



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 14/05/2018

Fecha de revisión: 21/04/2021

Analistas

Senior Analyst

Aitor Sanjuan Sanz
assanz@axesor-rating.es

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
gcmartinez@axesor-rating.es

Rating Action

Axesor Rating rebaja la calificación de Inditex, pasando de "AA+" con tendencia "Negativa" a "AA" con tendencia "Estable".

Resumen Ejecutivo

Inditex se constituye como una de las mayores empresas de distribución de moda en el mundo, operando la compañía su negocio internacionalmente y a través de marcas de referencia tales como: Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe. En 2020, la cifra de negocio del grupo alcanzó los €20.402M (-27,9% YoY), siendo el EBITDA de €4.552M (margen EBITDA del 22,3%). El ratio de DFN/EBITDA se situó en valores negativos a cierre de ejercicio. La capitalización de Inditex alcanzó los €86,9Bn en abril de 2021 (20/04).

El presente informe y el rating otorgado se basa en la situación en la que se encontraba la empresa calificada a cierre de las últimas cuentas auditadas (31/01/21). Es un rating referenciado a esa fecha ('point in time') y por tanto no es un rating prospectivo ('looking forward'). No se ha tenido acceso a la compañía calificada por lo que la valoración de los factores cualitativos que conforman el perfil de negocio de la empresa se ha basado en información pública y en nuestro propio criterio experto.

Fundamentos

Perfil de negocio

► **Industria impactada negativamente por la crisis sanitaria y económica actual derivada del COVID-19.**

La pandemia COVID-19 está condicionando relevantemente el desarrollo de la economía global y en especial el sector *retail* de moda (tiendas cerradas, menor consumo, reducción de rentabilidades por necesidad de rebajas para dar salida al stock, etc.). De este modo, y a pesar de que se prevén unos ejercicios 2021 y 2022 de progresiva recuperación, en línea con un contexto macroeconómico en paulatino retorno al crecimiento, se considera improbable una restitución de la demanda a niveles precrisis antes de 2023 (menor poder adquisitivo, mayor desempleo y desigualdad, etc.). A pesar de ello, se considera que esta crisis económica ha acelerado una tendencia hacia la compra a través de plataformas digitales que se estima será el principal *driver* de crecimiento futuro de la industria. Asimismo, se estima, dadas las características del sector, altamente atomizado, una tendencia hacia la concentración importante en base a unas operaciones de M&A que se entienden se verán aceleradas a raíz de la crisis.

► **Excelente posicionamiento competitivo a nivel mundial.**

Compañía líder en España y referente a nivel mundial con un sólido posicionamiento competitivo favorecido por sus distintos formatos comerciales (marcas) que se adaptan a los diferentes segmentos de mercado, un producto de buena relación calidad, diseño y precio, y su apuesta por el concepto de *fast-fashion* (moda rápida) que se adapta de forma ágil a los cambios de tendencias. Fundado en 1963, el grupo muestra un *track-record* marcado por el exitoso crecimiento a nivel nacional e internacional.

- ▶ **Óptimo nivel de diversificación geográfica que limita la exposición a un determinado mercado.**

Inditex vende sus productos en más de 200 mercados en los cinco continentes a través tanto de sus tiendas físicas (opera más de 6.800 tiendas en un total de 96 países), como de su canal *online*. Las ventas internacionales representan el 85,4% de la facturación del grupo en 2020 (48,7% en Europa (sin España), 13,5% en América y 22,2% en Asia y resto del mundo). Este elevado grado de diversificación geográfica permite reducir el riesgo derivado de la concentración en un determinado mercado y, consecuentemente, la dependencia de la situación macroeconómica.

- ▶ **Accionariado familiar con alta capacidad financiera apoyado por un *management* profesionalizado y de calidad, cuyas decisiones estratégicas han reforzado la excelente trayectoria.**

A través de las sociedades Pontegadea Inversiones, S.L. y de Partler 2006, S.L., D. Amancio Ortega Gaona, fundador del grupo, controla una participación mayoritaria de Inditex (59,3%). La capacidad financiera del mismo se valora como óptima. En términos de gestión la compañía presenta una estructura directiva organizada y de excelente *expertise* en la industria, cuyas medidas han apoyado el favorable desarrollo del grupo.

- ▶ ***Business Plan* que apuesta por potenciar el canal online y se fundamenta en un modelo de negocio flexible, integrado y sostenible.**

El grupo apoya su estrategia futura en el objetivo de seguir intensificando el crecimiento de su plataforma digital, especialmente tras una pandemia que ha acelerado un cambio de modelo en la industria. Este plan, que proyecta una inversión total entre 2020 y 2022 de €2.700M (€1.000M específicos para online), implica el cierre y absorción de entre 1.000 y 1.200 tiendas físicas. Además de los avances tecnológicos planteados para la mejora de la experiencia del consumidor, el grupo tiene como objetivo operar una red comercial global e integrada con tiendas y '*stockrooms* online' en 96 mercados, desde donde distribuir todos los productos de todas las marcas del grupo.

Perfil financiero

- ▶ **Negocio y resultados marcados por la pandemia.**

La cifra de negocio del grupo presentó una caída significativa durante el año 2020 situándose en €20.402M (-27,9% YoY). Este retroceso ha estado motivado por la situación de crisis derivada del COVID-19 que ha conllevado cierres temporales de tiendas y restricciones a su operación (a 31/01/21, el 30% de las tiendas estaban en cierre total y el 52% tenían restricciones). A pesar de que la situación actual de la pandemia mantiene la incertidumbre global, se estima que la compañía irá recuperando su nivel de negocio de forma progresiva durante los próximos años. En este sentido, cabe destacar un segundo semestre de 2020 de mayor estabilidad (promedio mensual de 86% de ventas en comparación con 2019).

