

**El CV-19 ha impulsado sus resultados de 2020.  
Pero 2021 será un año de recuperación y sus ventas volverán a la "normalidad".**

### Datos básicos

Capitalización (M€):	2.656 €				
Cotización actual:	17,26 € (11/03/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	15,87€/21,05€				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	-8,2%	-1,8%	+10,6%	-10,6%	-1,9%

Resultados 2020	Total	Var. a/a	Var.'19	Real vs Esperado
Ventas	3.237	+15,1%	+7,6%	Mejor
EBITDA	435	+27,0%	+11,5%	Mejor
Margen EBITDA	13,4%	+1,2 p.p.	+0,4 p.p.	Peor
BNA	192			
BPA	1,25	+36,0%	+0,1%	Peor

\*Millones de € excepto BPA y DPA

Las cifras esperadas corresponden al consenso de Bloomberg.

Los resultados de 2020 en términos comparables incluyendo el negocio de pasta vendido (no incluido en las cuentas consolidadas por regulación contable, pero que sí han contribuido al resultado de 2020).

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	2.930	2.696	2.812	2.896	-0,4%
EBITDA	355	321	346	362	+0,7%
Margen EBITDA	12,1%	11,9%	12,3%	12,5%	
EBIT	243	224	245	260	
BNA	192	144	158	168	-4,5%
Var. % BNA	-	-25,3%	+9,7%	+6,3%	
BPA	1,25	0,93	1,02	1,09	-4,5%
DPA	2,51	1,27	0,67	0,71	-34,4%

\*Millones de € excepto BPA y DPA

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

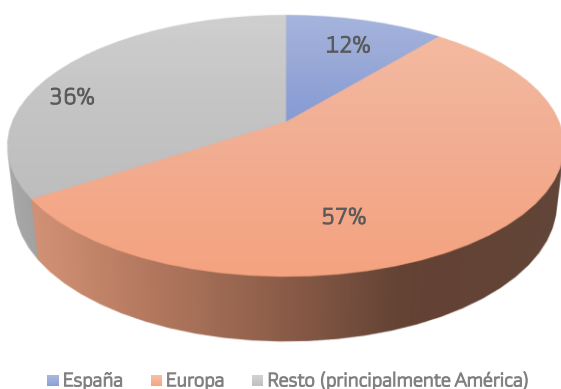
Las cifras principales no incluyen las ventas obtenidas por los negocios vendidos en 2020, de acuerdo con la normativa contable.

Ratios principales	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	13,8	18,5	16,8	15,8
PER implícito	-	21,1	19,3	18,1
EV/EBITDA	11,3x	12,5x	11,6x	11,0x
ROE	9,8%	7,3%	7,8%	8,1%
Rent. Dividendo*	13,3%	7,4%	3,9%	4,1%
DN/FFPP	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
DN/EBITDA	2,6x	3,0x	2,9x	2,7x

\*En 2020 con cotización cierre del año. Sigüientes años con última cotización.

PER implícito: Precio/BPA siendo el precio nuestro Precio Objetivo.

### Exposición geográfica: Ventas 2020



## Ebro Foods

Precio objetivo: 19,7 € Potencial: +14%

Recomendación: **Neutral**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Revisamos nuestra recomendación hasta **Neutral** desde Comprar y revisamos nuestro precio objetivo hasta 19,7 vs 19,9 estimado preliminar el día de la presentación de resultados.

**1. Las ventas de 2020 batieron expectativas** y los márgenes aceleran gracias al impulso del CV-19 sobre el consumo doméstico.

**2. El Grupo ha cerrado la venta** de parte de su negocio de pasta en Norteamérica y esto le ha permitido pagar un dividendo extraordinario de 1,94€/acc.

**3. Pero revisamos a la baja nuestras perspectivas** sobre la Compañía por (i) la normalización del consumo doméstico, (ii) desaceleración de márgenes, (iii) ausencia de los ingresos de los negocios vendidos en 2020 y (iv) el aumento de la TIR aplicada en el descuento de flujos.

El Grupo mantendrá su atractivo como valor defensivo, con **ingresos relativamente estables y dividendo recurrente**. Pero con potencial limitado respecto a 2020.

**1. Los resultados de 2020 presentados el 25 de febrero fueron extraordinariamente buenos.** Las ventas batieron expectativas gracias al aumento del consumo doméstico. Los márgenes también aceleraron por el aumento de volumen vendido (diluye los costes fijos por unidad vendida) y ausencia de promociones en los puntos de venta (p. ej. 3x2).

