

Inditex: Objetivos 2019 en línea. Mejora de la remuneración al accionista. Múltiplos exigentes.

Miércoles, 13 de marzo de 2019

El dividendo propuesto para 2019e (con cargo a 2018) incluye 0,22 eur/acción del pago extraordinario de 1 eur/acción que han propuesto realizar con cargo a los resultados de 2018, 2019 y 2020. De este modo, el pago total para 2019e sería 0,88 eur/acción. A cierre de ayer, la RPD se elevaría a 3,35%. Esperamos que los dividendos se aprueben en la próxima JGA, en donde también anunciarán cómo se va a desglosar el pago extraordinario restante de 0,78 eur/acción en 2020 y 2021.

En cuanto a la guía de crecimiento del espacio en tienda 2019e, prevén +5%/+6% (R4e +5%) y que neto de cierres, el espacio en tienda aporte +4%, en línea con nuestras estimaciones (R4e +3,8%). En 2018 el impacto del cierre de tiendas y el calendario de aperturas tuvo un impacto (negativo) más elevado en el crecimiento bruto del espacio en tienda, ya que la aportación neta del espacio en tienda fue de +4,7% desde un crecimiento bruto de +8%. Una vez que la política de redistribución de tiendas (cierre de tiendas en proximidad con remodelación/apertura de tiendas más grandes) llega a su fin, la directiva considera que el crecimiento de espacio en tienda "neto" de +4% es "sostenible" para los próximos años.

Prevén que el margen bruto 2019e se mantenga estable (en torno a +/- 50 pb vs 2018). Por tanto, teniendo en cuenta que el margen bruto 2018 se situó en 56,7%, la directiva descuenta 56,2%/57,2%. En R4 prevemos 56,8%.

A tipos de cambio actuales, el impacto de la divisa en ingresos para 2019e sería levemente positivo (tras el fuerte impacto negativo de 2018: -3,5 pp vs 2017). En R4e -0,5 pp vs 2018.

La directiva anuncia que la integración de inventarios entre las tiendas y el negocio por internet ya se ha realizado en Zara, Massimo Dutti y Uterqüe. Prevén que ya esté disponible en todas las marcas (conceptos) en 2020e.

En cuanto al impacto en las ventas de la venta online en países en donde no tiene presencia física, han admitido que el impacto no será significativo, tal y como prevemos, y que se trata más de ofrecer sus productos y tener exposición más de 100 mercados/países (pequeños) adicionales.

Mantienen su política de abastecimiento en proximidad y el 60% de los materiales provienen de España, Portugal y Marruecos. Este concepto unido a la centralización de inventarios es clave para su negocio al poder controlar mejor la calidad de las prendas, agilizar la capacidad de reacción a los cambios del mercado (modas) y aumentar la predictibilidad de los costes de provisiones al tener contratos a largo plazo.

La nueva norma contable (NIIF 16) que comenzará a aplicarse en 2019 y que requiere que los alquileres figuren en el balance como activos y pasivos y que los gastos fijos de alquiler computen como D&A y gasto financiero (no operativo), tendrá impacto en la cuenta de resultados y el balance, si bien no en la generación de caja. Prevén un impacto positivo en el resultado neto 2019e de +2%/+4%. Prevén que el impacto en el pasivo sea de 6.500/6.900 mln eur. Inditex dará más detalles sobre el impacto del NIIF 16 antes de la publicación de resultados 1T 19.

La guía anunciada está en línea con nuestras previsiones y no esperamos realizar cambios significativos en nuestras estimaciones. No obstante, insistimos en que la capacidad de crecimiento de Inditex será mucho más moderada en los próximos años, tal y como hemos visto

Conferencia de Resultados

en 2018, que ha mostrado un crecimiento de ingresos (excluyendo divisa) de +7%, muy inferior al de los 4 años precedentes (media anual +12,9%).

Con la caída del valor tras los resultados (25 eur), Inditex cotiza a múltiplos exigentes: EV/EBITDA 19e 12x, PER 19e 21x, P/FCF 19e 4,5%, y todavía superiores a los de su media histórica: 10,4x, 21x y 6,3%, respectivamente.

P.O. 28,1 eur. Mantener.

INDITEX							Mantener		
(mln de euros)	4T17	4T18	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso	2017	2018	2018 vs 2017	2018e consenso vs 2017
Ventas	7.373	7.708	5%	-3%	-3%	25.336	26.145	3%	4%
Margen Bruto	53,5%	53,5%	0,0pp	-0,5pp	-0,5pp	56,3%	56,7%	0,4pp	0,3pp
EBITDA	1.459	1.525	5%	-8%	-7%	5.278	5.457	3%	5%
Margen EBITDA	19,8%	19,8%	0,0pp	-1,1pp	-0,8pp	20,8%	20,9%	0,0pp	0,3pp
EBIT	1.322	1.287	-3%	-3%	-4%	4.315	4.357	1%	2%
Margen EBIT	17,9%	16,7%	-1,2pp	0,0pp	-0,2pp	17,0%	16,7%	-0,4pp	-0,3pp
Beneficio neto	1.027	1.006	-2%	-2%	-5%	3.368	3.444	2%	4%
Caja Neta	6.387	6.706	5%	21%		6.387	6.706	5%	26%
Caja Neta/EBITDA 12m (x)	1,2	1,2				1,2	1,2		

Conferencia de Resultados

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Grupo Renta 4. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D. Iván San Félix Carbajo

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Grupo Renta 4: 49% Sobreponderar, 49% Mantener y 2% Infraponderar.