

**SECTOR:** CONSUMO/APPAREL RETAIL

**RECOMENDACIÓN:** COMPRAR

**PRECIO OBJETIVO:** 36,60€

**SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN:** Líder sectorial a nivel mundial, junto con H&M. Magnífica gestión. Posición neta de caja superior a 5.000M€. Generación libre de caja recurrente y sostenible. Consideramos atractivo cualquier nivel inferior a 30,00€. No obstante, los últimos resultados (su 1T'16 fiscal, con cierre el 30/4/16) nos han parecido menos sólidos de lo habitual, por lo que estamos realizando un seguimiento más estricto de la Compañía.

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre Inditex.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

## NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE INDITEX

15/06/2016

**INDITEX (Comprar; Pr. Obj.: 36,60€; Cierre 27,98€):** Rdos. 1T'16 algo inferiores a lo esperado por nosotros, aunque baten las expectativas del consenso (que creemos estaba algo bajo).- Principales cifras comparadas con lo esperado por nosotros (BKT) y por el consenso (Reuters = R): **Ventas** 4.879M€ (+11,5% y +17% a tipos de cambio constantes vs +15,4% en 2015) vs 5.030M€ (+15,0%) BKT vs 4.826M€ (+10,3%) R. **Ventas a tipo de cambio constante** +15% desde el 1/5 hasta el 13/6, que es el mismo ritmo de avance que los publicados con los resultados de los 2 trimestres anteriores para esta misma magnitud (esta cifra es un adelanto del ritmo de ventas en los primeros días del siguiente trimestre)... por lo que debería interpretarse que la debilidad de las ventas contables de este trimestre (+11,5%) ha supuesto un bache pasajero. Será posible comprobar si esto es así en la publicación de las ventas del 2T'16 fiscal (Inditex empieza su ejercicio fiscal en febrero). **Margen Bruto** 58,1% vs 57,8% 2015 vs 59,4% en 1T'15 vs 58,5% BKT. **EBITDA** 955M€ (+6,7% vs +14,5% 2015 vs +22,3% en 1T'15) vs 1.012M€ (+13,1%) BKT vs 937M€ (+4,7%) R. **EBIT** 705M€ (+6,2% vs +15,0% 2015 vs +25,3% en 1T'15) vs 757M€ (+14,0%) BKT. **BNA** 554M€ (+6,3% vs +15,0% 2015 vs +28,3% en 1T'15) vs 604M€ (+16,0%) BKT vs 541M€ (+3,8%) R; **BPA** 0,178€ (+6,6% vs +14,9% 2015). La posición de **caja neta positiva disminuye hasta 5.016M€ desde 5.300M€** en Dic.'15, aunque esto responde a una razón estacional y por eso no nos preocupa: pago del DPA'15 a cuenta (0,30€), que detrae 934M€ (DPA'16 total confirmado en 0,60€ - salvo que la JGA no lo aprobase -, habiéndose pagado 0,30€ el 3/5/16 y pagándose los otros 0,30€ el 2/11/16). No obstante, estos 5.016M€ comparan con los 4.106M€ al cierre del 1T'15 (+910M€ en 12 meses móviles), consecuencia de la propia generación de fondos. **OPINIÓN:** Cifras aparentemente y en una primera aproximación no demasiado buenas, al contrario de lo que es habitual en Inditex. Es probable que respondan a razones climáticas (inicio de la primavera frío y retraso de las temperaturas más suaves), pero la elevada diversificación geográfica de la Compañía debería haber suavizado este efecto. Un incremento de Ventas de +11,5% no parece generoso, ni tampoco estar a la altura de trimestres previos (+16,7% en 1T'15, +15,4% en 2T'15 y +15,6% en todo 2015, por ejemplo) y los márgenes

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/les-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/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.