**2. El Grupo ha cerrado en 2020 la venta** de parte de su negocio de pasta seca en Norteamérica (otra parte aún pendiente y prevista para 2021). Esta desinversión de 310M€ le ha permitido repartir un **dividendo extraordinario de 1,94€/acc.**, que sumado al dividendo ordinario equivale a 2,51€/acc. (13% de rentabilidad sobre precio de cierre de 2020).

**3. Pero estimamos que los resultados de 2021 perderán impulso** y por eso revisamos a la baja nuestra recomendación y precio objetivo. **Los factores más importantes** de esta revisión son:

(i) **El consumo doméstico desacelerará** respecto a 2020 porque el ocio y la hostelería se reactivará gracias a las campañas de vacunación.

(ii) **Los márgenes se normalizarán** por la reducción del volumen vendido, recuperación de promociones y aumento del coste de materias primas.

(iii) **Los ingresos se reducirán por la parte del negocio vendido en 2020.** Hasta el momento de venta, estos negocios aportaron en 2020 ingresos por 340M€ aproximadamente (-10% sobre ventas totales). También estimamos que este año venderán el negocio pendiente de venta (Ronzoni). El valor aproximado será de 90M€ y, de la misma forma que en las ventas anteriores, casi el 100% de la venta será destinada al pago de un **dividendo extraordinario de 0,58€/acc.** Dividendo total estimado en 2021 de 1,27€/acc. (7,4% rentabilidad total estimada).

(vi) **La estrategia del Grupo está enfocada en el desarrollo de productos premium.** Pensamos que a largo plazo es la dirección correcta porque le permitirá aumentar márgenes gracias a productos diferenciados respecto a la materia prima "básica" (por ejemplo, arroz elaborado/aromatizado vs arroz crudo empaquetado). Pero estimamos que durante 2021 este enfoque apenas impulsará sus resultados porque la tendencia al ahorro aún seguirá siendo elevada y los productos básicos aún tendrán más demanda que su alternativa premium.

**Esta moderación de perspectivas** sobre el Grupo no significa en ningún caso un problema estructural. Sino la **consecuencia inevitable de la normalización del consumo** tras el impacto y recuperación del CV-19. Pensamos que la Compañía sigue teniendo **atractivo para mantener en cartera y aportar sesgo defensivo**, gracias a sus **ingresos relativamente estables y dividendo históricamente recurrente**.

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/20)	TAMI (20/25)
Ventas	2.459	2.507	2.651	2.825	2.930	2.696	2.812	2.896	2.989	3.085	+4,5%	+1,0%
<b>EBITDA</b>	<b>341</b>	<b>351</b>	<b>304</b>	<b>324</b>	<b>355</b>	<b>321</b>	<b>346</b>	<b>362</b>	<b>374</b>	<b>386</b>	+1,0%	+1,7%
Margen EBITDA	13,9%	14,0%	11,5%	11,5%	12,1%	11,9%	12,3%	12,5%	12,5%	12,5%		
EBIT	265	271	217	212	243	224	245	260	270	281	-2,1%	+2,9%
Margen EBIT	10,8%	10,8%	8,2%	7,5%	8,3%	8,3%	8,7%	9,0%	9,0%	9,1%		
<b>BNA</b>	<b>170</b>	<b>223</b>	<b>141</b>	<b>142</b>	<b>192</b>	<b>144</b>	<b>158</b>	<b>168</b>	<b>175</b>	<b>182</b>	+3,2%	-1,1%
BNA a Dividendos	88	88	88	88	192	144	102	109	113	118		
BNA a Patrimonio	82	135	54	54	0	0	55	59	61	64		
Margen BNA	6,9%	8,9%	5,3%	5,0%	6,6%	5,3%	5,6%	5,8%	5,8%	5,9%		
% var. BNA	+0,3%	+31,2%	-36,5%	+0,3%	+35,7%	-25,3%	+9,7%	+6,3%	+4,1%	+4,1%		

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Las cifras principales no incluyen las ventas obtenidas por los negocios vendidos en 2020, de acuerdo con la normativa contable.

