

Aceleración del crecimiento y mejora de márgenes. Captura de cuota de mercado en el creciente segmento de "athleisure".

Datos básicos

Capitalización (M€):	54.214
Último (€/acción):	277,8 €
Nº acciones (M):	195,2
Mín/Máx (52 sem):	189,4 / 306,8
Cód. Reuters / Bloomberg:	ADSGn.DE / ADS GY
Evolución 2020:	-5,1%

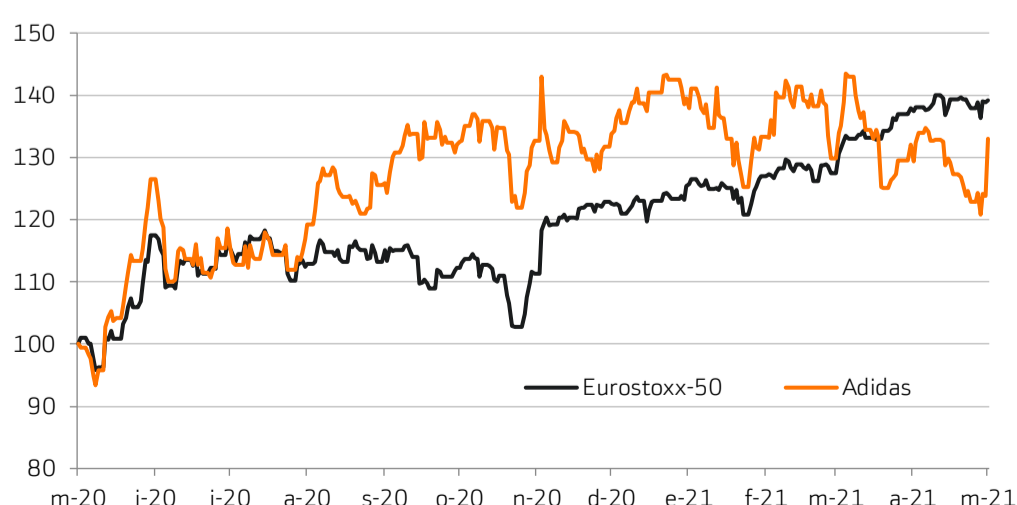
Cifras relevantes	2019r	2020r	2021e	2022e	TAMI
Ventas	23.640	19.844	21.531	23.469	-0,2%
M. Bruto	12.293	9.854	11.196	12.438	0,4%
<i>M. Bruto</i>	<i>52,0%</i>	<i>49,7%</i>	<i>52,0%</i>	<i>53,0%</i>	
EBIT	2.660	750	2.211	2.900	2,9%
<i>Margen EBIT</i>	<i>11,3%</i>	<i>3,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,4%</i>	
BNA	1.976	432	1.455	1.979	0,1%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>8,4%</i>	<i>2,2%</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,4%</i>	

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2019r	2020r	2021e	2022e	TAMI
PER	27,4	125,5	37,3	27,4	
EV/EBITDA	14,1	25,6	16,7	13,5	
Rent. Dividendo	1,1%	0,0%	1,1%	1,2%	
BPA (€/acc)	10,0	2,2	7,5	10,1	0,5%
DPA (€/acc)	3,0	0,0	3,0	3,3	n.s.
DN/EBITDA (x)	1,1	1,5	0,3	0,1	

Ev. trimestre	1T21	1T20	Var. %	Consenso
Ventas	5.268	4.381	20,2%	5.038
M. Bruto	2.730	2.178	25,3%	2.614
<i>M. Bruto</i>	<i>51,8%</i>	<i>49,7%</i>		<i>49,3%</i>
EBIT	704	48	1366,7%	586
<i>Margen EBIT</i>	<i>13,4%</i>	<i>1,1%</i>		<i>11,6%</i>
BNA	558	31	1700,0%	398
BPA	0,77	0,85	-9,4%	2,50
Deuda Neta	3.290	4.816		

