

SECTOR: CONSUMO/APPAEEL 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 33,00€. En el 9M16 se ha producido una aceleración de las ventas con una reducción de márgenes por el incremento de costes operativos. El Balance es lo suficientemente bueno como para reafirmarnos en nuestra recomendación de Comprar, sobre todo con una perspectiva de medio y largo plazo.

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

14/12/2016

INDITEX (Comprar; Pr. Obj.: 36,60€; Cierre 32,99€): Resultados 9M'16 en línea con lo esperado por el consenso.- Principales cifras 9M (feb-oct) comparadas con el consenso de Reuters (RTS). Ventas 16.403M€ (+11,3% 9M15 vs. +16,0% 9M14) vs. 16.362M€ (+11,2%) RTS; Margen Bruto 9.492M€ 57,9% vs 58,8% en 9M15; EBITDA 3.607M€ (+8,4% vs. +17,8% 9M15) vs. 3.609M€ (+8,4%) RTS; BNA 2.205M€ (9,2% vs. +19,8% 9M15) vs. 2.202M€ (+8,8%) RTS; Cifras 3T estanco compradas por el consenso de Reuters Ventas 5.938M€ (+11,6% 3T15 vs. +11,1% 1S16); Margen Bruto 3.547M€ +10,9% 3T15 vs +8,7% en 1S16; EBITDA 1.495M€ (+10,1% 3T15 vs. +7,2% 1S16) vs.; BNA 947M€ (+10,9% 3T15 vs. +7,7% 1S16); *Guidance*: las ventas en tienda y online del 1 de noviembre al 12 de diciembre de 2016 han ascendido +16%. **OPINIÓN: Los resultados están en línea con lo esperado por el consenso. Esto no significa que los datos de la compañía sean malos. El sólido crecimiento de Inditex se refleja en sus cuentas y se ha producido una pequeña aceleración en sus ventas respecto al trimestre anterior. Nos quedamos preocupados con la reducción del Margen Bruto (57,9% vs. 58,1% del mismo periodo del año anterior) que se podría justificar con el aumento de los costes operativos debido a la apertura de nuevas tiendas en localizaciones *premium*. Este efecto debería verse minorado en gran medida por el incremento de las ventas online pero parece que este trimestre no han sido suficientes. Aún es pronto para sacar conclusiones definitivas ya que la compañía no provee estos datos de forma trimestral por lo que no disponemos de cifras de ventas online definitivas. Con estos resultados la cotización debería reflejar de forma positiva, durante las próximas sesiones, los resultados pero con una subida moderada. Seguimos recomendando Comprar la acción con un precio objetivo de 36,60€. En los próximos días nuestro modelo sufrirá actualizaciones que muy posiblemente resultarán en una elevación del precio objetivo.**

Bankinter Análisis

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Esther G. de la Torre

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

Eva del Barrio

Ana de Castro

Belen San José

Joao Pisco

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Rafael Alonso

Arancha Bueno

Avda. de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

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

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

21/09/2016

INDITEX (Comprar; Pr. Obj.: 36,60€; Cierre 32,68€): Resultados 1S'16 en línea con lo esperado por nosotros y por el consenso.- Principales cifras 1S comparadas con lo esperado por nosotros (BKT) y el consenso de Bloomberg (BB): Ventas 10.465M€ (+11,1% vs +11,5% en 1T vs +16,5% en 1S'15) vs 10.429M€ (+10,7%) BKT; Margen Bruto 56,8% vs 58,1% en 1T vs 58,1% en 1S'15 vs 56,8% BKT y 56,83% BB. EBITDA 2.112M€ (+7,2% vs +6,7% en 1T vs +21,8% en 1S'15) vs 2.093M€ (+6,3%) BKT y 2.100M€ BB; EBIT 1.606M€ (+7,9% vs +6,2% en 1T vs +24,6% en 1S'15) vs 1.576M€ (+5,9%) BKT; BNA 1.256M€ (+7,7% vs +6,3% en 1T vs +25,6% en 1S'15) vs 1.242M€ (+6,5%) BKT vs 1.240M€ BB. **Cifras del 2T estanco** comparadas con lo esperado por nosotros y el consenso (Inquiry Financial =IF): Ventas 5.586M€ vs 5.550M€ BKT y 5.558M€ IF; EBITDA 1.157M€ vs 1.138M€ BKT y 1.148M€ IF; BNA 702M€ vs 688M€ BKT y 689M€ IF. La posición de caja neta positiva desciende hasta 4.923M€ desde 5.016M€ en marzo. **OPINIÓN:** Las cuentas han estado ligeramente por encima de lo esperado. Muestran una fuerte evolución de las ventas, ya que en términos comparables aumentan +11%, tasa elevada tanto en comparación con sus competidores como con su evolución reciente (+7% en 1S'15 y +8,5% en 2015 año completo). No obstante, el inicio del 3T parece algo flojo (ventas a tipo constante entre 1 de agosto y 18 de sept +13% vs +16% en el mismo período del año anterior), ralentización que se explicaría por el factor climático dado que el mes de agosto ha sido muy caluroso. Por otro lado, se aprecia una ralentización en el número de aperturas (83 nuevas tiendas vs 94 en 1S'15 y 120 en 1S'14) pero seguramente se explique por el foco que está poniendo la compañía en la expansión de las ventas por internet. Por su parte, el margen bruto se ha deteriorado, seguramente por el impacto de las divisas ya que la apreciación del dólar incrementa el coste de sus aprovisionamientos. En cuanto al descenso de la caja neta, no le damos mucha importancia ya que se explicaría por el pago del dividendo ordinario'15 en mayo que detrae 934M€. En definitiva, se trata de unos buenos resultados que han estado ligeramente por encima de lo esperado. No obstante, la desaceleración de las ventas en el comienzo del trimestre pueden deslucir las cuentas por lo que no esperamos que la cotización de ITX vaya a subir en exceso en la sesión de hoy a menos que haga algún anuncio relevante en el *conference call* de resultados que tendrá lugar a las 9h. En principio, nos reafirmamos en nuestra recomendación de Comprar con precio objetivo 36,6€.

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

Bankinter Análisis

Ramón Forcada	Ramón Carrasco	Rafael Alonso	Jesús Amador	Esther G. de la Torre	http://broker.bankinter.com/
Eva del Barrio	Ana de Castro	Belen San José	Joao Pisco	Ana Achau (Asesoramiento)	http://www.bankinter.com/
Rafael Alonso	Arancha Bueno				Avda. de Bruselas, 12 28108 Alcobendas

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

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

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 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

Bankinter Análisis

Ramón Forcada	Ramón Carrasco	Rafael Alonso	Jesús Amador	Esther G. de la Torre	http://broker.bankinter.com/
Eva del Barrio	Ana de Castro	Belen San José	Joao Pisco	Ana Achau (Asesoramiento)	http://www.bankinter.com/
Rafael Alonso	Arancha Bueno				Avda. de Bruselas, 12 28108 Alcobendas

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

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

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 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

Ramón Forcada	Ramón Carrasco	Rafael Alonso	Jesús Amador	Esther G. de la Torre	http://broker.bankinter.com/
Eva del Barrio	Ana de Castro	Belen San José	Joao Pisco	Ana Achau (Asesoramiento)	http://www.bankinter.com/
Rafael Alonso	Arancha Bueno				Avda. de Bruselas, 12 28108 Alcobendas

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

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