



Convictions de qualité – Industria de Diseno Textil SA (Inditex)

Inclusion dans la stratégie d'actions internationales

Points clés

- *La mode rapide a transformé l'industrie mondiale de l'habillement en accélérant les cycles de tendances, en réduisant les prix réels et en contribuant à une hausse de 60 % des achats de vêtements par habitant, grâce à des chaînes d'approvisionnement réactives.*
- *Inditex s'impose comme la plateforme dominante du segment, grâce à une production intégrée en proche délocalisation (nearshoring), une rotation rapide des stocks, une boucle de rétroaction pilotée par les magasins et une culture axée sur la détection et la réponse à la demande plus rapides que celles de ses concurrents.*
- *Malgré les risques liés à la hausse des coûts, aux vents contraires cycliques et à la concurrence ultra-rapide, Inditex demeure une entreprise de grande qualité selon l'approche PineStone, grâce à un modèle d'affaires différencié, un taux élevé de ventes au prix plein et des gains constants de parts de marché. Sa performance financière de premier plan et sa discipline rigoureuse en matière de capital se traduisent par un RCI de premier ordre supérieur à 40 %, soutenu par une forte génération de flux de trésorerie.*

Rapide et en constante évolution : un marché toujours en mouvement

L'industrie mondiale de l'habillement, d'une taille de 1 200 milliards de dollars US, a connu une reconfiguration structurelle au cours des deux dernières décennies. Au sein de cet ensemble, la mode rapide constitue le segment le plus dynamique et le plus réactif à la demande. Son modèle repose sur la réduction drastique des cycles de production pour les ramener à seulement quelques semaines. Ses caractéristiques clés incluent une rotation rapide des produits, des assortiments dictés par les tendances, des prix bas et des chaînes d'approvisionnement conçues pour une grande flexibilité. Les détaillants de ce segment s'appuient sur des données en temps réel pour interpréter les préférences des consommateurs, ajuster les volumes de production et limiter le risque d'inventus, en réapprovisionnant rapidement les articles qui fonctionnent tout en retirant tout aussi rapidement ceux qui se vendent plus lentement.

Les moteurs sous-jacents sont structurels. Les consommateurs recherchent de plus en plus la nouveauté à des prix accessibles, alors même que les prix réels de l'habillement ont reculé de 29 %¹ depuis 2005, malgré la poussée inflationniste après la COVID. Un autre facteur favorable réside dans les avancées des technologies textiles, de délocalisation de proximité (*near-shoring*) et de logistique intégrée verticalement, qui ont levé les obstacles historiques dans la conception, la fabrication et la distribution. Enfin, les médias sociaux ont accéléré les cycles de la mode, faisant émerger des micro-tendances qui atteignent leur maturité et disparaissent en l'espace de quelques jours, un environnement particulièrement adapté aux acteurs capables d'une exécution rapide. L'ensemble de ces facteurs a entraîné une hausse de 60 %² du nombre de vêtements achetés par habitant depuis le début des années 2000.

¹ U.S. Bureau of Labor Statistics, *The State of Fashion 2019, 2024 & 2025 Reports from McKinsey & Company*. Gestion d'actifs PineStone.

