

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

Datos básicos

Capitalización (M€):	119.411
Último (€/acción) (12/09/23):	38,35 €
Nº acciones (M):	3113,7
Mín/Máx (52 sem):	23,80€ / 39,00€
Cód. Reuters / Bloomberg:	ITX.MC / ITX.SM
Evolución 2023	56,3%

Ppales cifras	2022	2023e	2024e	TAMI
Ingresos	32.569	36.108	38.504	8,7%
EBITDA	8.649	9.593	10.538	10,4%
BNA	4.130	5.278	5.938	19,9%
BPA (€/acc)	1,33	1,70	1,91	19,9%
DPA (€/acc)	1,20	1,42	1,54	13,6%
PER	28,9	22,6	20,1	
EV/EBITDA	12,7	11,5	10,5	
Rent. Dividendo	3,1%	3,7%	4,0%	
DN/EBITDA (x)	-1,2	-1,3	-1,3	

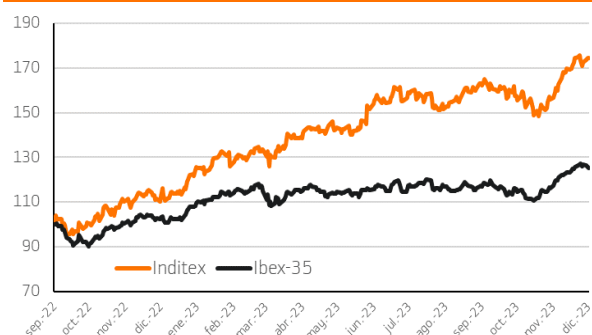
M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Evolución reciente	9M23	9M22	Var. a/a	Esp.
Ingresos	25.609	23.055	11,1%	25.717
Margen Bruto	15.203	13.532	12,3%	15.193
M. Bruto %	59,4%	58,7%		59,1%
EBITDA	7.429	6.520	13,9%	7.409
Margen EBITDA	29,0%	28,3%		28,8%
EBIT	5.192	4.177	24,3%	5.134
Margen EBIT	20,3%	18,1%		20,0%
BNA	4.102	3.095	32,5%	4.057

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:	43,0 €	Potencial:	+12,1%
Recomendación:	Comprar		
Analista:	Elena Fernández-Trapiella Janssen		

Los ingresos se moderan algo más de lo esperado en 3T 2023, afectadas por una climatología adversa, pero los márgenes alcanzan máximos históricos en un 3T. Las ventas aumentan +6,3% vs +14% en las 6 primeras semanas del trimestre y +13,5% en 2T y +12,9% en 1T. Pero el arranque del 4T es bueno; del 1 de noviembre al 11 de diciembre las ventas crecen +14%. Los márgenes mejoran más de lo esperado y alcanzan nuevos máximos históricos. El Margen Bruto aumenta +160 pb hasta 61,7% y el Margen EBIT +190 pb hasta 23,1%. El grupo eleva las guías de M. Bruto para el ejercicio: +75 pb superior al de 2022 vs estable previamente. A pesar de la desaceleración prevista en los próximos trimestres, un buen control de costes y la capacidad de mantener precios dan soporte a los márgenes. Con presencia en 213 mercados y baja cuota de mercado en un sector muy fragmentado, el potencial de crecimiento orgánico es superior a la media. La flexibilidad del modelo de negocio junto con el aprovisionamiento en proximidad permite una rápida adaptación de las colecciones a la demanda. El nuevo plan de inversiones (1.600 M€/año) eleva el potencial de crecimiento anual hasta +4%/+6% sumado a un incremento de espacio de +1%/+2% (+3% en 2023). La generación de Cash Flow libre se mantendrá sólida y una fuerte posición de caja neta, próxima a los 11.500 M€, permitirá una continua mejora de la remuneración a los accionistas (Rentabilidad por dividendo actual de 3,7%). Mantenemos la recomendación de Compra y elevamos Precio Objetivo hasta 43€ (vs 39€ anterior). Los múltiplos resultantes (PER 24 22,4x; EV/EBITDA 11,6x) son razonables para un valor con crecimiento y márgenes elevados sostenibles.

Resultados 3T 2023 (agosto - octubre): Las ventas desaceleran algo más de lo esperado pero los márgenes batan las expectativas.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ventas 8.758 M€ (+6,7%) vs 8.866 M€ (+8,0%) esperados; Margen Bruto 5.402 M€ (+9,4%) vs 5.392 M€(e), lo que supone un margen de 61,7% vs 60,8% esperado; EBITDA 2.766 M€ (+11,1%) vs 2.746 M€ esperados; EBIT 2.027 M€ (+16,2%) vs 1.969 M€; BNA 1.589 M€ (+22,1%) vs 1.544 M€(e). Los costes operativos aumentan +10,6% (vs +11,1% las ventas) y el inventario -5% en los 9 primeros meses. En términos acumulados hasta octubre, Ventas 25.609 M€ (+11,1%) vs 25.717 M€ (+12%) esperados; M. Bruto 15.203 M€ (59,4% sobre ventas) vs 15.193 M€ (59,1%); EBIT 5.192 M€ (+24,3%) vs 5.134 M€(e); BNA 4.102 M€ (+32,5%) vs 4.057 M€(e). La caja neta aumenta +15% vs mismo periodo 2022 hasta 11.480 M€ (10.546 M€ en 1S23); [Link a los resultados](#).