- ▶ **Modelo de negocio flexible que sustenta unas rentabilidades que muestran una fuerte resiliencia incluso bajo un contexto macroeconómico desfavorable.**

El flexible modelo de negocio y estructura de costes han permitido a Inditex mitigar la significativa caída de negocio en 2020, permitiendo a la compañía mantener un margen bruto similar al del ejercicio previo (margen bruto del 55,8%; -0.1pp YoY). Como consecuencia, y a pesar de asumir gastos extraordinarios derivados de la pandemia, Inditex ha sido capaz de generar un resultado operativo positivo (EBITDA de €4.552M; -40,1% YoY), manteniendo unos niveles de rentabilidad elevados (margen EBITDA de 22,3%; -4.5pp YoY). El grupo generó un EBIT de €1.401M, un 70,1% por debajo del de 2019. No obstante, desde Axesor Rating se valora de forma favorable la resiliencia mostrada por el grupo, así como su capacidad de generar resultados finales positivos en un año especialmente difícil para la industria.

- **Estructura financiera desapalancada y de óptimos niveles de capitalización, siendo excelente la capacidad de la compañía para atender los requerimientos de deuda.**

La estructura financiera de Inditex se presenta como sólida y estabilizada durante los últimos ejercicios, siendo los niveles de autonomía financiera elevados (PN/DFT de 224,8%) y estando los montantes de deuda controlados (DFT de €6.472M en 2020). Esta distribución de las fuentes de financiación marcada por el bajo apalancamiento se ve asimismo reforzada por la elevada tesorería mantenida, mostrando la compañía una posición excedentaria de caja tal y como se refleja en los valores negativos de la deuda financiera neta.

- **Holgada situación de liquidez fundamentada en su amplia posición de tesorería, una óptima generación de caja operativa y una excelente flexibilidad financiera.**

Inditex mantiene un grado de liquidez excelente presentando capacidad más que adecuada para atender sus compromisos de pago. Esta valoración se fundamenta en un modelo de negocio de elevada conversión de EBITDA en caja operativa (FFO de €3.864M) el cual refuerza la holgada posición de tesorería (€7.574M en caja e inversiones financieras a corto plazo líquidas + líneas de crédito no dispuestas por €4,426M). Adicionalmente, la compañía presenta un excelente acceso a nueva financiación, no estimándose, por lo tanto, que la misma pudiera presentar tensiones de liquidez en el corto y medio plazo.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €. ⁽¹⁾

	2018 ⁽²⁾	2019	2020	20vs19
Facturación	26.145.000	28.286.000	20.402.000	-27,9%
EBITDA	5.457.000	7.598.000	4.552.000	-40,1%
Margen EBITDA	20,9%	26,9%	22,3%	-4,5pp
EBT	4.428.000	4.680.000	1.401.000	-70,1%
Total Activo	21.684.000	28.391.000	26.418.000	-6,9%
Patrimonio Neto	14.683.000	14.949.000	14.550.000	-2,7%
Deuda Financiera Total	1.208.000	7.270.000	6.472.000	-11,0%
Deuda Financiera Neta	-5.587.000	-829.000	-1.102.000	-32,9%
PN/DFT	1215,5%	205,6%	224,8%	19,2pp
DFN/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	-
Funds From Operations	4.377.000	6.696.000	3.864.000	-42,3%
FFO/DFN	n.a.	n.a.	n.a.	-
EBITDA/Intereses	363,8x	48,7x	35,6x	-13,1x

⁽¹⁾Cierre a 31/01/n+1-. ⁽²⁾No incluye impacto IFRS16.

Rating y Tendencia

Axesor Rating rebaja el rating otorgado a Inditex a AA y sitúa la tendencia en estable. A pesar del *downgrade*, principalmente motivado por la situación provocada por la pandemia COVID-19 que ha afectado al negocio del grupo, se considera que Inditex cuenta con unos excelentes fundamentos cualitativos, así como una sólida situación financiera que le permitirá mantenerse posicionado como un *player* de referencia mundial en una industria que se estima presente una progresiva recuperación durante los próximos años. De este modo, no se prevé un cambio en el rating en el corto plazo.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- ▶ **Factores positivos (↑).** Crecimientos por encima de las predicciones del sector. Operaciones de M&A significativas que reforzarán la posición competitivo del grupo a nivel mundial.
- ▶ **Factores negativos (↓).** Mantenimiento de la caída en ventas durante los próximos ejercicios. Empeoramiento de los niveles de rentabilidad. Deterioro de la generación de caja operativa. Incremento significativo del ratio DFN/EBITDA. Descapitalización del grupo (PN/DFT).

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe es no solicitada. La información utilizada es exclusivamente de carácter público, siendo las principales fuentes:

1. Cuentas anuales.
2. Informe de Gobierno Corporativo.
3. Página web corporativa.
4. Información publicada por los Boletines Oficiales.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Nivel de participación de las entidades calificadas en el proceso de calificación crediticia

Calificación Crediticia No Solicitada	
Con Participación de la Entidad Calificada o Terceros Vinculados	NO
Con Acceso a Documentos Internos	NO
Con Acceso a la Dirección	NO

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N°1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión.

La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2021 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Graham Bell. Edificio Axesor s/n de Armilla (Granada)

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.