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

parecen estrecharse (ya el 4T'15 nos dejó algo fríos en este frente): Margen Bruto 58,1% vs 59,4% en 1T'15, aunque 57,8% en 2015) como es habitual en Inditex. En cuanto a la línea final de la P&G, un incremento del BNA (Beneficio Neto Atribuible) de tan solo +6,3% no es suficiente para los parámetros de Inditex. Creemos que esta pérdida de vigor **puede tener su origen en la suave climatología**, pero ya vimos algo de esto en las cifras del 4T'15, que no nos dejaron del todo tranquilos y no descartamos la posibilidad de que o bien esté teniendo lugar una demanda final menos firme, o bien un posible estrechamiento de márgenes por presiones competitivas... o bien ambos efectos simultáneamente. Es cierto que las cifras publicadas batieron ligeramente el consenso de estimaciones (Reuters), pero creemos que es igualmente cierto que dicho consenso era excesivamente conservador. De momento nos reafirmamos en nuestra actual valoración (36,60€) y creemos que **cualquier cotización inferior a 30€ sigue siendo atractiva para tomar posiciones**, aunque en los próximos días visitaremos la Compañía para contrastar a fondo los aspectos comentados y extraer conclusiones más sólidas.

09/03/2016

**INDITEX (Comprar; Pr. Obj.: 36,60€; Cierre 29,41€): Rdos. 2015 ajustados a lo esperado, aunque márgenes algo menos firmes (particularmente el Margen Bruto).**- Principales cifras comparadas con lo esperado por nosotros (BKT) y por el consenso (Reuters = R): **Ventas** 20.900M€ (+15,4% y +15,0% a tipos de cambio constantes vs +16,0% en 9m'15 vs +16,5% en 1S'15) vs 20.936M€ (+15,6%) BKT vs 21.045M€ (+16,2%) R. **Ventas a tipo de cambio constante** +15% desde 1/2 hasta 7/3, que es el mismo ritmo de avance que el publicado con los resultados del trimestre anterior para esta misma magnitud entre el 1/11 y el 3/12 (esta cifra es un adelanto del ritmo de ventas en los primeros días del siguiente trimestre; en este caso, de los primeros días del ejercicio 2016, que Inditex lo comienza en febrero). Por **áreas geográficas**, Europa (España incluida) sigue cediendo peso (44% vs 46% Europa ex - España en 2014; 17,7% vs 19,0% España) en favor de la expansión hacia, sobre todo, Asia (23,5% vs 21,1%) y, en menor medida, América (14,7% vs 13,9%). Por **marcas**, lidera el crecimiento de las Ventas Zara Home (+21,5%, aunque pesa sólo el 3,2% del total), seguida de Zara (+17,5%; peso 65,2%), y la que ofrece un crecimiento más modesto es Massimo Dutti (+6,0%; peso 7,2%), pero probablemente esto último sea así debido al enfoque más elitista de esta última marca frente al más generalista de Zara. **Margen Bruto** 57,8% vs 59% BKT vs 56,3% R vs 58,8% en 9m'15 vs 58,1% en 1S'15 vs 59,4% en 1T'15. **EBITDA** 4.699M€ (+14,5% vs +17,8% en 9m'15 vs +21,8% en 1S'15) vs 4.753M€ (+15,8%) BKT vs 4.719M€ (+15,0%) R. **EBIT** 3.677M€ (+15,0% vs +19,5% en 9m'15 vs +24,7% en 1S'15) vs 3.745M€ (+17,1%) BKT vs 3.752M€ (+17,3%). **BNA** 2.875M€ (+15,0% vs +19,7% en 9m'15 vs +25,2% en 1S'15) vs 2.920M€ (+16,8%) BKT vs 2.930M€ (+17,2%) R; **BPA** 0,923€ (+14,9% vs +19,7% en 9m'15 vs +25,8% en 1S'15) vs 0,940€ (+17,5%) BKT vs 0,940€ (+17,5%) R. La posición de **caja neta positiva sube hasta 5.300M€** (+1.290M€ en 12 meses ó +32,2%), consecuencia de la propia generación de fondos (recurrentes y no recurrentes: 2.048M€ vs 1.401M€ en 2014), la cual viene a su vez reforzada por la mayor financiación con proveedores (4.591M€ vs 3.658M€ = +933M€ de financiación en base a proveedores). Pagará un **DPA'15 de 0,60€** (+15,4%), exactamente nuestra estimación. Las inversiones realizadas en 2015 fueron 1.518M€ y la Compañía estima una cifra similar para 2016 (1.500M€), con un rango de aperturas entre 400 y 460 tiendas. Nota: La Compañía cierra ejercicio fiscal en enero. **OPINIÓN:** Las cifras son buenas, como es habitual en Inditex, y los crecimientos (tanto expansión física, como cifras financieras) también. Progresión del dividendo en línea con nuestras estimaciones, aspecto ahora especialmente relevante porque equivale a una *yield* o rentabilidad por dividendo de aprox. 2% en un contexto de tipos cero, respaldado por un balance con caja neta positiva (significativamente, además, puesto que representa el 31% del total activo/pasivo y nada menos que el 46% del Patrimonio Neto). Esto aumenta el atractivo del valor. Sin embargo, **esperábamos un Margen Bruto algo mejor en el último trimestre del año**, ya que se estrecha hasta 55,6% (4T tomado aisladamente), siendo el menor de los 4 trimestres de 2015 (60,1% en 3T; 57,0% 2T; 59,4% 1T) y también es algo inferior al del 4T'14 (56,9%), de manera que interpretamos no responde a razones estacionales, sino que más bien **puede tener su origen en la suave climatología** de este otoño/invierno (principios) o bien - lo cual tendría una interpretación algo peor - en un posible estrechamiento de márgenes por presiones

