

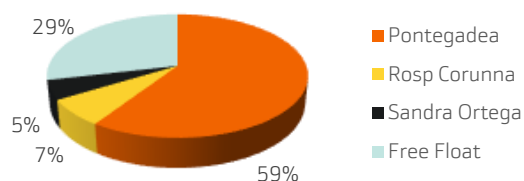
Sector: Consumo / Apparel Retail

Normalización de la actividad con un modelo de negocio reforzado

## Datos Básicos

Capitalización (M €): 89.895 M€  
 Último: 28,86 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 3.115 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 18,51€ / 29,26€  
 Reuters / Bloomberg: ITX.MC / ITX SM  
 Potencial: +7,4%  
 Revalorización 2021: +11,8%

## Accionariado



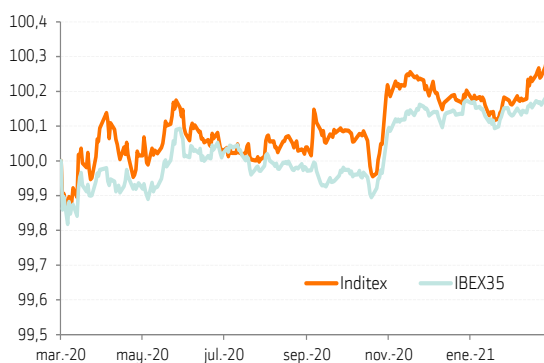
Ppales cifras	2019	2020	2021e
Ingresos	28.286	20.402	25.833
EBITDA	7.598	4.552	6.871
BNA	3.639	1.106	3.134
BPA	1,17	0,36	1,01
DPA	0,35	0,35	0,99
Pay Out	50%	99%	99%
Rentabilidad div.	1,2%	1,2%	3,4%
PER	24,7	81,3	28,7
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

## Desglose Ingresos (%)

	2019
Europa	46%
Asia	23%
España	16%
América	16%

	4T20	3T20	Esp.	Var. a/a
Ingresos	6.317	6.710	-25%	
Margen Bruto	3.217	3.508	-25%	
M. Bruto. %	50,9%	52,3%		
EBITDA	1.218	1.487	-36%	
Margen EBITDA	19,3%	22,2%		
BNA	436	602	-53%	
Caja Neta	7.560			

## Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



## Inditex

Precio Objetivo: 31 €

Recomendación: Comprar

Analista: Elena F-Trapiella

Los resultados no alcanzan las expectativas por un mayor descenso de las ventas en el 4T20. Caen -25% vs -21% esperado y -14% en 3T en un entorno de severas restricciones en varios países. Las ventas online mantienen la tracción (+77%). A pesar de que los resultados 2020 se ven fuertemente impactados por el CV-19, la solidez y flexibilidad del modelo se demuestra con una fuerte posición de caja, la reducción de costes operativos (-17%) y de inventarios (-9%) y el crecimiento de las ventas online, y de las físicas cuando no hay restricciones. El plan estratégico 2020-2022 focalizado en un modelo integrado tiendas/online se ha acelerado en 2020 y resultará en mayor rentabilidad y menor intensidad de capital. 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. Revisamos el P. Objetivo hasta 31€ (vs 29€ anterior) ante una menor prima de riesgo y una previsión de normalización de la actividad a partir de abril.

## Impacto severo del CV-19 en 2020 pero aceleración en la transformación del modelo de negocio

**Resultados 2020:** Ventas 20.402 M€ (-27,9%) vs 20.958 M€(e); Margen Bruto 11.390 M€ (-27,9%) vs 11.759 M€(e), lo que supone un margen de 55,8% vs 55,9% en 2019; EBITDA 4.552 M€ (-40,1%) vs 4.767 M€(e); EBIT 1.507 M€ vs 1.848 M€(e); BNA 1.106 M€ (-69,6%) vs 1.330 M€(e). El resultado incluye una **provisión de 308 M€ por la conclusión del programa de optimización de tiendas** que se realizó en 1T20 y **gastos relacionados con la pandemia de 394 M€ en 2S20**. La **caja neta asciende a 7.560 M€** (vs 8.060 M€ en 2020).

Los resultados no alcanzan las expectativas del consenso por un **mayor descenso de las ventas en 4T20** (-25,4% vs -20,7% esperado). En un entorno de fuertes restricciones en varios países, especialmente Europa, las ventas vuelven a desacelerar (-25% en 4T vs -14% en 3T vs -31% en 2T vs -44% en 1T). A 31 de enero de 2021, el 30% de las tiendas estaban cerradas (frente al 8% a 31 de octubre de 2020) y el 52% tenían restricciones. **Las ventas online mantienen la tracción con un aumento de +77%**. Alcanzan 6.600 M€, **32% del total** (vs 14% en 2019). En el inicio del 1T21, en febrero el 21% de las tiendas han permanecido cerradas, a 8 de marzo el 15%. Las ventas caen -15% en febrero y -4% entre el 1/7 de marzo igual que en mismo periodo del año anterior. Excluyendo los 5 mercados relevantes con restricciones totales o sustanciales (Alemania, Brasil, Grecia, Portugal, R. Unido), las ventas crecen +2% en esa primera semana de marzo, lo que demuestra que **en un entorno más normalizado las ventas recuperan con fuerza**.