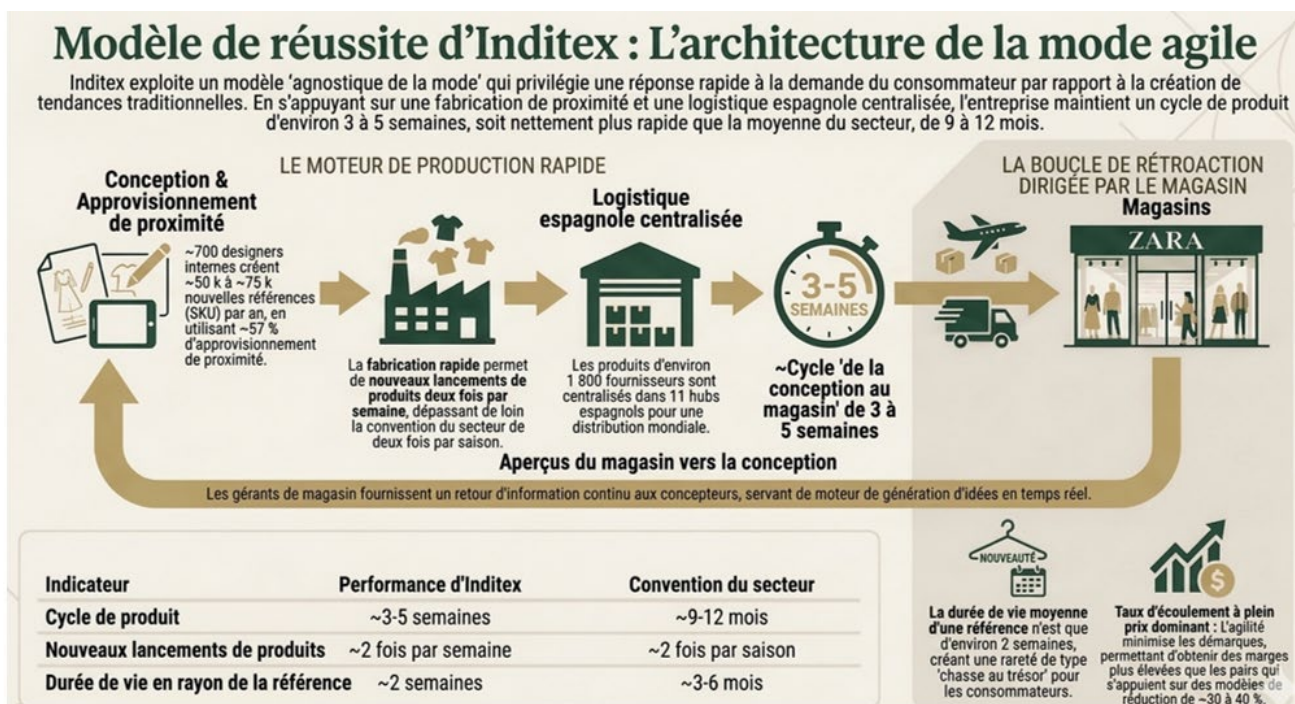
² *Style that's sustainable: A new fast-fashion formula*. McKinsey & Company.

En conséquence, la mode rapide est devenue un moteur clé de croissance au sein de l'industrie mondiale de l'habillement, façonnant les attentes des consommateurs en matière de renouvellement et d'accessibilité, tout en influençant les modèles opérationnels des segments adjacents.

Inditex : une référence en matière d'agilité dans l'industrie de la mode

Inditex est un leader de la mode rapide depuis plus d'un demi-siècle. L'histoire débute en 1975, lorsque Amancio Ortega ouvre le premier magasin Zara à A Coruña. Il y instaure un modèle logistique révolutionnaire qui a considérablement raccourci les délais de commercialisation, transformant durablement la distribution mondiale de l'habillement. Au cours des années 1980 et 1990, le groupe s'est étendu à l'échelle européenne, a développé des plateformes logistiques intégrées verticalement et a lancé des marques telles que Pull&Bear, Massimo Dutti et Bershka. Son introduction en bourse en 2001 a marqué sa transition vers mutation en un groupe d'envergure mondiale. Au cours des deux dernières décennies, Inditex a affiné son approche de merchandising fondée sur l'analyse des données et accéléré l'intégration omnicanale. Aujourd'hui, le groupe figure parmi les acteurs les plus influents de l'industrie de la mode, caractérisé par sa rapidité d'exécution, son envergure et sa discipline opérationnelle.

La capacité d'Inditex à générer une croissance composée sur le long terme est souvent mal comprise. Les investisseurs attribuent fréquemment la performance du titre au *nearshoring* ou à quelques leviers opérationnels isolés. Or, le véritable facteur différenciant est plus profond : Inditex n'est pas une maison de mode au sens traditionnel, mais un réseau centré sur le client, conçu pour reconnaître, interpréter et répondre à l'évolution des tendances de consommation à une vitesse inégalée dans l'industrie mondiale de l'habillement. Sa philosophie fondatrice, qui consiste à offrir aux clients ce qu'ils désirent plutôt que ce que les créateurs tentent de leur imposer, a façonné l'architecture culturelle qui continue de gouverner l'entreprise aujourd'hui. Contrairement à ses concurrents guidés par la création, qui construisent des récits saisonniers, Inditex considère la mode comme un système d'information en actualisation permanente, où l'attrait se constate plus qu'il ne se décrète.



