

Sector: Consumo / *Apparel Retail*

Se mantiene pauta de desaceleración aunque márgenes sostenidos. Múltiplos excesivos

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 89.877 M€
 Último: 28,87 €/acc.
 Nº 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*	28,5 x	26,7 x	25,2 x	24,0 x	23,1 x
Rent. dividendo*	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,5%
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%

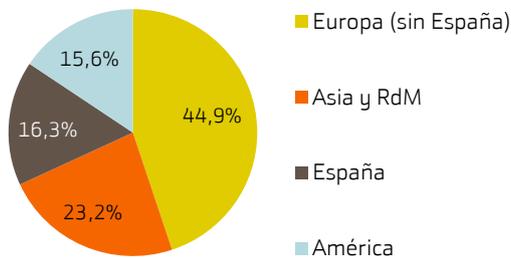
* Con última cotización

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

Los resultados del 1T18 de Inditex mantienen las pautas de desaceleración ya patentes en los últimos trimestres. (i) Crecimiento de ventas a tipo de cambio real de +1,5% vs +14,1% en 1T17 y vs +5% esperado por Bankinter y el consenso. A tipo de cambio constante el crecimiento es del 7%, en línea con el aumento de la superficie de venta del 6%. (ii) Los márgenes se mantienen estables frente al 1T17 gracias a un estricto control de costes y al hecho de que Inditex provisionó el OPEX relacionado con el cierre/apertura de tiendas en el 4T17 con las plusvalías obtenidas por la venta de 15 centros. Creemos que el ritmo de ventas se irá recuperando en próximos trimestres y estará menos penalizado por el tipo de cambio y los márgenes disminuirán ligeramente. Tras la recuperación en Bolsa de Inditex desde sus mínimos en marzo 2018, el valor cotiza con una gran prima frente a sus competidores y a unos múltiplos similares a los de grupos de productos de lujo como LVMH, Kering, Ralph Lauren o PVH. Creemos que el entorno más competitivo del segmento "low/middle cost" en el que opera Inditex, en un escenario de desaceleración del ritmo de ventas y márgenes, no justifican el nivel de cotización actual. Mantenemos nuestra recomendación de Neutral y un Precio Objetivo de 24,7€.

Resultados 2017:

(i) Crecimiento de las ventas a tipo de cambio real de +1,5% (vs +5% esperado por BKT y el consenso) hasta 5.654 M€. Este ritmo de crecimiento supone mantener la **tendencia de desaceleración vista en los últimos trimestres**: 1T17: +14,1%, 2T17: +9,1%, 3T17: +6,0%, 4T17: +6,7%. A tipo de cambio constante el crecimiento de las ventas es de +7%, en línea con el aumento de superficie de venta que crece un +6% en el trimestre. Así, aunque el grupo declara que las **ventas comparables son positivas en todas las áreas geográficas**, estimamos un aumento del 1% a tipo de cambio constante.

En el 2T grupo ha efectuado 63 aperturas netas de tiendas con un aumento de la superficie de venta del 6%. Inditex no ha desvelado el crecimiento ni la proporción de las ventas online, dato que solo facilitará al cierre del ejercicio.

(ii) El Margen Bruto crece un 2,7% hasta 3.328 M€, lo que supone un margen del 58,9% frente a 58,2% en 2017.

(iii) Buen control de gastos de explotación que aumentan un 3,1%, pero hay que tener en cuenta que Inditex provisionó en el 4T18 los gastos asociados con la optimización de las tiendas físicas con las plusvalías obtenidas por la venta de 15 centros en España y Portugal. La optimización de la red física consiste en el cierre de los centros pequeños y menos rentables y la apertura de centros más grandes, mejor situados y habilitados para servir de apoyo logístico a las ventas online. Con lo que el OPEX asociado a la mejora de la red física no estaría incluido en las cuentas de 1T18.

(iv) EBITDA prácticamente plano (+1,1%) hasta 1.125 M€, representando un margen del 19,9% vs 20% en 1T17.

(v) El BNA asciende a 668 M€ (+2,1%) con un margen del 11,8%, que compara con un crecimiento en 1T17 del +18,1% y un margen de 11,7%.

(vi) La caja neta asciende a 6.100M€ vs a 6.387M€ a fin de 2018, -4,5%.

(vii) El Consejo de Administración propondrá en la próxima Junta General de Accionistas un dividendo de 0,75€/acción, lo que implica una rentabilidad por dividendo del +2,6%.