Afectadas por una climatología adversa en septiembre/octubre, las ventas (+6,3%) muestran una desaceleración algo mayor de lo esperado frente al arranque del trimestre (+14% en las 6 primeras semanas) y frente a los trimestres anteriores (+13,5% en 2T y +12,9% en 1T). A tipo de cambio constante aumentan +14,9% en los 9 primeros meses del año. Todas las regiones, marcas y canales muestran crecimientos positivos. El arranque del 4T, que incluye la campaña navideña (~30% de las ventas del año), es bueno. Del 1 de noviembre al 11 de diciembre 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 5.722 tiendas, 23 menos que en 2T23 y 585 menos que en 3T22. A pesar de ello, el grupo espera un aumento del espacio bruto de +3% en 2023.

Los márgenes mejoran más de lo esperado y alcanzan nuevos máximos históricos. En el 3T23 estanco el Margen Bruto aumenta +160 pb hasta 61,7% y el Margen EBIT +190pb hasta 23,1%. En los 9 primeros meses del año avanzan +70pb y +120pb excluyendo el impacto de la provisión de 231 M€ incluida en 1T22 por el cese de operaciones en Ucrania y Rusia. El grupo eleva las guías de M. Bruto para el ejercicio 2023; espera que sea +75 pb superior al de 2022 vs previsión de estable previamente. Los costes operativos (+10,6% en los 9 primeros meses) mantienen un crecimiento inferior a las ventas. El grupo obtiene costes financieros netos de -2M€ por diferencias de tipos de cambio adversas a pesar del aumento de la rentabilidad obtenida de la posición de caja neta. Todo ello resulta en un crecimiento del BNA de +32,5% hasta octubre, que sin la provisión extraordinaria del año pasado sería de +23% en términos comparables. El inventario se mantiene contenido con una disminución de -5% hasta octubre.

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 y una fuerte posición de caja neta, próxima a los 11.500 M€, permitirán una continua mejora de la remuneración a los accionistas (Rentabilidad por dividendo actual de 3,7%). Mantenemos la recomendación de Compra y elevamos el Precio Objetivo hasta 43€ (desde 39€). Los múltiplos resultantes (PER 24 22,4x; EV/EBITDA 11,6x) son razonables para un valor con crecimiento y márgenes elevados sostenibles.

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	36.108	38.504	40.814	42.966	45.232	8,5%
M. Bruto	15.807	11.390	15.814	18.558	20.834	22.140	23.468	24.705	26.008	8,6%
Margen Bruto	55,9%	55,8%	57,1%	57,0%	57,7%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	
EBITDA	7.598	4.552	7.183	8.649	9.593	10.538	11.170	11.759	12.379	9,5%
Margen EBITDA	26,9%	22,3%	25,9%	26,6%	26,6%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	
EBIT	4.772	1.507	4.282	5.519	6.888	7.740	8.261	8.649	9.320	13,8%
Margen EBIT	16,9%	7,4%	15,4%	16,9%	19,1%	20,1%	20,2%	20,1%	20,6%	
BNA	3.639	1.106	3.242	4.130	5.278	5.938	6.343	6.645	7.165	14,1%
% var. Ventas	8,2%	-27,9%	35,8%	17,5%	10,9%	6,6%	6,0%	5,3%	5,3%	
% var. BNA	5,7%	-69,6%	193,1%	27,4%	27,8%	12,5%	6,8%	4,8%	7,8%	

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	3.538	3.772	3.999	4.210	6,7%
Clientes	820	780	715	842	851	1.083	1.155	1.224	1.289	8,9%
Tesorería	4.866	4.780	7.398	7.021	5.561	7.216	8.450	9.808	12.269	11,8%
Otros	3.907	5.525	2.440	4.523	6.852	7.240	7.554	7.801	7.573	10,9%
Total Activo	21.684	28.391	26.418	28.945	29.983	32.726	34.787	36.966	39.244	6,3%
Patrimonio Neto	14.683	14.949	14.550	15.759	17.033	17.906	19.040	20.335	21.749	6,7%
Deuda Financiera	89	38	14	36	13	23	33	43	53	8,0%
Acreedores	5.251	5.585	4.747	6.411	6.561	8.095	8.673	9.193	9.678	8,6%
Pasivo Corriente	48	1.689	1.580	1.584	1.562	1.643	1.726	1.813	1.903	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	32.726	34.787	36.966	39.244	6,3%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	VR
EBIT	4.282	5.519	6.888	7.740	8.261	8.649	
- Impuestos	-942	-1.214	-1.515	-1.703	-1.817	-1.903	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	3.340	4.305	5.372	6.037	6.443	6.747	
+ 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	-955	-271	-225	-209	
= Cash Flow Libre	4.299	5.797	5.523	6.964	7.528	8.847	158.244

WACC 9,1%

g 3,0%

Matriz de Sensibilidad

	WACC/g	2,5%	2,8%	3,0%	3,3%	3,5%	
Valor Grupo	122.440	8,1%	47,4	49,1	51,0	53,1	55,4
- Deuda Neta	10.546	8,6%	43,5	44,9	46,5	48,2	50,0
- Minoritarios	-52	9,1%	40,3	41,4	43,0	44,1	45,6
Valor Fondos Propios	132.934	9,6%	37,5	38,4	39,5	40,6	41,9
Nº acciones (M)	3.114	10,1%	35,0	35,9	36,8	37,7	38,8
Precio Objetivo (€/acción)	43,0	10,6%	33	34	34	35	36

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
13/09/2023	Comprar	39,0 €
07/06/2023	Comprar	37,0 €
06/06/2023	Comprar	35,0 €
15/03/2023	Comprar	32,0 €
14/12/2022	Comprar	27,5 €

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	Tiago Brito - Analista
Jorge Pradilla - Ciberseguridad & Logística	

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com