Sources: Recherche Gestion d'actifs PineStone, Inditex

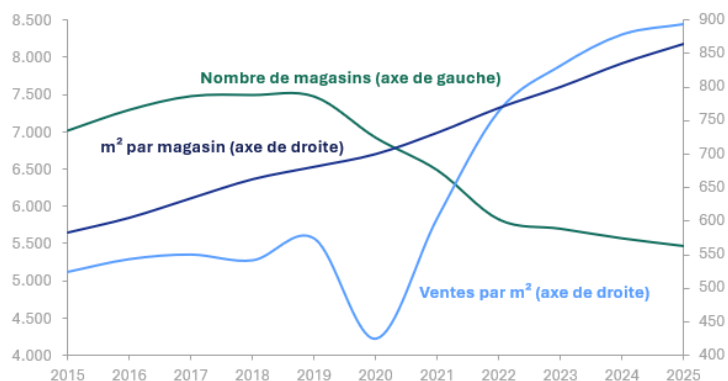


Cette mission façonne directement les résultats produits. Ainsi, Zara a délaissé depuis plusieurs décennies le cycle traditionnel Automne/Hiver et Printemps/Été au profit d'un modèle de flux continu. De nouvelles silhouettes, couleurs et matières sont introduites chaque semaine en s'appuyant sur l'analyse en temps réel provenant des magasins, réseaux sociaux et du comportement des consommateurs. Il en résulte une offre en mutation permanente, dont la fréquence des arrivages incite les clients à revenir régulièrement, avec l'assurance de découvrir un assortiment renouvelé à chaque visite. Cette cadence crée également une rareté intentionnelle. Avec des volumes initiaux limités et des attentes de rotation rapide, les consommateurs apprennent rapidement que l'hésitation équivaut à manquer l'opportunité. Cet effet psychologique s'apparente à celui du luxe, où le désir est exacerbé par l'exclusivité temporelle, mais appliqué ici à grande échelle.

Ce modèle repose sur une infrastructure privilégiant la réactivité plutôt que la simple optimisation des coûts. Près de la moitié de la production est localisée en Europe et en Afrique du Nord, ce qui permet de réduire les délais de livraison à quelques semaines seulement. Le transport aérien, bien qu'il pèse habituellement sur les marges, devient un levier stratégique dès lors qu'il est associé à des stocks limités et à une gestion flexible des budgets d'achat. L'étroite synchronisation entre les usines, les équipes de création et les centres de distribution facilite le réapprovisionnement des articles phares tout en permettant de tester instantanément les tendances émergentes. Les directeurs de magasin occupent une place prépondérante et agissent comme de véritables sentinelles du marché. Leurs remontées d'informations orientent directement les décisions d'achat, garantissant ainsi que l'assortiment de chaque point de vente réponde aux spécificités locales tout en préservant l'identité globale de la marque.

Grâce à un système d'inventaire unifié reposant sur la technologie RFID, le groupe assure un suivi des stocks en temps réel, limitant ainsi les excédents d'achats et les démarques tout en consolidant ses marges brutes. Ce socle technologique s'articule parfaitement avec la stratégie omnicanale de l'enseigne, au sein de laquelle les magasins font également office de centres de préparation de commandes. Environ un tiers des commandes en ligne sont récupérées en magasin, et la majorité des retours réintègre le réseau de magasins, ce qui réduit les coûts de distribution et accélère la recirculation des marchandises. En faisant des points de vente de véritables micro-centres de distribution, Inditex évite une grande partie des coûts additionnels qui pèsent sur les modèles traditionnels de commerce électronique.

Inditex – Nombre total de magasins, ventes/m² et ventes en ligne en % des ventes totales
(Exercices fiscaux 2015–2026 se terminant le 31 janvier)



Sources : recherche de Gestion d'actifs PineStone, Inditex. Données pour les exercices fiscaux 2019 à 2026, se terminant le 31 janvier. m² = mètres carrés

conséquents au sein d'emplacements plus spacieux et rentables. L'effet combiné est un écosystème dans lequel les stocks circulent rapidement, les magasins fonctionnent comme des hubs logistiques synchronisés et l'expérience client s'améliore parallèlement à l'efficacité économique des opérations.