En definitiva, crecimiento decepcionante de las ventas que no cumplen las expectativas y mantienen una desaceleración acusada frente a trimestres anteriores, mientras los márgenes se mantienen gracias a un estricto control de costes y a la anticipación del coste de cierre y apertura de tiendas en las cifras de 2017.

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Aránzazu Cortina 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

Inditex ha anticipado un crecimiento de ventas a tipo de cambio constante del 9% en el periodo desde el 1 de mayo hasta el 11 de junio de 2018, mostrando cierta aceleración respecto al 7% reportado en el 1T18 (desde el 1 de febrero hasta el 30 de abril). Este crecimiento está más en línea con nuestras estimaciones para todo el ejercicio que prevén un crecimiento de ventas del +7,4% hasta 27.211 M€. **Asumimos que el efecto de tipo de cambio será un factor menos penalizador para el grupo que en 2017.** Ya en el 1T18 el tipo de cambio del dólar que perjudicó al grupo en 2017 ha sido mucho más favorable con una media de 1,06€//\$ en 1T17 vs 1,23€//\$ en 1T18. Mantenemos asimismo el resto de partidas sin cambios que ya prevén un mantenimiento de márgenes por los motivos mencionados. Valoramos negativamente que el grupo, cuya estrategia pivota en torno a un modelo integrado de tiendas y ventas online, no desvele ningún dato acerca del desempeño de las ventas online.

Nuestra visión:

Tras una corrección fuerte desde sus máximos de 36,9€ en junio 2017 hasta un mínimo de 23,9€ en marzo 2018, Inditex ha recuperado hasta el precio actual de 28,87€. Este nivel implica un **PER 2018 de 25,2x y un EV/EBITDA de 14,9x comparado con medias del sector (H&M, GAP, M&S) de 15,4x y 7,8x respectivamente.** Aunque indudablemente Inditex merece una prima frente a estos competidores con un modelo de negocio superior, con mayores márgenes (margen EBITDA medio de 20,0% vs 11,8% medio de sus competidores en los próximos 4 años) y perspectivas de crecimiento de ventas (+6,4% en los próximos 4 años frente a una media +2,2% de sus comparables), **creemos que la prima de cotización actual es excesiva.**

Los múltiplos de Inditex son comparables a los de grupos de distribución de productos de lujo como LVMH (PER 18: 25,9x + EV/EBITDA 18: 14,0x), Kering (25,1x - 16,6x respectivamente), Ralph Lauren (22,6x - 10,6x), PVH (18,1x - 12,1x) **que operan en un entorno menos competitivo, tienen mayor poder de marca, y como productos exclusivos, disfrutan de mayores márgenes y potencial de crecimiento, especialmente en los países asiáticos.**

Por el contrario, el entorno en el segmento "low/middle cost" es mucho más competitivo, los competidores de Inditex, en su mayoría en fase de transformación, a medio/largo plazo, impondrán una **competencia creciente, hay riesgo de saturación de producto en este segmento y de canibalización de las ventas físicas por ventas online.** Todo ello apoya nuestra tesis de un nuevo escenario para Inditex en los próximos años de crecimiento más moderado en ritmo y márgenes. Tras estos resultados mantenemos nuestras estimaciones para el año y seguimos 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. Mantenemos nuestra recomendación de Neutral con un Precio Objetivo de 24,8€/acción.

M€	1T14	1T15	1T16	1T17	1T18	Var.18/17 %
Ventas	3.748	4.374	4.879	5.569	5.654	1,5%
Margen Bruto	2.208	2.597	2.834	3.240	3.328	2,7%
Margen Bruto %	58,9%	59,4%	58,1%	58,2%	58,9%	
EBITDA	733	896	955	1.113	1.125	1,1%
Margen EBITDA	19,6%	20,5%	19,6%	20,0%	19,9%	
EBIT	530	665	705	834	852	2,2%
Margen EBIT	14,1%	15,2%	14,4%	15,0%	15,1%	
Resultado neto atribuible	406	522	555	652	668	2,5%
Margen Neto	10,8%	11,9%	11,4%	11,7%	11,8%	

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%
Margen Bruto	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%
Margen EBITDA	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%
Margen EBIT	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%
Tasa de variación interanual		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 Aránzazu Cortina 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.

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

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

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)