

Éxito del plan de reestructuración en un contexto difícil

Datos básicos

Capitalización (M€):	32.744				
Último (€/acción):	167,9 €				
Nº acciones (M):	195,1				
Mín/Máx (52 sem):	93,40 / 191,20€				
Cód. Reuters / Bloomberg:	ADSGn.DE / ADS GY				
Evolución 2023:	31,4%				
Cifras relevantes	2021	2022	2023e	2024e	TAMI
Ventas	21.531	22.511	21.160	22.853	2,0%
M. Bruto	10.873	10.644	9.628	11.084	0,6%
<i>M. Bruto</i>	<i>50,5%</i>	<i>47,3%</i>	<i>45,5%</i>	<i>48,5%</i>	
EBIT	2.068	669	-429	812	-26,8%
<i>Margen EBIT</i>	<i>9,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>3,6%</i>	
BNA	1.398	612	-396	550	-26,7%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>6,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>2,4%</i>	

M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2021	2022	2023e	2024e	TAMI
PER	23,4	53,5	-82,7	59,5	
EV/EBITDA	8,5	15,4	10,3	16,0	
Rent. Dividendo	1,8%	0,0%	1,8%	1,8%	
BPA (€/acc)	10,0	2,2	7,2	3,1	-32,0%
DPA (€/acc)	3,0	0,0	3,0	3,1	n.s.
DN/EBITDA (x)	1,1	1,5	1,0	1,3	

Ev. trimestre	1T23	1T22	Var. %	Consenso
Ventas	5.274	5.302	-0,5%	5.057
M. Bruto	2.363	2.648	-10,8%	2.270
<i>M. Bruto</i>	<i>44,8%</i>	<i>49,9%</i>		<i>44,9%</i>
EBIT	60	437	-86,3%	-9
<i>Margen EBIT</i>	<i>1,1%</i>	<i>8,2%</i>		<i>-0,2%</i>
BNA	-39	482	n.s.	-75
BPA	-0,22	2,55	n.s.	
Deuda Neta ¹	6.630	2.909	127,9%	

¹ Deuda Financiera + Pasivos por arrendamientos y pensiones - Caja y equivalente

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Todos nuestros informes disponibles en:
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Adidas

Precio objetivo: 180 € Potencial: 7,5%

Recomendación: Neutral

Analista: Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados 1T 2023 baten las expectativas. Las ventas retroceden -0,5% vs -4% esperado. Excluyendo el impacto de la terminación de la alianza con Kanye West y la línea de zapatillas "Yeezy", aumentan +9%. Destacan los crecimientos en Latam y Asia que compensan la debilidad de EE.UU. por el factor anteriormente mencionado. El grupo reconoce que los inventarios son todavía muy elevados, pero se han reducido 300 M€ en el trimestre. Esto es crucial para normalizar el esfuerzo promocional y recuperar el M. Bruto. **Las guías de una caída de ventas de un dígito alto y beneficio próximo a cero en 2023 podrían resultar conservadoras** si el grupo consigue seguir ganando cuota de mercado y reducir inventarios sentando las bases para un crecimiento sano a partir de 2024, que es lo que sustenta nuestra revisión del Precio Objetivo. Con todo, el entorno es complicado en un **contexto de moderación del consumo y decreciente poder adquisitivo de los consumidores por la elevada inflación**. En el medio plazo sí es razonable esperar que el grupo recupere tasas de crecimiento de ingresos de un dígito medio/alto. **Revisamos la recomendación a Neutral y el precio Objetivo hasta 180€** (anteriormente 130€).

Los resultados 1T 2023 baten las expectativas aunque siguen lastrados por la debilidad en China y la terminación de la alianza con Kanye West.