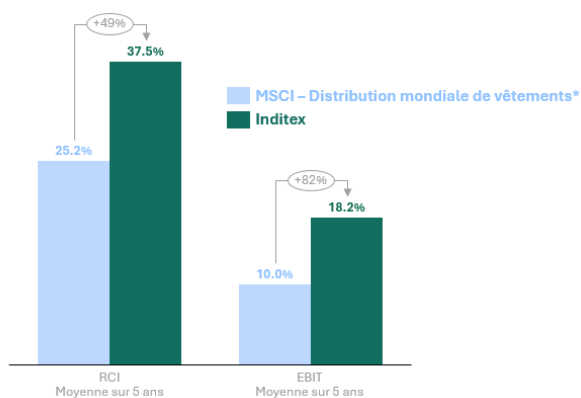
La stratégie de magasins a évolué progressivement vers un nombre réduit de points de vente, mais de plus grande taille, générant une densité plus élevée, une meilleure profondeur d'assortiment et une utilisation plus efficace de la main-d'œuvre et des surfaces commerciales. Cette évolution coïncide avec des conditions favorables de renégociation des baux, la solidité de la marque offrant à l'entreprise une flexibilité dont de nombreux concurrents ne disposent pas. Des durées de location plus courtes, souvent de deux à trois ans, permettent une adaptation rapide aux changements des flux de clientèle. L'évolutivité du modèle permet également d'élargir l'éventail des tailles proposées grâce à des stocks plus



Les résultats financiers découlent naturellement de cette architecture. Des prix de vente plus élevés que ceux des acteurs d'entrée de gamme permettent de financer une chaîne d'approvisionnement plus coûteuse, axée sur la vitesse, tout en offrant une forte proposition de valeur aux clients. Le risque lié aux stocks est structurellement réduit par une production agile et en flux tendu, qui s'oppose aux modèles de planification à long terme. En conséquence, les démarques restent limitées puisque Inditex écoule la quasi-totalité de sa production au prix fort, là où ses concurrents multiplient les promotions pour liquider leurs invendus saisonniers. L'absence de budgets publicitaires conséquents constitue un autre élément distinctif du modèle. La puissance de la marque repose sur la nouveauté, la disponibilité et la pertinence, et non sur des campagnes marketing. Ainsi, le modèle Inditex protège les marges tout en améliorant le rendement du capital investi.

Ce qui rend le modèle d'Inditex particulièrement difficile à répliquer ne tient pas à un processus isolé, mais à l'interdépendance de l'ensemble du système. Un concurrent ne peut pas simplement recourir au nearshoring sans revoir en profondeur son modèle d'achats, son architecture de prix, sa philosophie de gestion des stocks, sa culture organisationnelle et son rythme décisionnel. Le volant de croissance ne fonctionne que lorsque chaque composante renforce les autres. Fondamentalement, Inditex s'apparente à un modèle culturel sous l'apparence d'un distributeur, formant un réseau décentralisé dont l'unique priorité est de répondre aux attentes des clients avec une célérité et une précision inégalée.

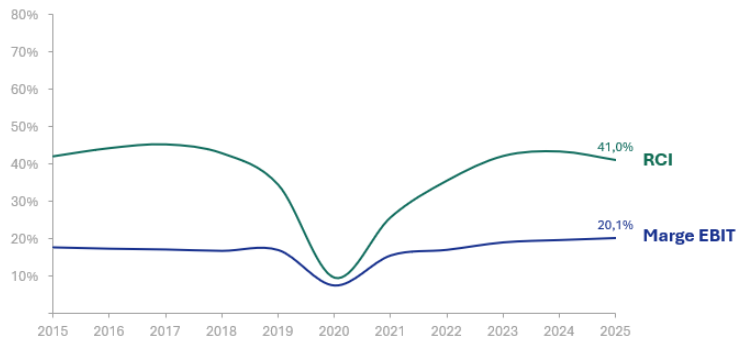
Inditex comparé au segment mondial de la distribution de vêtements MSCI*
(Moyenne sur 5 ans du rendement du capital investi et du résultat opérationnel ajusté)



Sources: Recherche Gestion d'actifs PineStone, FactSet. Données en date du 12 mars 2026.* Exclut les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard USD. Le rendement du capital investi d'Inditex est calculé sur une base ajustée des loyers.

gouvernance, notamment liés au contrôle familial, peuvent émerger dans le cadre d'une diligence raisonnable approfondie. Ces risques doivent toutefois être mis en perspective avec le bilan de plusieurs décennies d'Inditex en matière d'adaptation aux évolutions du secteur tout en maintenant des rendements élevés sur le capital investi, illustrant la résilience opérationnelle et la capacité d'adaptation du groupe.

