.050
Último (€/acción):	27,63 €
Nº acciones (M):	3114,4
Mín/Máx (52 sem):	23,96€ / 32,48€
Cód. Reuters / Bloomberg:	ITX.MC / ITX.SM
Evolución 2021	+7,8%

Ppales cifras	2019	2020	2021e	TAMI
Ingresos	28.286	20.402	27.543	-1,3%
EBITDA	7.598	4.552	7.407	-1,3%
BNA	3.639	1.106	3.500	
BPA (€/acc)	1,17	0,36	1,12	-1,9%
DPA (€/acc)	0,66	0,70	0,80	
PER	23,6	77,8	24,6	
EV/EBITDA	10,4	17,4	10,7	
Rent. Dividendo	2,4%	2,5%	2,9%	
DN/EBITDA (x)	-1,1	-1,7	-1,1	

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Evolución reciente	3T21	3T19	Var. a/a	Esp.
Ingresos	7.389	7.000	5,6%	7.312
Margen Bruto	4.501	4.254	5,8%	4.498
M. Bruto %	60,9%	60,8%		61,5%
EBITDA	2.329	2.255	3,3%	2.378
Margen EBITDA	31,5%	32,2%		32,5%
EBIT	1.607	1.508	6,6%	1.607
Margen EBIT	21,7%	21,5%		22,0%
BNA	1.228	1.170	5,0%	1.267

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:	32,5 €	Potencial: +17,8%
Recomendación:	Comprar	
Analista:	Elena Fernández-Trapiella Janssen	

Los resultados 3T21 superan los niveles de ventas y márgenes pre-pandemia. Las ventas crecen +10% vs 3T19, a pesar de que el número de tiendas disminuye -7,5%. Las ventas online aumentan +28% en los 9 primeros meses (+124% vs 9M19 a tipo de cambio constante). Los márgenes recuperan los niveles del 3T19: M. Bruto 60,9% vs 60,8% y M. EBIT 21,7% vs 21,5%. El M. Bruto alcanza máximos del 3er trimestre de los últimos 7 años, pero no alcanza el 61,5% esperado por el consenso. El grupo confía alcanzar 57,5% al final del ejercicio (vs 55,9% en 2019). Tras un cierre neto de 540 tiendas en el último año, 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. 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 +16% hasta 9.569 M€ (+1.304 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. **Mantenemos la recomendación de Comprar con un P. Objetivo de 32,5€ (vs 34€ anterior).** Reducimos -50 pb el M. Bruto de los años próximos por un entorno más competitivo y mayor presión de costes.

### Los resultados 3T21 cumplen las expectativas en ventas, pero no alcanzan el M. Bruto esperado (60,9% vs 61,5%).

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ventas 7.389 M€ (+22,1%) vs 7.312 M€ (+20,8%) esperados. Margen Bruto 4.501 M€ (+23%) vs 4.499 M€(e), lo que supone un margen de 60,9% vs 60,8% en 3T19 y 61,5% esperado. EBITDA 2.329 M€ (+26,1%) vs 2.378 M€ esperados. BNA 1.228 M€ vs 1.267 M€(e). En los 9M21, las ventas ascienden a 19.325 M€ (+37,2%) vs 19.248 M€ esperados y el BNA a 2.500 M€ vs 2.539 M€(e). Los costes operativos crecen +24% y el inventario +19% en 9M21. La caja neta aumenta +16% hasta 9.569 M€ (+1.304 en el trimestre). Los resultados batieron ligeramente las expectativas.

**Las ventas siguen ganando tracción (+10% vs 3T19 frente a +7% en 2T21) y el arranque del 4T21 es sólido (ventas en las 5 primeras semanas +33% vs mismo periodo de 2020 y +10% vs 2019).** Este aumento de las ventas contrasta con la caída de -8% mostrada por H&M en su 4T21 vs 4T19 (septiembre - noviembre). **Las ventas online aumentan +28%** en los 9 primeros meses vs 9M20 y +124% vs 9M19 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 recupera el nivel de 3T19 (60,9% vs 60,8%) y marca el nivel más alto de un 3er trimestre en 7 años, pero no alcanza la expectativa de 61,5%. El grupo mantiene la previsión de un M. Bruto de 57,5% en el año vs 55,8% en 2020 y 55,9% en 2019. El M. EBIT alcanza 21,7% vs 21,5% en 3T19, impulsado por un buen control de costes (+21% en el trimestre, inferior al aumento de +22% de los ingresos).

Omicron y las disrupciones de las cadenas de suministro, así como el aumento de los costes de materias primas y transporte generan preocupación. Confiamos que la solidez del modelo de Inditex permitirá sortear estos escollos, aunque **reducimos el M. Bruto -50 pb en los próximos años. El modelo integrado tiendas físicas y online aumenta la productividad por m<sup>2</sup> en un entorno de posibles nuevas restricciones y mayor cautela por parte del público.** Y la **flexibilidad y proximidad de la cadena de suministro** (2/3 del producto se produce en España, Portugal, Marruecos y Turquía) reduce el impacto de posibles disrupciones e inflación. El grupo prevé mantener los niveles de precios, sin recurrir a descuentos y promociones (como ha anunciado H&M) dado el buen nivel de partida de stocks (14% de las ventas vs 16% en 3T20 y 13% en 3T19).