Principales cifras frente al consenso (Bloomberg): **Ingresos 5.274 M€ (-0,5%) vs 5.057 M€ (-4,6%)** esperado, Margen Bruto 2.363 M€ (44,8% s/ ventas) vs 2.270 M€ (44,9%); EBIT 60 M€ vs -9 M€, **BNA 9 M€ vs -75 M€**. Por geografías: Norteamérica 1.540 M€ (-19,6% a tipo de cambio constante) vs 1.260 M€ esperado, Europa 1.996 M€ (+4%) vs 1.930 M€, Asia 567 M€ (+15,6%) vs 812 M€, **China 884 M€ (-9,4%)** vs 879 M€, Latam 595 M€ (+48,7%) vs 502 m€. **Confirma las guías del año una caída de ventas de un dígito alto en 2023 y un beneficio próximo a cero.**

Los resultados baten las expectativas. Las ventas retroceden -0,5% vs -4% esperado. Excluyendo el impacto de la terminación de la alianza con Kanye West y la línea de zapatillas "Yeezy", las ventas aumentan +9%. **Destacan los crecimientos en Latam y Asia que compensan la debilidad de EE.UU.** El grupo reconoce que los inventarios son todavía muy elevados, pero se han reducido 300 M€ en el trimestre. Esto es crucial para normalizar el esfuerzo promocional y recuperar el M. Bruto, que en el trimestre cae -5,1 p.p hasta 44,8%.

2023 sigue siendo un año de transición hasta reducir los inventarios de Yeezy, que se espera reducirá las ventas en 1.200 M€ en 2023 y el Beneficio Operativo en 500 M€. Las previsiones siguen siendo conservadoras pero el grupo ya consigue un ligero Beneficio Operativo Positivo cuando no se esperaba hasta 2024. La estrategia del nuevo Consejero Delegado, en el cargo desde finales de 2022 y responsable del resurgir de la marca Puma, parece estar funcionando. **El nuevo CEO tiene la oportunidad de revitalizar la marca apalancándose en la reducción de inventarios y la reapertura de China.** La estrategia incluye centrarse en algunos deportes clave, innovación de productos y alianzas con deportistas y famosos. **Las guías podrán resultar conservadoras si el grupo consigue seguir ganando cuota de mercado y reducir inventarios** sentando las bases para un crecimiento sano a partir de 2024, que es lo que sustenta nuestra revisión del Precio Objetivo. La Copa del Mundo 2022 ha servido para aumentar la visibilidad de la marca y recuperar algunos patrocinios perdidos frente a Nike en los años pasados. **La recuperación en China es una oportunidad**, pero puede necesitar un tiempo de reposicionamiento de la marca. Adidas perdió el puesto número #2 en zapatillas de deporte frente al competidor local Anta Sports con una cuota de mercado del 11% en 2022 frente a 15% en 2021 y 17% en 2020, según Euromonitor. Un nuevo acuerdo con la Asociación de Tenis china y patrocinios a deportistas locales puede contribuir a reconstruir la marca en el país. En 2022 las ventas en China representaron 14% del total vs 22% el año previo. Con todo, el entorno es complicado en un **contexto de moderación del consumo y decreciente poder adquisitivo de los consumidores por la elevada inflación**.

Los márgenes estarán presionados en el corto plazo por la elevación de los costes de las materias primas, el desestocaje de las zapatillas "Yeezy" y necesidad de descuentos para reducir los inventarios. Ello podría retrasar el objetivo del grupo de recuperar un Margen Bruto de 53%/54% en 2025 (vs 47,3% en 2022) y un Margen EBIT de 12%/14% (3,0% en 2022). **Pero la estrategia de potenciar las ventas directas a clientes (vs ventas vía terceros) será positivo para los márgenes en el medio plazo** al eliminar intermediarios, así como la innovación hacia modelos más premium. Elevamos la recomendación a Neutral y el precio Objetivo hasta 180€ (anteriormente 130€).

Adidas: Nota de compañía

Resumen de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TAMI (19/27)
Ventas	23.640	19.844	21.531	22.511	21.160	22.853	24.681	25.915	27.211	1,8%
M. Bruto	12.293	9.854	10.873	10.644	9.628	11.084	12.217	13.217	14.150	1,8%
<i>Margen Bruto</i>	<i>52,0%</i>	<i>49,7%</i>	<i>50,5%</i>	<i>47,3%</i>	<i>45,5%</i>	<i>48,5%</i>	<i>49,5%</i>	<i>51,0%</i>	<i>52,0%</i>	
EBITDA	3.845	2.120	3.170	2.044	1.048	2.252	3.127	3.390	3.526	-1,1%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>16,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>14,7%</i>	<i>9,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,0%</i>	
EBIT	2.660	750	2.068	669	-429	812	2.094	2.515	2.650	0,0%
<i>Margen EBIT</i>	<i>11,3%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>	
BNA	1.976	432	1.398	612	-396	550	1.503	1.850	1.990	0,1%
% var. Ventas	7,9%	-16,1%	8,5%	4,6%	-6,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	
% var. BNA	16,1%	-78,1%	223,6%	-56,2%	-164,7%	-238,9%	173,3%	23,1%	7,5%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

M€	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TAMI (19/27)
Inmovilizado Material	2.380	2.157	2.102	2.279	1.754	1.127	537	353	329	
Inmovilizado Inmaterial	2.421	2.210	1.230	1.690	1.737	1.785	1.835	1.886	1.940	
Existencias	4.085	4.397	3.664	5.973	5.078	5.028	4.936	4.665	4.626	
Clientes	2.625	1.952	2.909	2.529	2.328	2.514	2.715	2.851	2.993	
Tesorería	2.511	3.994	3.603	798	1.947	1.720	2.559	3.584	4.473	7,5%
Otros	6.658	6.343	8.438	7.026	6.831	7.227	7.651	7.962	8.287	
Total Activo	20.680	21.053	21.946	20.295	19.674	19.401	20.233	21.302	22.647	1,1%
Patrimonio Neto	7.058	6.691	7.991	5.351	4.056	3.511	4.292	5.237	6.253	-1,5%
Deuda Financiera	4.402	5.901	2.553	3.473	3.473	3.473	3.473	3.473	3.473	-2,9%
Acreeedores	4.149	2.390	1.958	2.908	3.460	3.531	3.739	3.810	3.918	
Pasivo Corriente	1.890	3.133	6.475	5.822	5.892	6.054	5.817	5.789	5.937	
Otros	3.181	2.938	2.969	2.741	2.794	2.833	2.912	2.993	3.067	
Total Pasivo	20.680	21.053	21.946	20.295	19.674	19.401	20.233	21.302	22.647	1,1%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2022	2023	2024	2025	2026	2027	VR
EBIT	669	-429	812	2.094	2.515	2.650	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-187	120	-227	-586	-704	-742	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	482	-309	585	1.508	1.811	1.908	
+ Amortizaciones	1.375	1.477	1.440	1.034	875	876	
- Inversiones en activos fijos	-695	-850	-850	-850	-850	-850	
- Variación Capital Circulante	-3.411	1.794	-247	-99	73	-135	
= Cash Flow Libre	-2.249	2.112	928	1.592	1.908	1.799	49.488

WACC

7,5%

g

3,5%

Matriz de Sensibilidad

	WACC/g	3,0%	3,3%	3,5%	3,8%	4,0%	
Valor Grupo	41.218	6,5%	213	230	250	273	301
- Deuda Neta	-6.047	7,0%	182	195	209	226	245
- Minoritarios	-360	7,5%	158	168	180	191	205
Valor Fondos Propios	34.811	8,0%	139	146	155	164	175
Nº acciones (M)	195	8,5%	123	129	136	143	151
Precio Objetivo (€/acción)	180	9,0%	110	115	120	126	133

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
08/03/2023	Vender	130
10/02/2023	Vender	130
17/08/2022	Neutral	186
06/05/2022	Vender	200
12/11/2021	Comprar	342

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

▪ Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

▪ 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

▪ La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

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

▪ Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Carlos Pellicer - Alimentación

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Pedro Ribeiro - Papel & Químicas

Cristina Valadas - Assistant Portugal

Tel.: 912759421

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

Todos nuestros informes disponibles: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid