

Sector: Consumo / Apparel Retail

Escenario de moderación de crecimiento y márgenes justifica un *re-rating* del valor

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 79.230 M€
 Último: 25,45 €/acc.
 N° Acciones(M.): 3.113 M acc.
 Min / Max (52 sem): 23,00€ / 36,69€
 Cód. Reuters / Bloomberg: ITX.MC / ITX SM

Ratios	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	25,1 x	23,5 x	22,2 x	21,1 x	20,3 x
Rent. dividendo*	2,7%	2,9%	3,3%	3,5%	3,9%
BPA (€/acc)	1,01	1,08	1,15	1,20	1,25
DPA (€/acc)	0,68	0,75	0,83	0,90	1,00
DN/FFPP	-0,5x	-0,5x	-0,5x	-0,4x	-0,4x
DN/EBITDA	-1,2x	-1,2x	-1,2x	-1,2x	-1,2x
ROE	25%	25%	25%	24%	24%

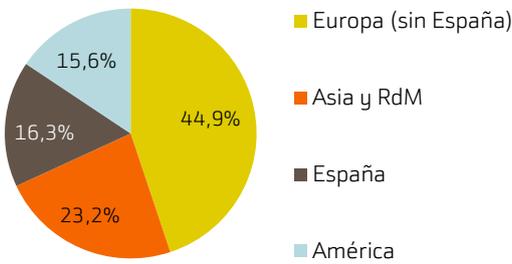
* Con última cotización

Principales cifras*	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	25.336	27.211	29.117	30.876	7%
Margen Bruto	56,2%	55,7%	55,2%	54,7%	
EBITDA	5.278	5.596	5.872	6.104	5%
Margen EBITDA	20,8%	20,6%	20,2%	19,8%	
EBIT	4.315	4.575	4.800	4.990	5%
Margen EBIT	17,0%	16,8%	16,5%	16,2%	
BNA	3.368	3.572	3.747	3.894	5%
% incremento BNA	7%	6%	5%	4%	

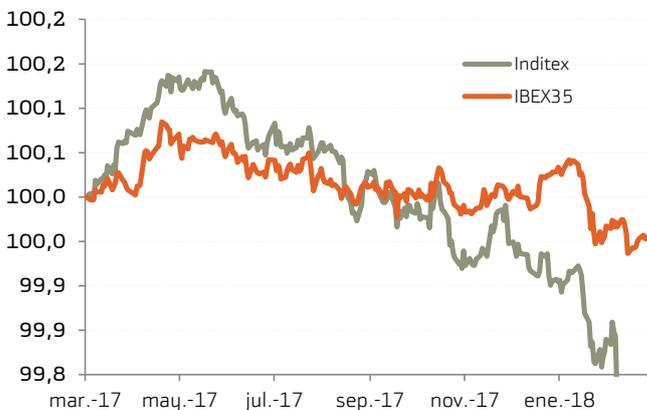
* Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Desglose de ingresos por geografía



Evolución Inditex vs. Ibex



INDITEX

Precio Objetivo: 24,7 €
 Recomendación: Neutral

Inditex gestiona un modelo de negocio sólido, generador de caja, pero que muestra síntomas de agotamiento que se han hecho patentes en los resultados de 2017. Este agotamiento se refleja en los siguientes aspectos: (i) Ralentización del crecimiento de las ventas. Creemos que el ritmo de crecimiento sostenible de las ventas ya no será de doble dígito. Las ventas comparables en 2017 crecieron un 5% frente a un 10% en 2016 y las aperturas netas se están ralentizando. La creciente saturación del mercado y el crecimiento de las ventas online imponen un menor ritmo de aperturas anuales. (ii) Erosión gradual de los márgenes. En los últimos años el margen bruto ha descendido desde el 58,3% en 2014 hasta el 56,2% en 2017; paralelamente el margen EBITDA ha pasado de 22,6% al 20,8%. La competencia en el sector, tanto de cadenas de tiendas físicas como online, impone presión a la política de precios de Inditex. (iii) Pérdida gradual de apalancamiento operativo. Aunque Inditex mantiene un estricto control de los gastos operativos, será difícil en el futuro mantener aumentos inferiores al de las ventas.

La cotización de Inditex ha sufrido una corrección en los últimos meses, reduciendo sus múltiplos para reflejar este nuevo escenario de crecimiento más moderado en ritmo y márgenes. Asumiendo unas proyecciones de resultados en línea con la inercia reciente obtenemos una valoración de Inditex de 24,7€/acción. La recomendación pasa a Neutral desde Comprar.