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Adidas

Precio objetivo: 310 € Potencial: +11,6%

Recomendación: Comprar

Analista: Elena Fernández-Trafiella Janssen

Los resultados 1T21 superan ampliamente las expectativas y la compañía anticipa una fuerte recuperación en 2021. Prevé un crecimiento de ingresos de doble dígito alto vs doble dígito medio anteriormente. Esperamos una recuperación de los márgenes hasta niveles pre-pandemia debido a un mejor mix de ventas, control de costes operativos, a pesar de los gastos extraordinarios para la segregación de Reebok, y una buena situación de partida de inventarios. El valor ha reflejado en bolsa el boicot chino a algunas marcas textiles occidentales a finales de marzo tras las denuncias de éstas sobre las condiciones de trabajo en la región algodonera de Xinjiang. Creemos que el fenómeno será temporal. La tendencia hacia productos premium y con innovación en el segmento del "athleisure" seguirá impulsando la captura de cuota de mercado de Adidas a nivel global. Un catalizador a corto plazo para el valor será la posible presentación de ofertas por la marca Reebok. Mantenemos el Precio Objetivo en 310€ y elevamos la recomendación a Comprar (desde Neutral).

Los resultados 1T21 baten ampliamente las expectativas y la compañía eleva las guías para 2021.

Principales cifras comparadas con el consenso (Bloomberg): **Ingresos 5.268 M€ (+20,2%) vs 5.038 M€ esperados (+6,0%)**. A tipo de cambio constante aumentan +27%. Margen Bruto 2.730 M€ (51,8% sobre ventas) vs 2.614 M€ (51,9%). **EBIT 704 M€ (vs 48 M€ en 1T20) vs 586 M€ esperado**. **BNA 558 M€ (vs 31 M€ en 1T20) vs 398 M€ esperado**.

Por geografías, las ventas crecen **+156% en China y +8% en Norteamérica y EMEA**, a pesar de que, en esta última región, de media, solo el 50% de las tiendas han permanecido abiertas durante el trimestre. A comienzos de 2T21, el 89% de las tiendas ya está abierto. **Las ventas online crecen +43%**. La **Deuda Financiera Neta se sitúa en 3.290 M€ vs 4.816 M€ en 1T20**.

Los resultados superan ampliamente las expectativas y la compañía anticipa una fuerte recuperación en 2021 en todas las geografías. **Eleva las previsiones de ingresos para el año hasta un crecimiento de doble dígito alto vs doble dígito medio anteriormente (+50% en 2T21)**. **Preve una recuperación de los márgenes hasta niveles pre-pandemia** debido a un mejor mix de ventas (mayor crecimiento de las ventas directas a clientes vs ventas a mayoristas y lanzamiento de nuevos modelos premium), un buen control de costes operativos, excluyendo marketing y publicidad, y a pesar de que el grupo incurrirá en gastos extraordinarios para la segregación de Reebok (60 M€ ya en el 1T20 y 250 M€ en el año) y una buena situación de partida de inventarios (-8%).

El valor ha reflejado en bolsa el boicot chino a algunas marcas textiles occidentales a finales de marzo tras las denuncias de éstas sobre las condiciones de trabajo en la región algodonera de Xinjiang. Las ventas online de Adidas en Tmall (la mayor plataforma online en China) disminuyeron -78% en abril (Nike -59%). Las ventas en China representaron un 25% del total en 2020. **Creemos que el fenómeno será temporal y tenderá a diluirse**.

Perspectivas de medio plazo

El grupo presentó en febrero su **plan estratégico 2020-2025, "Own the game"**. El plan persigue objetivos ambiciosos: **crecimiento anual de ingresos de +8%/+10%**, aumento de márgenes que resultará en un incremento anual del BNA de **+16%/+18%**. El plan incluye la venta de la marca Reebok. Aunque en el corto plazo la escisión de Reebok tendrá un impacto de 250 M€ en EBIT y 200 M€ en BNA en 2021 (aproximadamente el 5% del BNA) y un 30% de ese importe en 2022, **la venta de Reebok tiene sentido estratégico**. Reebok representa el 7,5% de las ventas del grupo y en los últimos años ha crecido muy por debajo de la marca Adidas (+2,2% vs un crecimiento medio de Adidas de +13,4% en los últimos 4 años). Su rentabilidad también es menor con un Margen Bruto de 42,5% vs 49,9% de Adidas. Con una estrategia comercial y de marca independiente, y fundamentalmente centrada en EE.UU., la venta de Reebok **permitirá al grupo concentrar sus esfuerzos y recursos en la marca con mayor potencial de crecimiento y rentabilidad**. Adidas compró Reebok en 2006 por 3.800 M\$ (3.100 M€). Desde entonces han ido haciendo ajustes de valor y estimamos un valor contable actual de 1.200M€. Cualquier precio de venta igual superior no generaría minusvalías y aceleraría el perfil de crecimiento y rentabilidad del grupo.

Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TAMI (19/25)
Ventas	21.218	21.915	23.640	19.844	21.531	23.469	25.229	27.499	29.699	3,9%
M. Bruto	10.704	11.363	12.293	9.854	11.196	12.438	13.623	14.850	16.038	4,5%
Margen Bruto	50,4%	51,9%	52,0%	49,7%	52,0%	53,0%	54,0%	54,0%	54,0%	
EBITDA	2.511	2.882	3.845	2.120	3.245	4.012	4.350	4.640	5.006	4,5%
Margen EBITDA	11,8%	13,2%	16,3%	10,7%	15,1%	17,1%	17,2%	16,9%	16,9%	
EBIT	2.070	2.368	2.660	750	2.211	2.900	3.405	3.693	4.094	7,5%
Margen EBIT	9,8%	10,8%	11,3%	3,8%	10,3%	12,4%	13,5%	13,4%	13,8%	
BNA	1.097	1.702	1.976	432	1.455	1.979	2.317	2.588	2.899	6,6%
% var. Ventas		3,3%	7,9%	-16,1%	8,5%	9,0%	7,5%	9,0%	8,0%	
% var. BNA		55,2%	16,1%	-78,1%	236,9%	36,0%	17,1%	11,7%	12,0%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

M€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TAMI (19/25)
Inmovilizado Material	2.000	2.237	2.380	2.157	2.500	2.317	2.105	2.110	2.163	
Inmovilizado Inmaterial	2.180	2.285	2.421	2.210	2.177	2.210	2.130	2.158	2.210	
Existencias	3.692	3.445	4.085	4.397	4.952	4.459	4.541	4.950	5.346	
Clientes	2.315	2.418	2.625	1.952	2.153	2.582	2.775	3.025	3.267	
Tesorería	1.603	2.635	2.511	3.994	5.064	5.690	7.249	8.584	9.956	25,8%
Otros	2.229	2.592	6.658	6.343	6.736	7.299	7.436	7.635	7.834	
Total Activo	14.019	15.612	20.680	21.053	23.583	24.556	26.236	28.462	30.776	6,9%
Patrimonio Neto	6.017	6.364	7.058	6.691	7.581	8.949	10.409	11.903	13.379	11,2%
Deuda Financiera	1.120	1.675	4.402	5.901	5.901	5.901	5.901	5.901	5.901	5,0%
Acreedores	4.033	3.718	4.149	2.390	3.100	4.302	4.526	4.933	5.465	
Pasivo Corriente	2.121	3.050	1.890	3.133	3.841	2.118	1.979	2.167	2.321	
Otros	728	805	3.181	2.938	3.160	3.287	3.421	3.557	3.710	
Total Pasivo	14.019	15.612	20.680	21.053	23.584	24.557	26.236	28.461	30.775	6,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VR
EBIT	2.368	2.660	750	2.211	2.900	3.405	3.693	4.094	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo		-718	-210	-619	-812	-953	-1.034	-1.146	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)		1.942	540	1.592	2.088	2.451	2.659	2.948	
+ Amortizaciones		1.185	1.370	1.034	1.112	945	947	912	
- Inversiones en activos fijos		-711	-442	-800	-850	-900	-950	-1.000	
- Variación Capital Circulante		-815	316	-46	-992	61	-144	-5	
= Cash Flow Libre		1.601	1.784	1.780	1.357	2.558	2.512	2.855	72.477

WACC 5,5%

g 2,0%

		Matriz de Sensibilidad					
		WACC/g	1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%
Valor Grupo	64.667	4,5%	376	408	445	491	547
- Deuda Neta	3.290	5,0%	320	342	368	398	434
- Minoritarios	-244	5,5%	277	293	310	334	359
Valor Fondos Propios	60.897	6,0%	244	256	270	286	305
Nº acciones (M)	195	6,5%	217	227	238	250	264
Precio Objetivo (€/acción)	310	7,0%	195	203	212	221	232

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero- Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable