

Confirmamos la recomendación de Compra. Atractivo potencial de revalorización y dividendo suficiente.

Danone

Precio Objetivo: **69,3 €**

Potencial Revalorización:

Recomendación: **Comprar**

+17,4%

Analista: Carlos Pellicer Vercher

Datos de mercado principales

Capitalización (M €): 38.581
Cotización (cierre 02/04/2024; €): 59,00
Mín/Máx (52 sem.): 50,59€ (6 octubre 2023)/63,80€ (22 febrero 2024)

Evolución bursátil Danone (datos diarios)



Principales ratios

	2023r	2024e	2025e	2026e
PER*	43,1x	22,7x	23,0x	22,8x
PER implícito**	50,9x	26,7x	27,0x	26,8x
EV/EBITDA	14,8x	13,4x	13,4x	13,4x
Rent. Dividendo	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%
DN/FFPP	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x
DN/EBITDA	2,4x	2,1x	1,9x	1,7x
RoE	5,4%	10,2%	9,9%	9,9%

*En 2023 con cotización cierre del año. Sigüientes años con última cotización.

**PER Implícito calculado con nuestro Precio Objetivo.

Confirmamos nuestra recomendación en Comprar revisando ligeramente al alza el Precio Objetivo hasta 69,3€ (vs 68,7€ ant.), que supone un potencial de revalorización de +17,4%. Los cambios en el modelo son testimoniales por lo que la mejora del Precio Objetivo debe interpretarse como un ajuste fino. Los fundamentales de la Compañía nos siguen pareciendo sólidos, con un balance poco apalancado (DFN/EBITDA ~2,0x), márgenes holgados y sobre todo generación de Flujo de Caja Libre positivo de manera estable y recurrente. Esto último asegura uno de los mayores atractivos de la Compañía, el dividendo. Estimamos que la rentabilidad por dividendo se sitúe >3,5%, que parece suficiente. Además, por valoración creemos que el precio actual sigue infravalorado, a pesar de cotizar a

Ventas apoyadas en volúmenes en lugar de precios.

En 2024 el motor que impulsará las ventas serán los volúmenes, ya que la probabilidad de nuevas subidas de precios en Europa & EE.UU. (56,4% de las ventas) es bastante reducida. Situamos así un crecimiento en precios de +1%, impulsado principalmente por los países emergentes, y en volúmenes de +2%, con el segmento del negocio EDP (~50% vtas.) como principal contribuidor. Como resultado, estimamos que las ventas comparables crezcan +3% (a/a) situadas en el rango bajo de las guías ofrecidas por la Compañía (+3%/+5%).

Reducida presión en márgenes

A pesar de proyectar un escenario con un apalancamiento operativo negativo (costes creciendo por encima de las ventas) los márgenes se mantendrán en niveles poco alarmantes y suficientes para generar Flujo de Caja Libre positivo, estable y recurrente. Para 2024/2025 situamos el margen Bruto en 47,3%/47,2% (vs 47,4% en 2023) y el margen EBIT en 9,5%/9,3% (vs 7,4% en 2023). Este último distorsionado en 2023 por la desconsolidación del negocio EDP en Rusia que ha supuesto una pérdida en la cuenta de pérdidas y ganancias de 706M€.

La composición de los activos en balance nos genera algunas dudas. Sin embargo, la gestión del circulante es buena y los niveles de deuda son razonables.

En términos de balance, la dimensión de los activos intangibles y del fondo de comercio son el mayor aspecto a vigilar, ya que suponen alrededor del 50% sobre el total de los activos. Lo conflictivo de esta tipología de activos es que se recalifica de forma anual por las propias compañías. Es por ello que una posible revisión a la baja de estas partidas afectaría directamente al Patrimonio Neto de la Compañía. Más allá de esto, la gestión del circulante es buena. De hecho, en 2023 la Compañía registra una entrada de caja de 511M€ al reducir el nivel de existencias (-10% a/a) y acortar el periodo medio de cobro a los clientes (39 días vs 46 días en 2022). En cuanto al apalancamiento, los niveles de deuda son razonables. (DFN/EBITDA ~2,0x).

Generación de Flujo de Caja Libre estable y recurrente asegura el mayor atractivo de la Compañía, el dividendo.

