

Sector: Consumo / Apparel Retail

*Rescuperación de crecimiento y márgenes.
Fuerte y sostenible generación de caja.*

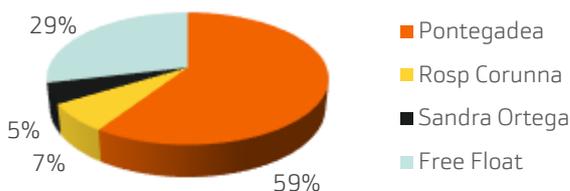
Inditex

Precio Objetivo: 32 €
Recomendación: Neutral
Analista: Elena F-Trapiella

Datos Básicos

Capitalización (M €): 93.809 M€
Último: 30,12 €/acc.
Nº Acciones (M.): 3.115 M acc.
Max / Min (52 sem): 21,68€ / 30,33€
Reuters / Bloomberg: ITX.MC / ITX SM

Accionariado



Ppales cifras	2018	2019e	2020e
Ingresos	26.145	28.195	29.997
EBITDA	5.457	7.802	8.273
BNA	3.444	3.790	4.077
BPA	1,11	1,22	1,31
DPA	0,88	0,95	1,00
Pay Out	80%	78%	76%
Rentabilidad div.	2,9%	3,2%	3,3%
PER	27,2	24,8	23,0
Deuda Neta/EBITDA	- 1,2 x	- 1,0 x	- 1,0 x

Desglose Ingresos (%)	2018
Europa	45%
Asia	23%
España	16%
América	16%

9 Meses	9M 18	9M 19	Var. a/a
Ingresos	18.437	19.820	8%
Margen Bruto	10.694	11.538	8%
M. Bruto. %	58,0%	58,2%	
EBITDA	3.931	5.702	45%
Margen EBITDA	21,3%	28,8%	
BNA	2.438	2.720	12%
Fondo de Maniobra	-2.655	-3.240	22%
Caja Neta	6.606	7.734	17%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Las ventas recuperan tracción en el 3T19, los márgenes repuntan y la generación de caja acelera con un menor esfuerzo inversor y una reducción de inventarios. La integración de tiendas y venta online prosigue con éxito y permite un crecimiento orgánico sostenible sin erosionar márgenes. Creemos que el mercado estará dispuesto a pagar múltiplos superiores por un modelo de negocio que consistentemente está batiendo a unos comparables que sufren en ventas y márgenes en un entorno altamente competitivo. Aunque los crecimientos de doble dígito ya no serán habituales una vez que la red física y la superficie de venta moderan su expansión, también lo harán las necesidades de inversión del grupo, que ya ha completado la optimización del 90% de su red física. Esto, unido al aumento del fondo de maniobra negativo inherente al modelo de negocio, sostiene la generación de caja libre del grupo y el crecimiento de los dividendos.

Revisamos ligeramente nuestras estimaciones al alza para reflejar márgenes más sostenidos y revisamos nuestro Precio Objetivo a diciembre 2020 hasta 32€. Este precio objetivo resulta en un PER 20 implícito de 24,2x vs una media de 24,6x para el sector de lujo europeo. Creemos que la acertada estrategia de integración digital, la resiliencia de los márgenes y de generación de caja justifican múltiplos elevados. Mantenemos la recomendación de Neutral.

Resultados 9M9

(i) Los resultados del 3T19 mantienen la **recuperación en el ritmo de crecimiento de las ventas**. Tras un crecimiento de +6,6% en 1S19 y +3,2% en 2018, **las ventas aumentan +9,2% en el 3T19 estanco**. En los 9M19 las ventas ascienden hasta 19.820 M€ situando el crecimiento acumulado en +7,5%. A tipo de cambio constante las ventas aumentan +7,0%. En el periodo, el grupo ha efectuado el **cierre neto de 4 tiendas**, frente a 33 en 9M18. Inditex prosigue con su estrategia de cerrar tiendas más pequeñas y abrir nuevas más grandes, con servicio integrado físico y online. En 9M19 Inditex ha abierto tiendas en 41 mercados hasta un total de 7.486 y ha lanzado la venta online en 13 países. **El objetivo del grupo es aumentar la superficie comercial bruta +5%/6% en 2019.**

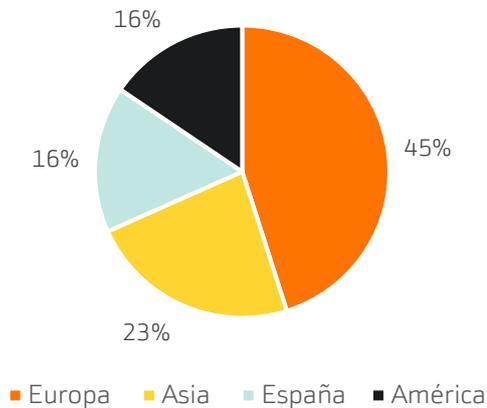
(ii) El M. Bruto crece +7,9% hasta 11.538 M€, lo que supone un margen del **58,2%** frente a 58,0% en 9M19.