El **Margen Bruto se mantiene estable** a pesar de un fuerte impacto por tipo de cambio; excluyendo este impacto habría aumentado 160 pb. En 2021 prevén un impacto neutro por divisas.

A pesar de que los resultados 2020 se ven fuertemente impactados por el CV-19, la solidez y flexibilidad del modelo se demuestra con una **robusta posición de caja, el recorte de costes operativos (-17%) y de inventarios (-9%) y el crecimiento de las ventas online, y las físicas cuando no hay restricciones**. El posicionamiento digital se refuerza en 2020 con 132 apps activas en móviles a nivel global.

El plan estratégico 2020-2022, focalizado en el modelo integrado de tiendas y venta online se acelera en 2020 y 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 coste de este proceso ya se contabilizó en 1T20. **El grupo refuerza sus objetivos de crecimiento de las ventas comparables a largo plazo de +4%/+6% y un aumento de la superficie de venta de +2%/+2,5%**.

**Inditex prevé una apertura total de las tiendas a partir del 12 de abril**. 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 que opera a finales de año.

En este entorno, el grupo **reanuda su política de dividendo**, consistente en un payout ordinario del 60% y dividendos extraordinarios, que se traducirá en **0,70 €/acción** para el ejercicio 2020. Una sólida y sostenible capacidad de generación de caja hace prever un **paulatino aumento de la remuneración a accionistas en el medio plazo**.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'24
Ingresos	28.286	20.402	25.833	27.982	30.096	32.001	33.687	3,0%
EBITDA	7.598	4.552	6.871	7.541	7.975	8.480	8.759	2,4%
EBIT	4.772	1.507	4.050	4.750	5.156	5.576	5.767	3,2%
<b>BNA</b>	<b>3.639</b>	<b>1.106</b>	<b>3.134</b>	<b>3.672</b>	<b>3.995</b>	<b>4.328</b>	<b>4.482</b>	<b>3,5%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'24
Activo No Corriente	16.978	15.461	13.918	12.242	10.544	8.770	6.916	-13,9%
Activo Corriente	11.413	10.957	14.044	16.905	20.765	24.618	28.555	16,5%
Caja e IFT	8.099	7.574	9.383	11.845	14.882	17.856	20.871	17,1%
Total Activo/Pasivo	28.391	26.418	27.961	29.147	31.310	33.389	35.471	3,8%
PN	14.949	14.550	14.589	14.843	16.441	18.172	19.965	4,9%
Pasivo no corriente	6.136	5.530	5.688	6.005	6.145	5.806	5.468	-1,9%
Pasivo corriente	7.306	6.338	7.685	8.299	8.724	9.410	10.038	5,4%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
EBIT	4.772	1.507	4.050	4.750	5.156	5.576	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-1.026	-324	-871	-1.021	-1.109	-1.199	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.746	1.183	3.180	3.728	4.047	4.377	
+ Amortizaciones	2.826	3.045	2.821	2.792	2.820	2.904	
- Inversiones en activos fijos	-1.400	-1.400	-900	-900	-900	-1.000	
- Inversiones en circulante	585	-825	350	194	31	-300	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>5.757</b>	<b>2.003</b>	<b>5.451</b>	<b>5.814</b>	<b>5.998</b>	<b>5.981</b>	<b>96.242</b>

WACC 8,0%  
g 1,75%

Valor Grupo 89.051 M€  
+ Activos Financieros 7.530 M€  
- Deuda Neta 0 M€  
Valor Fondos Propio: 96.581 M€  
Nº acciones (M) 3.115  
**Valor Acción 31 €**

## Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 31€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'21e implícito  
30,8EV/EBITDA'21e implícito  
13,0

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
7,0%	33,1	34,1	35,2	36,4	37,8	39,2	40,9
7,5%	30,8	31,6	32,5	33,5	34,6	35,7	37,0
8,0%	28,7	29,4	30,2	<b>31,0</b>	31,9	32,8	33,9
8,5%	27,0	27,6	28,2	28,9	29,6	30,4	31,3
9,0%	25,4	25,9	26,5	27,1	27,7	28,4	29,1
9,5%	24,1	24,5	25,0	25,5	26,0	26,6	27,2

**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

Rafael Alonso - Bancos  
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