En un entorno de tipos de interés más elevados, es necesario aumentar el atractivo de la Compañía vía dividendo. Esto es algo asumible dada la capacidad que tiene de generar caja. Sin embargo, los dos últimos ejercicios la ratio de Payout se sitúa por encima del 100% debido a los impairments realizados y la desconsolidación del negocio EDP en Rusia. El impacto ha permeado en el Patrimonio Neto en 2023 que cae -9% (a/a) y que caerá de nuevo en 2024, a no ser que aumenten los niveles de deuda de forma puntual. A pesar de todo, no creemos que éste sea un aspecto preocupante. Estimamos así que la rentabilidad por dividendo se situará >3,5% para los próximos ejercicios.

Conclusión.

Confirmamos dicha recomendación soportada en la capacidad de generar Flujo de Caja Libre positivo de forma estable y recurrente - a pesar de una PyG con crecimientos más modestos y apalancamiento operativo negativo - y asegurar el dividendo. Además, por fundamentales mantenemos la opinión de que la Compañía está infravalorada y ofrece un atractivo potencial de revalorización (+15,7%).

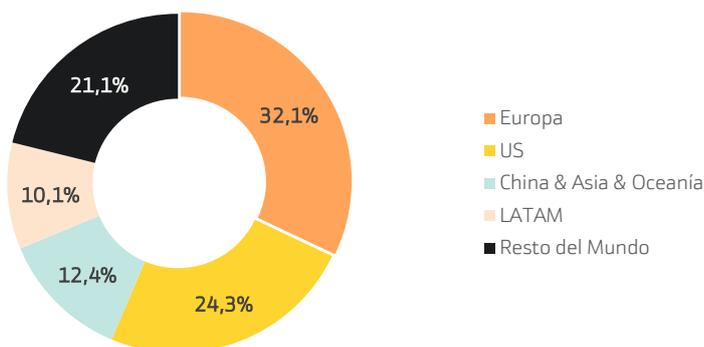
	1T23	2T23	3T23	4T23	FY 23	FY 24e
Precios	+10,3%	+8,7%	+6,6%	+4,3%	+7,4%	+1,0%
-EDP*	+12,5%	+9,6%	+7,1%	+2,5%	+7,9%	
-Nutr. Esp. **	+6,6%	+6,6%	+5,3%	+6,1%	+6,1%	
-Agua	+9,5%	+9,6%	+7,2%	+7,0%	+8,3%	
Volúmenes	+0,2%	-2,3%	-0,3%	+0,8%	-0,4%	+2,0%
-EDP	-3,2%	-3,3%	-0,8%	+2,0%	-1,4%	
-Nutr. Esp.	+5,4%	-1,7%	+0,3%	-1,3%	+0,6%	
-Agua	+2,5%	+0,0%	-0,2%	+1,5%	+0,8%	
Vtas. Comp.***	+10,5%	+6,4%	+6,3%	+5,1%	+7,0%	+3,0%

* EDP: ESSENTIAL DAIRY AND PLANT-BASED PRODUCTS. Principalmente constituido por yogures y sucedáneos. Marcas principales: Danone, Activia, Alpro, Danette, Oikos, Silk, Actimel, etc...

** Nutr. Esp.: Nutrición Especializada cuyos productos representan diversos complementos nutricionales

***Vtas. Comp.: Ventas comparables = Precio + Volúmenes

Distribución geográfica ventas



Cifras en millones de €

P&G (síntesis)	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 23/28
Ventas	24.281	27.661	27.619	28.448	29.159	29.888	30.635	31.401	+2,6%
Margen Bruto	11.521	12.739	13.084	13.448	13.755	14.069	14.390	14.719	+2,4%
<i>Margen bruto s/ vtas.</i>	<i>47,4%</i>	<i>46,1%</i>	<i>47,4%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,1%</i>	<i>47,0%</i>	<i>46,9%</i>	
EBITDA	3.522	4.006	3.653	4.041	4.028	4.020	4.018	4.019	+1,9%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,1%</i>	<i>12,8%</i>	
BNA	1.924	958	881	1.684	1.660	1.675	1.702	1.731	+14,5%
<i>Beneficio Neto s/ vtas.</i>	<i>7,9%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,2%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,5%</i>	
BPA	2,98	1,48	1,36	2,60	2,56	2,59	2,63	2,67	
DPA	1,94	2,00	2,10	2,14	2,18	2,23	2,27	2,32	+2,0%
Rent. Dividendo	3,58%	3,85%	3,58%	3,58%	3,65%	3,72%	3,80%	3,87%	
<i>Payout</i>	<i>65%</i>	<i>135%</i>	<i>154%</i>	<i>82%</i>	<i>85%</i>	<i>86%</i>	<i>87%</i>	<i>87%</i>	