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

competitivas o por una demanda final menos firme. En todo caso, continuamos pensando que, por valoración (36,60€), cualquier cotización inferior a 30€ sigue siendo atractiva para tomar posiciones en el valor.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada    Ramón Carrasco    Rafael Alonso    Jesús Amador    Belén San José

Eva del Barrio    Ana de Castro    Esther G. de la Torre    Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/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.

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Sector: Consumo/Apparel Retail.

No sorprender (positivamente) se convierte en un problema para la cotización a corto

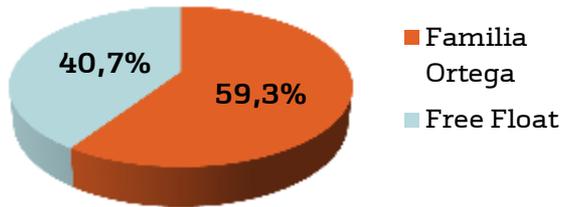
## Inditex

Precio Objetivo: 36,6 €  
Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 99.730 M€  
Último: 32,04 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 3.113 M acc.  
Min / Max (52 sem): 21,48/35,37€/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: ITX.MC/ ITX.SM

### Accionariado

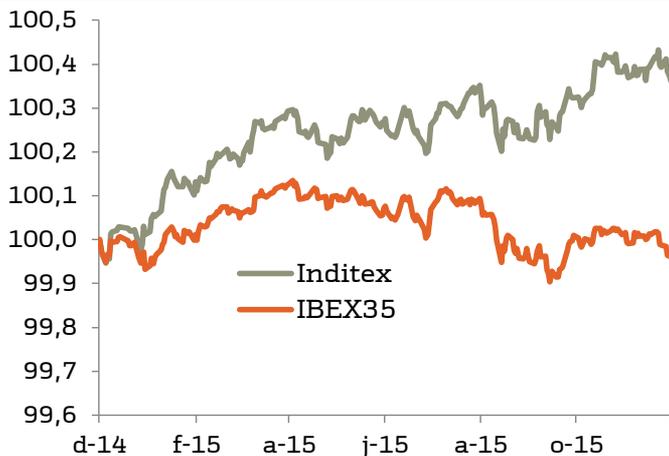


### Ppales cifras\*

	2014	2015e	2016e	TAMI '14-'16
Ingresos	18.117	20.936	23.244	13,3%
EBITDA	4.103	4.753	5.457	15,3%
BNA	2.501	2.920	3.334	15,5%
% a/a		16,8%	14,2%	
DN/FFPP	Caja Neta Positiva			
ROE	24,0%	24,9%	25,3%	
BPA (€/acc)	0,80	0,94	1,07	15,5%
DPA (€/acc)	0,52	0,60	0,64	10,9%
Rentab. Dividendc	2,2%	1,9%	2,0%	

\*2014 con cotización de cierre año. 2015,'16'17 con último cierre.