**El modelo integrado de tiendas y venta online va basculando hacia un mayor equilibrio entre ventas físicas y 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. Esto se traduce en una fuerte generación de caja, la recuperación de los márgenes, la contención de inventarios y el crecimiento de las ventas online. El grupo mantiene su política de dividendo, consistente en un 60% de payout ordinario y dividendos extraordinarios plurianuales. **Mantenemos la recomendación de Comprar con un Precio Objetivo en 32,5€ (vs 34€ anterior).**

## 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	27.543	29.812	32.036	34.043	35.431	11,7%
M. Bruto	14.260	14.816	15.807	11.390	15.699	16.993	18.261	19.405	20.196	12,1%
<i>Margen Bruto</i>	<i>56,3%</i>	<i>56,7%</i>	<i>55,9%</i>	<i>55,8%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	
EBITDA	5.278	5.457	7.598	4.552	7.407	7.869	8.295	8.645	8.820	14,1%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,9%</i>	<i>26,9%</i>	<i>22,3%</i>	<i>26,9%</i>	<i>26,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>25,4%</i>	<i>24,9%</i>	
EBIT	4.315	4.357	4.772	1.507	4.563	5.175	5.678	6.029	6.206	32,7%
<i>Margen EBIT</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,5%</i>	
BNA	3.368	3.444	3.639	1.106	3.500	3.983	4.381	4.663	4.810	34,2%
% var. Ventas	8,7%	3,2%	8,2%	-27,9%	35,0%	8,2%	7,5%	6,3%	4,1%	
% var. BNA	6,7%	2,3%	5,7%	-69,6%	216,4%	13,8%	10,0%	6,4%	3,2%	

<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	7.445	6.797	6.183	5.577	4.971	-7,7%
Inmovilizado Inmaterial	919	1.016	6.661	6.122	6.021	6.292	6.576	6.873	7.186	3,3%
Existencias	2.685	2.716	2.269	2.321	3.650	3.951	4.246	4.511	4.695	15,1%
Clientes	778	820	780	715	909	1.043	1.121	1.192	1.240	11,6%
Tesorería	4.931	4.866	4.780	7.398	7.149	9.028	11.061	13.141	15.065	15,3%
Otros	3.255	3.907	5.525	2.440	3.128	3.367	3.603	3.821	3.983	10,3%
<b>Total Activo</b>	<b>20.232</b>	<b>21.684</b>	<b>28.391</b>	<b>26.418</b>	<b>28.302</b>	<b>30.478</b>	<b>32.789</b>	<b>35.115</b>	<b>37.140</b>	<b>7,1%</b>
Patrimonio Neto	13.522	14.683	14.949	14.550	15.560	16.741	18.009	19.247	20.291	6,9%
Deuda Financiera	16	89	38	14	6	16	26	36	46	26,9%
Acreeedores	5.057	5.251	5.585	4.747	5.922	6.410	6.888	7.319	7.618	9,9%
Pasivo Corriente	105	48	1.689	1.580	1.570	1.682	1.848	2.033	2.212	7,0%
Otros	1.532	1.613	6.130	5.527	5.245	5.629	6.019	6.479	6.974	4,8%
<b>Total Pasivo</b>	<b>20.232</b>	<b>21.684</b>	<b>28.391</b>	<b>26.418</b>	<b>28.302</b>	<b>30.478</b>	<b>32.789</b>	<b>35.115</b>	<b>37.140</b>	<b>7,1%</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VR
EBIT	1.507	4.563	5.175	5.678	6.029	6.206	
- Impuestos	-332	-1.004	-1.139	-1.249	-1.326	-1.365	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	1.175	3.559	4.037	4.429	4.703	4.840	
+ Amortizaciones	3.045	2.844	2.693	2.618	2.615	2.615	
- Inversiones en activos fijos	-665	-900	-900	-850	-800	-800	
- Variación Capital Circulante	825	348	-53	-106	-95	-66	
<b>= Cash Flow Libre</b>	<b>4.380</b>	<b>5.852</b>	<b>5.777</b>	<b>6.091</b>	<b>6.423</b>	<b>6.589</b>	<b>94.259</b>

WACC 8,0%

g 1,0%

## Matriz de Sensibilidad

WACC/g	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%		
Valor Grupo	93.064	7,0%	35,2	36,2	37,2	38,4	39,6
- Deuda Neta	7.998	7,5%	33,0	33,8	34,7	35,6	36,6
- Minoritarios	-32	8,0%	31,0	31,7	32,5	33,2	34,1
Valor Fondos Propios	101.030	8,5%	29,3	29,9	30,5	31,2	31,9
Nº acciones (M)	3.114	9,0%	27,8	28,3	28,9	29,4	30,1
<b>Precio Objetivo (€/acción)</b>	<b>32,5</b>	<b>9,5%</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
15/09/2021	Comprar	34,0 €
10/06/2021	Comprar	34,0 €
10/03/2021	Comprar	31,0 €
15/12/2020	Comprar	29,0 €

## 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](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	Susana André - Portugal, Assistant
Eduardo Cabrero- Seguros	Filipe Aires - Papel & Químicas
Mariana Queirós - Telecoms	

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](http://www.bankinter.com)