La estrategia de Inditex persigue mantener la **expansión global de su modelo integrado de tiendas físicas y ventas online**. Por primera vez, el grupo ha desvelado que **las ventas online representan un 10% de las ventas totales**, tras un crecimiento del 41% en 2017. El grupo pretende extender el negocio online a todos los mercados donde opera y a todas sus cadenas. Esta estrategia integrada está obligando a una optimización de las tiendas físicas en torno a locales de gran formato y en ubicaciones clave, que puedan dar servicio tanto a las compra físicas como a las digitales. El resultado es una **ralentización de las aperturas netas**. En 2017 éstas se situaron en 183 (tras un cierre neto de 29 centros en el 4T17) y compara con aperturas de 343 en 2014, 330 en 2015 y 279 en 2016. En 2018 el grupo anticipa que seguirá muy activo en la optimización de tiendas: cierre de ~200 unidades y apertura de ~350-400, de forma que las aperturas netas se situarán en 150-200. Aprovechando las plusvalías por la venta en una operación de Sale & Leaseback de 15 centros en España y Portugal por importe de 257 M€, Inditex ya ha provisionado en 2017 el coste de los cierres previstos este año, que no ha querido explicitar. Inditex sostiene que las ventas *online* no son dilutivas para los márgenes, a pesar de que conllevan más costes de envío, embalaje, devoluciones y gestión logística.

Tras una inversión ordinaria de 1.545 M€ en 2017, Inditex prevé inversiones ordinarias de ~1.500 M€ en 2018 y **crecimientos futuros inferiores al crecimiento del espacio de venta, que anticipa en el entorno de +4-6% frente a un ritmo medio del 8,3% en los últimos 4 años.**

Resultados 2017:

Los **resultados de 2017** han resultado en línea con nuestras estimaciones y reflejan las tendencias descritas: Ingresos de 25.336 M€, +8,7%. Este crecimiento de ventas compara con un crecimiento medio en los últimos tres ejercicios del +11,7%. EBITDA de 5.277 M€, +3,8%. El margen EBITDA se sitúa en el 20,8% frente a la media de los últimos tres años del 22,3%. BNA de 3.368 M€, +6,7% frente a un crecimiento medio del 10% en los 3 años anteriores. La compañía distribuirá un **dividendo de 0,75€ por acción**, un 10,3% superior al de 2016 y que representa un payout (porcentaje del beneficio distribuido como dividendos) del 69% y una **rentabilidad por dividendo del 3,1%**.

En el **trimestre 4T17 estanco**: Ingresos de 7.373, +6,7%, EBITDA de 1.458 M€, -1,3%, BNA de 1.029 M€, +8,1%.

Equipo de Análisis de Bankinter: Elena Fernández-Tripiella Janssen (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Aranda

Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas (Madrid)

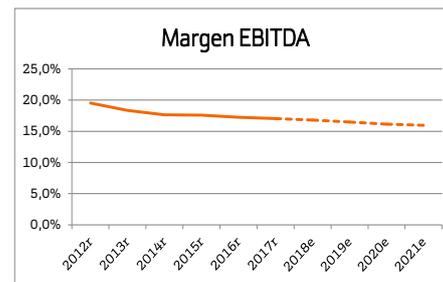
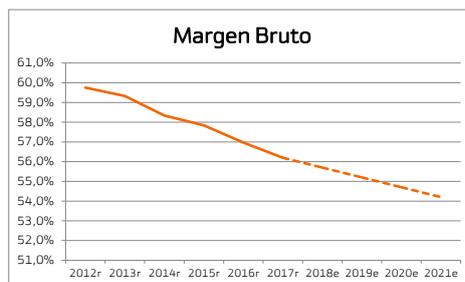
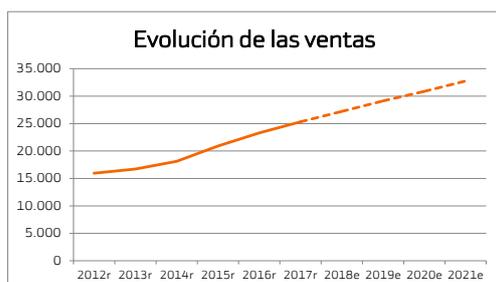
Conclusiones y valoración