(iii) Los gastos de explotación no son comprables por la aplicación de nuevas reglas contables (NIIF 16) que reemplazan los costes de arrendamientos por gastos de amortización y financieros. El grupo mantiene un **estricto control de costes operativos**. Excluyendo el impacto de los cambios contables, el EBITDA **crece +9% hasta 5.702 M€, representando un margen de 17,9%.**

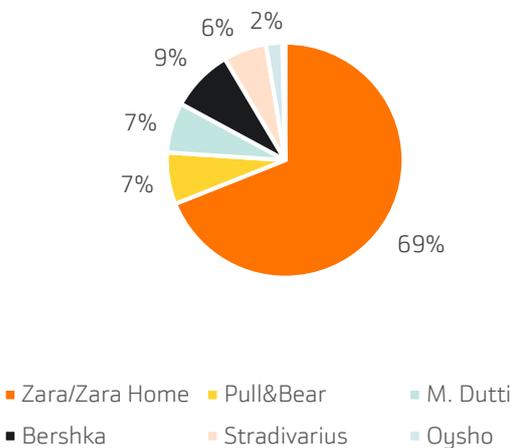
(iv) El BNA asciende a 2.720 M€ (+11,6%), ganado tracción tras +2,3% en 2018 y +10,0% en 1S19. Los cambios contables tendrán un impacto en el año de +2%/+4%.

(v) La **caja neta aumenta +17% hasta 7.734 M€**. Este aumento responde al fuerte desempeño operativo y a la buena evolución del fondo de maniobra. El Fondo de Maniobra negativo asciende a -3.240M€. Las existencias disminuyen -5,4% hasta 3.434 M€, ~12% de las ventas.

Desglose ingresos por geografías - 2018



Desglose ingresos por marcas - 2018



Calendario pago de dividendos

02/05/2018	0,303750 €	Acta. 2017
02/11/2018	0,303750 €	Final 2017
02/05/2019	0,440000 €	A cta. 2018
04/11/2019	0,440000 €	Final 2018
02/05/2020	0,360000 €	Acta. 2019 (e)

Múltiplos comparables

Moneda local	Cierre	% Var 1M	% Var YTD	Capitalización (Mn)	PER			PEG	EV/EBITDA			Rentab. Div'19e
					2019	2020	2021		2019	2020	2021	
Inditex	30,34	11,9%	36,8%	94.559	24,8 x	23,0 x	21,5 x	2,2 x	11,4 x	10,6 x	9,6 x	2,9%
H&M	192,48	2,0%	52,7%	318.568	22,3 x	20,9 x	20,9 x	6,7 x	11,8 x	11,0 x	10,5 x	5,1%
GAP	16,17	-5,8%	-37,2%	6.036	9,8 x	9,5 x	9,5 x	-0,3 x	4,0 x	4,3 x	4,4 x	6,0%
M&S	207,00	12,1%	-12,4%	4.037	11,4 x	10,7 x	10,7 x	-0,8 x	5,2 x	5,6 x	5,5 x	5,0%
Media ex-ITX					14,5 x	13,7 x	13,7 x	1,9 x	7,0 x	7,0 x	6,8 x	5,4%
Media S. Lujo					27,9 x	25,1 x	22,7 x	3,0 x	13,8 x	12,7 x	11,7 x	2,1%

S. Lujo incluye: Adidas, Burberry, C. Dior, Hugo Boss, Kering, EssilorLuxottica, LVMH, Richemont, S. Ferragamo, Swatch, Moncler.

Fuente: Bloomberg, Análisis Bankinter

Conclusiones y Valoración

Aunque lejos de los crecimientos de doble dígito de los años anteriores a 2018 (9M15: +16,0%, 9M16: +11,3%, 9M17: +9,5%), **las ventas recuperan impulso tras la fuerte desaceleración de 2018** (9M18: +2,6%). Aunque los crecimientos de doble dígito ya no serán habituales una vez que la red física y la superficie de venta moderan su expansión, **la culminación del modelo integrado de tiendas y venta online recoge sus frutos con una recuperación en el ritmo de crecimiento de las ventas**. Ello, unido al estricto control de costes e inventarios del grupo, permite una **recuperación de los márgenes que vemos ahora más soportados**. Aunque el crecimiento de ventas comparables y de superficie de venta se moderarán en el futuro, **también lo harán las necesidades de inversión del grupo que ya ha completado la optimización del 90% de su red de tiendas en 2017 y 2018**. Así la inversión en 2019 se prevé en 1.400 M€ tras una media de 1.530 M€ en 2018 y 2017. Esto unido al aumento del fondo de manobra negativo, fortalece la generación de caja libre del grupo.