M€

### Resumen de Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/20)	TAMI (20/25)
Tesorería	291	269	171	263	224	248	242	250	257	266		
Clientes	375	378	402	444	443	478	498	508	548	566		
Existencias	489	559	595	621	578	586	641	665	685	710		
Inm. Material	763	787	881	941	858	881	915	928	940	955		
Otros	1.727	1.669	1.783	2.112	1.932	1.730	1.740	1.747	1.756	1.764		
<b>Total Activo</b>	<b>3.645</b>	<b>3.663</b>	<b>3.832</b>	<b>4.381</b>	<b>4.036</b>	<b>3.922</b>	<b>4.037</b>	<b>4.098</b>	<b>4.187</b>	<b>4.260</b>	+2,6%	+1,1%
Pasivo Corriente	394	425	424	447	486	407	411	418	430	466		
Deuda Total	737	783	876	1.252	1.162	1.207	1.254	1.242	1.248	1.221	+12,0%	+1,0%
Patrimonio Neto	2.106	2.122	2.190	2.292	1.958	1.958	2.013	2.072	2.133	2.196	-1,8%	+2,3%
Otros	408	334	341	391	430	351	359	367	376	377		
<b>Total Pasivo</b>	<b>3.645</b>	<b>3.663</b>	<b>3.832</b>	<b>4.381</b>	<b>4.036</b>	<b>3.922</b>	<b>4.037</b>	<b>4.098</b>	<b>4.187</b>	<b>4.260</b>	+2,6%	+1,1%

\*En 2019 la Deuda Total aumenta de forma extraordinaria por la adquisición de Tilda (productora de arroz en Reino Unido).

M€

### Valoración por Descuento de Flujos de Caja (Cash-Flow Libre)

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Ad Infinitum
EBIT	271	217	212	243	224	245	260	270	281	
Impuestos	-34	-63	-64	-54	-64	-70	-75	-78	-81	
BNA antes de intereses	237	154	148	189	160	175	185	192	199	
Amortizaciones	80	87	112	112	97	101	102	103	105	
<b>Cash-Flow de Explotación</b>	<b>317</b>	<b>241</b>	<b>260</b>	<b>301</b>	<b>257</b>	<b>275</b>	<b>287</b>	<b>296</b>	<b>304</b>	
Capex	-121	-139	-149	-118	-120	-135	-115	-115	-120	
Var. Capital Circulante	-42	-60	-46	82	-121	-71	-27	-48	-6	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>154</b>	<b>41,7</b>	<b>65</b>	<b>265</b>	<b>16</b>	<b>69</b>	<b>145</b>	<b>133</b>	<b>178</b>	<b>4.701</b>

\*El descuento de flujos de caja comprende los periodos desde 2021 hasta 2025 + Ad Infinitum.

M€

### Matriz de Sensibilidad

	P. Riesgo	Wacc/g	0,40%	0,60%	0,80%	1,00%	1,20%	1,40%	1,60%
Valor Empresa* 3.997 €									
Deuda Neta 959 €	<b>6,28%</b>	<b>4,53%</b>	18,3	19,5	20,7	22,2	23,7	25,5	27,6
Valor Neto Empresa 3.038 €	<b>6,48%</b>	<b>4,63%</b>	17,7	18,8	20,0	21,3	22,8	24,5	26,4
Nº Acciones 154	<b>6,68%</b>	<b>4,73%</b>	17,1	18,1	19,2	20,5	21,9	23,5	25,2
<b>Precio Objetivo 19,7 €</b>	<b>6,87%</b>	<b>4,83%</b>	16,5	17,5	18,6	<b>19,7</b>	21,1	22,5	24,2
WACC 4,8%	<b>7,08%</b>	<b>4,93%</b>	15,9	16,9	17,9	19,0	20,3	21,6	23,2
g 1,0%	<b>7,28%</b>	<b>5,03%</b>	15,4	16,3	17,3	18,3	19,5	20,8	22,3
Beta 0,8	<b>7,48%</b>	<b>5,13%</b>	14,9	15,7	16,7	17,7	18,8	20,0	21,4

\*M€ excepto P. Objetivo y nº de acciones (M de acciones).

\*\*La Compañía ha tenido acceso a esta nota antes de haber sido publicada.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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 importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### 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	Rafael Alonso - Bancos	Juan Tuesta - Construcción/Tec.	Pedro Echeguren - Farma/Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fdez-Tрпиella - Consumo/Lujo	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo/Aerolíneas	Aránzazu Cortina - Industriales	Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros

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