Destacamos los siguientes aspectos: (i) **Las ventas mantienen la tendencia de desaceleración vista en los dos últimos trimestres**, penalizadas por la fortaleza del Euro, que resta 1 pb de crecimiento en el año y 4 en el trimestre. En el año las ventas comparables aumentaron un 5% frente a un 10% en 2016, (ii) **El margen bruto cae 150 pb respecto al 4T16**, impactado también por el efecto divisa y por el retraso de la entrada de nuevas colecciones, tanto en tiendas como en internet, con lo que ha habido menos producto en venta a precio completo, no rebajado, en el trimestre. Con ello, el margen bruto se sitúa en el 56,3% frente al 57,0% en 2016. (iii) **Los gastos de explotación crecen algo más que las ventas**, +9,6%, situando el margen EBITDA en el 20,8% frente al 21,8% en 2016. En el futuro estos gastos reflejarán un incremento en el arrendamiento de tiendas tras haberse llevado a cabo en el 4T17 la operación de Sale & Leaseback de 15 centros en España y Portugal. (iv) **El Beneficio recoge un impacto positivo extraordinario de 257 M€ por la venta de esos centros**, que Inditex ha aprovechado para provisionar (por un importe no desvelado) los costes de los cierres de tiendas previstos en 2018. (v) Inditex mantiene una fuerte posición de caja neta de 6.387 M€, +4,9%.

Nuestra visión:

El precio de Inditex ha sufrido una corrección en los últimos meses, reduciendo sus múltiplos de cotización para **reflejar este nuevo escenario de crecimiento más moderado en ritmo y márgenes**. Creemos que el sector está sujeto a un **cambio de tendencia estructural que responde a cambios en el entorno del sector** (crecientes pautas de consumo online, competencia de jugadores físicos y online), que elevan la incertidumbre y la prima de riesgo del mismo.

Asumiendo unas proyecciones de resultados inerciales: ritmo de crecimiento de ventas ligeramente decreciente (promedio del 6,4% en los próximos 5 años) y márgenes manteniendo la pauta de decrecer ~50pb cada año, obtenemos una **valoración de Inditex de 24,7€/acción**. Este precio objetivo implica un PER 2018 de 22,2x y un EV/EBITDA de 13,8x que comparan con medias del sector (H&M, GAP, M&S) de 13,4x y 6,5x respectivamente. La prima de Inditex se justifica por las mejores perspectivas de crecimiento de ventas (+6,4% en los próximos 4 años frente a 2,9% medio de su comparables) y un margen EBITDA superior (media del 20,0% en el periodo referido frente a 12,5% de sus competidores). **La recomendación pasa a Neutral desde Comprar**.



Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'18-'21
Ingresos	15.946	16.724	18.117	20.900	23.311	25.336	27.211	29.117	30.876	32.747	7%
<i>Margen Bruto</i>	59,8%	59,3%	58,3%	57,8%	57,0%	56,2%	55,7%	55,2%	54,7%	54,2%	
EBITDA	3.912	3.925	4.103	4.699	5.083	5.278	5.596	5.872	6.104	6.373	5%
<i>Margen EBITDA</i>	24,5%	23,5%	22,6%	22,5%	21,8%	20,8%	20,6%	20,2%	19,8%	19,5%	
EBIT	3.116	3.070	3.198	3.677	4.021	4.315	4.575	4.800	4.990	5.225	5%
<i>Margen EBIT</i>	19,5%	18,4%	17,7%	17,6%	17,2%	17,0%	16,8%	16,5%	16,2%	16,0%	
BAI	3.102	3.052	3.245	3.743	4.078	4.352	4.620	4.845	5.035	5.270	5%
BNA	2.332	2.376	2.501	2.875	3.157	3.368	3.572	3.747	3.894	4.076	5%
<i>Tasa de variación interanual</i>		1,9%	5,3%	15,0%	9,8%	6,7%	6,1%	4,9%	3,9%	4,7%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo No Corriente	5.522	6.198	6.992	8.271	9.723	10.084	11.277	12.134	12.829	13.404
Activo Circulante	5.437	6.692	6.765	7.106	9.898	10.148	10.730	11.415	12.059	12.888
Total Activo	10.959	12.890	13.757	15.377	19.621	20.232	22.007	23.548	24.887	26.292
FFPP	7.456	8.482	9.278	10.469	12.752	13.522	14.510	15.455	16.236	17.043
Pasivo no corriente	798	919	1.013	1.157	1.419	1.532	1.536	1.643	1.737	1.835
Deuda financiera	3	6	5	10	62	16	17	17	17	17
Pasivo Corriente	2.702	3.483	3.461	3.741	5.389	5.162	5.945	6.433	6.898	7.396
Total Pasivo	10.959	12.890	13.757	15.377	19.622	20.232	22.007	23.548	24.887	26.292

Equipo de Análisis de Bankinter:

Elena Fdez-Trapiella Janssen (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Pilar Aranda Ana de Castro

Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)