Balance resumido	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 23/28
Fondo de comercio	17.871	17.938	17.340	16.997	16.660	16.330	16.007	15.690	-2,0%
Inmovilizado total	13.025	13.053	12.195	11.828	11.525	11.279	11.083	10.933	-2,2%
Activo Circulante	4.844	5.891	5.260	5.376	5.524	5.662	5.804	5.949	+2,5%
<i>Cash & Otros activos</i>	<i>9.680</i>	<i>8.399</i>	<i>9.690</i>	<i>9.537</i>	<i>9.728</i>	<i>9.921</i>	<i>10.123</i>	<i>10.334</i>	<i>+1,3%</i>
TOTAL ACTIVO	45.420	45.281	44.485	43.738	43.437	43.192	43.016	42.905	-0,7%
Deuda financiera	16.585	14.866	16.272	15.725	14.948	14.237	13.583	12.978	-4,4%
Pasivo Circulante	3.998	4.899	4.779	4.796	4.937	5.070	5.207	5.347	+2,3%
Provisiones & Otros pasivos	7.462	7.524	7.213	6.561	6.516	6.479	6.452	6.436	-2,3%
Patrimonio Neto	17.273	17.923	16.176	16.473	16.718	16.949	17.179	17.407	+1,5%
Minoritarios	102	69	46	184	319	456	595	737	+74,1%
TOTAL PASIVO	45.420	45.281	44.486	43.738	43.437	43.192	43.016	42.905	-0,7%

Valoración	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor Residual
BNA	1.684	1.660	1.675	1.702	1.731	
+ Amortiz. & Impairments	1.692	1.647	1.610	1.578	1.553	
+ Gtos. Financ. Netos *(1-t)	348	398	405	399	390	
+/- Financ. Circulante (-Var. Fondo Mbra.)	-99	-7	-5	-5	-5	
- Inversiones	-981	-1.008	-1.033	-1.059	-1.086	
Flujos a descontar	2.643	2.691	2.652	2.615	2.583	58.714

WACC	5,4%
g	1,0%

Método de valoración
 Utilizamos el descuento de flujos de caja para la valoración de Danone.

Enterprise Value	54.006
Deuda Financiera Neta	-8.617
Equity Value	45.389
Price to Book Value	2,8x
Minoritarios	-506
Equity Value Sociedad Dominante	44.883
Nº accs. (M)	648
Precio Objetivo	69,3 €
Cotización (cierre 02/04/2024; €):	59,0 €
Potencial de revalorización	+17,4%

Matriz de sensibilidad

Wacc/g	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
6,0%	53,1	55,0	57,1	59,3	61,7	64,3	67,2
5,8%	55,6	57,7	59,9	62,4	65,0	67,9	71,0
5,6%	58,3	60,6	63,0	65,7	68,6	71,8	75,3
5,4%	61,2	63,7	66,4	69,3	72,5	76,0	79,9
5,2%	64,3	67,0	70,0	73,2	76,8	80,7	85,1
5,0%	67,7	70,7	74,0	77,6	81,5	85,9	90,9
4,8%	71,4	74,7	78,4	82,4	86,8	91,8	97,4

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio objetivo
02/11/2023	Comprar	68,7 €
02/04/2024	Comprar	69,3 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en: <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, PER Teórico

Por favor, consulte nuestras fuentes de información en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director
Eduardo Cabero - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo
Jorge Pradilla - Logística

Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pedro Ribeiro - Papel& Químicas
Pedro Echeguren - Farma

Juan Moreno - Inmobiliarias
Aránzazu Cortina - Industriales
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fdez-Trapiella - Consumo
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

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