Un menor perfil de crecimiento, fuerte generación de caja y menores necesidades de CAPEX han llevado al grupo a anunciar una **nueva política de dividendos** en 2018: aumento del payout del 50% al 60% más un dividendo extraordinario de 1€/acción en el periodo 2018-2020. Así, el dividendo total del ejercicio 2018 ha sido de 0,88 €/acción, +17% (vs BNA +1,8%). En 2019 prevemos 0,95€, con una rentabilidad del 3,2%.

El grupo mantiene sus guías para 2019: aumento de ventas comparables de +4%/6% (vs +3% en 2018) y un aumento de la superficie bruta de venta de +5%/6%. Inditex anticipa un impacto neutro de los tipos de cambio frente a un impacto de -4% en 2018. La expansión global de Inditex sigue basada en un modelo integrado de tiendas y ventas online y mantiene su objetivo de lanzar las ventas online de todas sus marcas a nivel mundial en 2020.

Inditex cotiza a un PER 2020 de 22,8x y un EV/EBITDA de 10,3x comparado con medias del sector (H&M, GAP, M&S) de 14,6x y 6,8x respectivamente. **Creemos que Inditex merece una prima frente a estos competidores, con un modelo de negocio superior, mayores márgenes (Margen Operativo de 17,9% vs 11,8% medio en los próximos 4 años) y perspectivas de crecimiento de ventas (+5,9% en los próximos 4 años frente a una media +2,2%)**. Por sostenibilidad y rentabilidad, los múltiplos de Inditex son más comparables a los de compañías de consumo de lujo europeas que cotizan a un PER 20 medio de 24,6x y un EV/EBITDA de 12,4x. **Mantenemos la recomendación de Neutral con un P. Objetivo de 32 €/acción.**

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos	25.336	26.145	28.195	29.997	31.722	33.556	34.953	6,0%
EBITDA	5.278	5.457	7.802	8.273	8.772	9.305	9.612	12,0%
EBIT	4.315	4.357	4.930	5.299	5.694	6.165	6.425	8,1%
BNA	3.368	3.444	3.790	4.077	4.346	4.705	4.907	7,3%

Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Activo No Corriente	10.084	11.137	18.223	14.493	10.856	6.697	2.413	-26,4%
Activo Corriente	10.148	10.348	12.490	17.676	23.016	28.887	34.460	27,2%
Caja e IFT	4.931	4.895	5.208	11.314	16.391	21.983	27.036	40,7%
Total Activo/Pasivo	20.232	21.485	30.712	32.170	33.872	35.583	36.873	11,4%
PN	13.522	14.382	15.057	16.020	16.940	17.908	17.908	4,5%
Pasivo no corriente	1.536	1.504	6.103	6.348	6.598	6.796	6.999	36,0%
Pasivo corriente	5.174	5.599	9.262	9.802	10.334	10.880	11.966	16,4%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
EBIT	4.357	4.930	5.299	5.694	6.165	6.425	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-980	-1.060	-1.139	-1.224	-1.325	-1.381	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.377	3.870	4.160	4.470	4.839	5.044	
+ Amortizaciones	1.100	2.872	2.974	3.078	3.140	3.187	
- Inversiones en activos fijos	-1.512	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	-1.400	
- Inversiones en circulante	250	585	243	200	212	509	
= Cash Flow Operativo	3.215	5.927	5.977	6.348	6.791	7.340	102.719

WACC 8,1%
g 1,0%

Valor Grupo 91.129 M€
+ Activos Financieros 7.685 M€
- Deuda Neta 0 M€
Valor Fondos Propios 98.814 M€
Nº acciones (M) 3.115
Valor Acción 32 €

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 32€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis

PER'20e implícito 24,2

EV/EBITDA'20e implícito 11,0

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,75%	1,50%	1,00%	0,75%	0,50%	0,25%	0,00%
7,1%	40,5	39,2	36,8	35,7	34,7	33,8	0,0
7,6%	37,2	36,0	34,0	33,2	32,3	31,6	0,0
8,1%	34,3	33,4	32,0	31,0	30,3	29,6	0,0
8,6%	31,9	31,1	29,7	29,1	28,5	27,9	0,0
9,1%	29,8	29,2	28,0	27,4	26,9	26,4	0,0
9,6%	28,0	27,5	26,4	25,9	25,5	25,0	0,0