### Evolución vs. Ibex



Trimestres	1T'15	2T'15	3T'15	9m'15
Ventas	4.374	5.047	5.323	14.744
Var. %	+16,7%	+16,4%	+15,1%	+16,0%
Margen Bruto	59,4%	56,9%	60,1%	58,8%
EBITDA	895	1.075	1.358	3.328
Var. %	+22,3%	+21,5%	+12,4%	+17,8%
Margen Ebitda	20,5%	21,3%	25,5%	22,6%
BNA	521	645	854	2.020
Var. %	+28,3%	+22,9%	+13,0%	+19,7%
BPA (€)	0,167	0,208	0,274	0,649
Var. %	+28,1%	+24,1%	+12,4%	+19,8%

Comparables	Mkt.Cap.	PER '15e	PER '16e
Inditex (M€)	99.730	34,2x	29,9x
H&M (M€)	53.875	23,2x	21,7x
GAP (M€)	9.879	10,4x	10,6x
M&S (M€)	10.735	18,1x	12,5x
Media comparables (1)		17,3x	14,9x

Fuente: Bloomberg. Para Inditex, estimaciones Bankinter  
Cifras en M€ Nota: (1) Ex - Inditex

Los resultados 9m'15 han salido "demasiado" en línea con lo esperado. No sorprender positivamente cuando el mercado está acostumbrado a que así sea se convierte en un hándicap. Probablemente por eso la cotización ha acogido fríamente las cifras (-1,3% el día de su publicación), aunque también influyen el progresivo aumento de la exposición a China y unas ventas que se esperaban algo más brillantes, algo que no ha sido posible fundamentalmente por la calidez de este Otoño.

Sin embargo, revisamos ligeramente al alza nuestro Precio Objetivo (desde 33,9€ hasta 36,6€; potencial +14%) en base a 2 factores: (i) Nuestras estimaciones estaban algo bajas, como confirman estos resultados trimestrales, sobre todo las de 2015, por lo que las hemos afinado al alza y (ii) Aplicamos una tasa de descuento algo inferior a nuestro modelo de valoración (DCF) debido a la reducción de la TIR del Bono a 10 años español durante el 3T aunque, como contrapartida, elevamos 100 p.b. la Prima de Riesgo debido al progresivo aumento de exposición a China, movimiento que consideramos estratégicamente inevitable en los próximos años. Pensamos que la debilidad del 3T (aisladamente) es pasajera porque se debe a factores climáticos, valoramos positivamente la resiliencia del Margen Bruto (58,8%) y reconocemos una estrategia comercial de éxito que creemos hace sostenible el ritmo de expansión, por lo que seguimos recomendando Comprar.

### Resultados 9m 2015.-

Las cifras son generalmente en línea o incluso algo superiores a lo esperado, pero no brillantes, probablemente a la suavidad de temperaturas este Otoño y a pesar de la probable mejora de las ventas en España, aunque la Compañía no facilita desglose geográfico en las cifras trimestrales (ni ventas a superficie comparable o like-for-like). Probablemente la mejor noticia sea la recuperación de casi 80 p.b. de Margen Bruto (desde 58,0% en 2T'15 hasta 58,8%), mejora que se traslada al Margen Ebitda, que se amplía hasta 22,6% (hasta 25,5% si se toma el 3T aisladamente) desde 20,9% en 1S'15 y desde 20,5% en 1T'15.

Principales cifras comparadas con lo esperado (consenso Reuters): Ventas 14.744M€ (+16,0% vs +16,5% 1S'15) vs 14.688M€ (+15,6%) esperados. Ventas a tipo de cambio constante +15% (1/11 - 3/12). Margen Bruto 58,8% vs 58,1% 1S'15 vs 59,4% 1T'15. EBITDA 3.328M€ (+17,8% vs +21,8% 1S'15) vs 3.323M€ (+17,6%) esp. EBIT 2.583M€ (+19,5% vs +24,7% 1S'15). BNA 2.020M€ (+19,7% vs +25,2% 1S'15) vs 2.012M€ (+19,3%) esp. BPA 0,649€ (+19,7% vs +25,8% 1S'15).

En cuanto a la interpretación, Inditex se ha vuelto prisionero de la exigencia del mercado, tras haber ofrecido una historia de éxitos prácticamente ininterrumpidos: lo bueno se transforma en habitual y sólo lo excepcional es capaz de animar la cotización. Pero se trata sólo de un impacto de corto plazo, en nuestra opinión. Por otra parte, las reservas que pueden pesar a causa del progresivo aumento de exposición a China se disiparán pronto porque las marcas de Inditex son de segmento medio y aguantarán mejor la desaceleración de esta economía que las de lujo (Boss, Burberry, etc), lo que hará posible mantener un ritmo agresivo de aperturas.