Rendement du capital investi d'Inditex et marge opérationnelle
(Exercices fiscaux 2015 à 2026 se terminant le 31 janvier)



* Basé sur le bénéfice opérationnel net après impôts, ajusté des loyers, et sur le capital investi.
Sources : Recherche Gestion d'actifs PineStone, Inditex

À l'inverse, la critique la plus substantielle à l'égard de l'entreprise vise précisément ses principaux atouts : des opérations centralisées, un approvisionnement de proximité étroit et une forte dépendance à la production européenne. Si les cycles de consommation venaient à s'accélérer davantage ou si les tensions géopolitiques augmentaient les coûts d'approvisionnement, le modèle à délais courts d'Inditex pourrait subir une pression sur les marges. La part croissante des ventes en ligne constitue un autre risque structurel potentiel, les coûts variables plus élevés et les taux de retour supérieurs pouvant peser sur la rentabilité par rapport à l'économie des magasins physiques. L'essor de plateformes ultra-rapides comme Shein, combinant détection accélérée des tendances et politique de prix agressive, introduit également une incertitude supplémentaire. Enfin, des enjeux de



Pourquoi maintenant ? Inditex à travers le prisme de qualité de Gestion d'actifs PineStone

Nous estimons qu'Inditex demeure une franchise de grande qualité, en ligne avec la philosophie d'investissement à long terme et axée sur la qualité de PineStone, notamment pour les raisons suivantes :

- Un modèle d'affaires hautement différencié, qui a permis à Inditex d'afficher l'un des meilleurs taux d'écoulement au prix fort du secteur, de gagner constamment des parts de marché et d'afficher des performances financières de premier plan au sein d'une industrie de l'habillement pourtant ultra-concurrentielle.
- Une discipline rigoureuse en matière de capital, permettant à Inditex de générer un RCI de premier ordre supérieur à 40 %, soutenu par une forte génération de flux de trésorerie.
- Une approche de plateforme combinée à une exécution de calibre mondial permet à Inditex de capter la croissance structurelle de l'accélération des tendances de mode, tout en limitant les risques liés à la mode et en assurant une croissance composée et régulière des résultats sur plusieurs décennies.

Joe Nakhle CFA, FRM

Spécialiste principal en investissement et chef de cabinet



Avertissements

Les informations et opinions ci-dessus sont fournies uniquement à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre de services ou une sollicitation, et sont sujettes à modification. Les informations fournies ici ne constituent pas des conseils en investissement et ne doivent pas être considérées comme tels. Elles ne doivent pas être considérées comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre financier. Elles ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement particuliers, des stratégies, du statut fiscal ou de l'horizon d'investissement de tout investisseur. Aucune représentation ou garantie n'est faite quant à l'exactitude actuelle des informations, ni de la responsabilité des décisions prises sur la base de ces informations.

Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures. Les opinions exprimées concernant une entreprise, un titre financier, une industrie ou un secteur ne doivent pas être interprétées comme une indication de l'intention de négociation de fonds gérés par Gestions d'actifs PineStone. Le contenu de ce document ne peut être reproduit, en tout ou en partie, sans l'autorisation écrite préalable de Gestions d'actifs PineStone. L'entreprise décline toute responsabilité à l'égard de tout matériel reproduit sans son consentement écrit.

Gestion d'actifs PineStone Inc. (PineStone) est un gestionnaire spécialisé en actions mondiales fondé en 2021, entièrement détenu par ses employés, et est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities Exchange Commission. PineStone se concentre exclusivement sur l'aide aux clients pour atteindre leurs objectifs financiers en investissant dans ce que PineStone considère comme des entreprises de haute qualité à travers le monde. PineStone est dirigée par Nadim Rizk, un gestionnaire de portefeuille chevronné avec plus de 20 ans d'expérience. PineStone est une marque déposée de Gestion d'actifs PineStone Inc.