### Afinado de nuestras estimaciones.-

Coherentemente con lo ya comentado con respecto a los márgenes y considerando que nuestras estimaciones estaban algo bajas a la vista de la evolución trimestral y a pesar de la climatología, afinamos al alza nuestras estimaciones 2015: Ventas totales desde 20.114M€ (+11,0%) hasta 20.936M€ (+15,6%). EBITDA desde 4.588M€ (+11,8%) hasta 4.753M€ (+15,8%). EBIT desde 3.559M€ (+11,3%) hasta 3.745M€ (+17,1%). BNA desde 2.727M€ (+9,0%) hasta 2.920M€ (+16,8%). BPA desde 0,870€ (+8,7%) hasta 0,937€ (+16,8%).

Equipo de Análisis de Bankinter: Ramón Forcada (analista principal de este informe)

Belén San José Jesús Amador Pilar Aranda Ana Achau (Asesoramiento)

Eva del Barrio Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Cifras en millones de euros

## P&G resumida

	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI '14-'19
Ventas	16.724	18.117	20.936	23.244	25.806	28.651	31.810	+11,9%
EBITDA	3.925	4.103	4.753	5.457	6.109	6.838	7.653	+13,3%
EBIT	3.070	3.198	3.745	4.367	4.958	5.623	6.370	+14,8%
BNA atribuible	2.376	2.501	2.920	3.334	3.785	4.292	4.861	+14,2%
Tasa de variación interanual		+5,3%	+16,8%	+14,2%	+13,5%	+13,4%	+13,3%	

TAMI: Tasa Anual de Media de Incremento

## Balance resumido

	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Activo Fijo y asimilable	6.991	8.271	9.024	9.831	10.768	11.867	13.165
Activo Circulante	2.705	3.086	3.391	3.721	4.086	4.490	4.937
Caja e IFT	4.060	4.020	4.832	5.755	6.906	8.313	10.036
Patrimonio Neto	9.278	10.469	11.768	13.232	15.022	17.195	19.843
Otros pasivos no corrientes	1.016	1.159	1.304	1.467	1.652	1.861	2.099
Deuda financiera	11	10	13	13	13	13	13
Pasivo Circulante	3.463	3.749	4.176	4.608	5.085	5.613	6.196
Total Activo/Pasivo	13.756	15.377	17.247	19.307	21.759	24.669	28.138

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

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	V.Residual
+BNA	2.928	3.343	3.793	4.300	4.870	121.757
+Amortizaciones	1.008	1.090	1.151	1.215	1.282	
+Gastos Financieros *(1-t)	-10	4	4	4	4	
- Inversiones Netas	-1.350	-1.418	-1.492	-1.571	-1.653	
- Var. Fondo de Maniobra	88	102	113	124	136	
= CFL Operativo	2.664	3.121	3.568	4.071	4.639	

### Comentario a la valoración actualizada:

Revisamos al alza nuestro Precio Objetivo desde 33,9€ hasta 36,6€ en base a 2 factores clave: (i) Ligera revisión al alza de nuestras estimaciones de beneficios, que compensa la mayor Prima de Riesgo (+100 p.b., hasta 4,50%) por la progresiva mayor exposición a China (7,9% de tiendas y 7% de las Ventas). (ii) Reducción de la TIR del Bono a 10 años español desde 2,2% hasta 1,62% (actual), lo que reduce la WACC.

WACC	5,3%
g	1,50%
EV	109.295
+ Caja Neta	4.819
-Minoritarios	-8
EqV	114.106
M accs.	3.117
Estimación DFC	36,6 €/acción

## Tabla de Sensibilidad del Precio Objetivo (€/acc.)

WACC/g	1,1%	1,2%	1,3%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%
4,9%	37,2	38,0	38,8	40,7	40,7	41,8	42,9
5,0%	36,2	37,0	37,8	39,6	39,6	40,6	41,6
5,1%	35,3	36,1	36,8	38,5	38,5	39,4	40,4
5,2%	34,5	35,2	35,9	37,5	37,5	38,3	39,2
5,3%	33,7	34,4	35,1	36,6	36,6	37,4	38,3
5,4%	32,9	33,5	34,2	35,6	35,6	36,4	37,2
5,5%	32,2	32,8	33,4	34,7	34,7	35,4	36,2
5,6%	31,5	32,0	32,6	33,9	33,9	34,6	35,3
5,7%	30,8	31,3	31,9	33,1	33,1	33,7	34,4

Equipo de Análisis de Bankinter: Belén San José (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Pilar Aranda Ana Achau (asesor.)

Eva del Barrio Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas