

Sector Tecnología

Resultados de 1S'16. Revisan a la baja los objetivos (Ventas y Ebitda) de 2016

Precio Objetivo: 57,30 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 2.296 M acc.
Último 49,28 €/acc.
Nº Acciones: 46,6 M
Max / Min (52 sem): 60,30€ / 40,98€
Principales accionistas: ALBA 5,00%
Cód. Reuters / Bloomberg: VIS.MC/VIS SM

Principales cifras y ratios

	2015r.	2016e.	2017e.	2018e.	TAMI(1)
Ingresos	740,8	733,6	747,5	765,5	0,7%
Ebitda	213,8	217,6	226,1	234,4	1,9%
<i>Mrg. Ebitda</i>	<i>28,9%</i>	<i>29,7%</i>	<i>30,3%</i>	<i>30,6%</i>	
BNA	120,0	126,8	131,9	136,5	2,6%
BPA (€/acc.)	2,58	2,72	2,83	2,93	2,6%
DFN (M€)	-3,25	11,93	-19,82	-66,04	
DFN/Ebitda	n.a.	5,5%	n.a.	n.a.	
PER	19,10	18,12	17,41	16,82	
EV/Ebitda	10,73	10,61	10,07	9,52	
Div.por acc.	1,34	1,50	1,56	1,53	
Rent. Dividendo	2,7%	3,0%	3,2%	3,1%	

(1) Incremento 2015/2018

Principales cifras del semestre del 1S'16

	1S'15	1S16	Var%
Ventas	370,8	356,9	-3,7%
Ebitda	107,9	100,7	-6,7%
<i>Marg. Ebitda</i>	<i>29,1%</i>	<i>28,2%</i>	<i>-0,9p.b.</i>
Ebit	81,4	76,4	-6,1%
BNA	60,5	59,9	-1,0%
Deuda Neta	29,7	13,0	-56,2%

Valor más probable

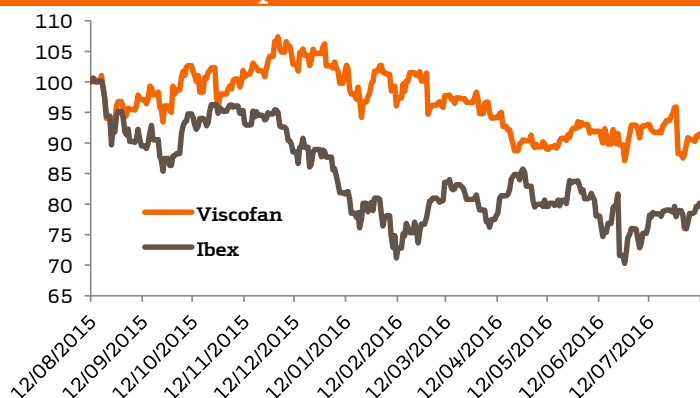
Crecimiento sostenible esperado (g)	0,5%
Coste de capital (Ke)	5,9%
Coste de la deuda (Kd)	2,8%
Prima de riesgo (Rp)	7,5%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,0%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,8%
Beta (5 años)	0,65

Precio objetivo (€/acc.) 57,30

Cotización (€/acc.) 49,28

Potencial de revalorización 16,3%

Comparativa con Ibex35



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

CONCLUSIÓN: La mayor sorpresa de los resultados del 1S'16 fue la revisión a la baja de los objetivos de crecimiento de Ventas y Ebitda para 2016. El mercado los descontó negativamente a la apertura. Mantenemos la recomendación de **COMPRAR** con precio objetivo de 57,30€.

RESULTADOS 1S'16: La cifra de facturación acumula un descenso del -3,7% debido a la debilidad del mercado de LatAm, la caída en los ingresos de cogeneración de energía, y un desfavorable entorno en las divisas. Este escenario contrasta con un incremento de volúmenes en Norteamérica, Europa y Asia. Por productos, las ventas de envolturas se situaron en 336,5M€ (-3,5%) y las de energía de cogeneración en 20,4M€ (-8,4%). Las inversiones ascienden a 37,3M€ que se encuentran dentro de los 80M€ previstos para el ejercicio. El Plan Estratégico *MORE TO BE 2016-2020* continua y contempla inversiones para mejorar la posición competitiva de Viscofan en las tecnologías de plástico y fibrosa.

ESTIMACIONES: Hemos revisamos ligeramente nuestras estimaciones a la baja, actualizamos la valoración con las actuales variables (bonos a 10 años y beta) de mercado. En consecuencia, ajustamos el precio objetivo hasta 57,30€/acc. Mantenemos la recomendación de **Comprar**.

OBJETIVOS 2016: Revisan a la baja los objetivos 2016. Estiman que las ventas se situarán entre -1%/+1% (vs +2%/+4% fijado por la compañía anteriormente). El Ebitda entre +0%/+2% (vs +4%/+6% anteriores) y Resultado Neto de operaciones continuadas +6%/+8% (sin cambios). Este recorte en la parte alta de la cuenta de resultados se justifica por la debilidad de LatAm y la volatilidad de las divisas (en particular el Real Brasileño y el dólar).

ENDEUDAMIENTO: Este trimestre se incrementó la Deuda Financiera Neta (DFN) hasta los 13,0M€ DN/Ebitda: 5%), cifra que contrasta con la Caja Neta 3,2M€ en dic. 2015. El motivo es el pago en junio de 2016 de Dividendo Complementario de 0,82€/acc. Importe total desembolsado: 38,21M€. Teniendo en cuenta la generación de *cash flow* de la compañía para 2017, la compañía volverá a tener caja positiva. Esta holgada situación de balance deja la puerta abierta a i) seguir con una de remuneración al accionista atractiva (*yield* por encima del 3%); ii) Realizar alguna adquisición o iii) un mix de ambas.

REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA: El DPA'15 = 1,34€/acc (*yield*; 2,7%) con un *pay-out* del 58%. Pensamos que mientras mantenga caja neta positiva, el *pay out* estará por encima de lo que es lo habitual Viscofan, es decir en torno a 51%. Estimamos DPA'16 estimado de 1,50€/acc (+11,7%); *yield* 3,0%; *pay-out estimado* 55%. A futuro, esperamos una caída paulatina del *pay-out* hecho que incrementará la caja neta de la sociedad.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Carrasco (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther Aranda de la Torre
Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ana Achau Asesoramiento

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

PYG (Miles €)	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 15/21
Total Ingresos	752.784	660.201	687.063	740.770	733.637	747.461	765.507	784.004	802.953	822.374	1,8%
Coste Ventas	-272.943	-204.784	-201.021	-226.980	-210.554	-213.774	-217.404	-222.657	-228.039	-233.554	0,5%
Margen Bruto	63,7%	69,0%	70,7%	69,4%	71,3%	71,4%	71,6%	71,6%	71,6%	71,6%	
EBITDA	185.033	170.637	185.423	213.843	217.631	226.131	234.374	242.461	250.766	259.299	3,3%
Margen Ebitda	24,6%	25,8%	27,0%	28,9%	29,7%	30,3%	30,6%	30,9%	31,2%	31,5%	
Amor. y Prov.	-45.010	-45.142	-49.163	-53.049	-54.598	-57.024	-59.163	-61.046	-62.706	-64.168	3,2%
EBIT	140.023	125.495	136.260	160.794	163.033	169.107	175.211	181.415	188.060	195.131	3,3%
Rdo. Financiero	-7.028	-3.086	-2.019	-9.287	208	22	-269	-917	-800	-664	
BAI	132.995	122.409	134.241	151.507	163.241	169.129	174.942	180.498	187.260	194.467	4,2%
Impuesto de Sociedades	-27.932	-25.563	-30.612	-31.883	-36.403	-37.208	-38.487	-39.710	-41.197	-42.783	5,0%
BNA	105.063	101.520	106.452	120.035	126.838	131.921	136.455	140.788	146.063	151.684	4,0%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance (Miles €)	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo no Corriente	373.261	411.963	413.178	416.188	436.552	455.176	471.693	486.355	499.383	510.972
Activo Corriente	404.308	378.712	463.721	415.733	430.050	466.591	521.609	576.017	635.242	701.482
Caja	44.863	16.739	25.601	44.453	40.391	73.641	121.369	167.931	219.181	277.313
TOTAL ACTIVO	777.569	790.675	876.899	831.921	866.602	921.767	993.303	1.062.371	1.134.624	1.212.453
Patrimonio Neto	498.569	521.617	575.867	633.199	658.319	717.680	787.895	856.364	927.807	1.004.871
Pasivo Corriente	195.623	174.228	201.166	116.183	123.652	119.596	119.056	118.797	118.747	118.652
Deuda Financiera	109.516	101.326	100.213	41.208	52.325	53.825	55.325	56.825	58.325	59.825
TOTAL PASIVO	777.569	790.675	876.899	831.921	866.602	921.767	993.302	1.062.372	1.134.625	1.212.454

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Val. DFC (Miles €)	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
BNA	105.063	101.520	106.452	120.035	126.838	131.921	136.455	140.788	146.063	151.684
Amortizaciones	-45.010	-45.142	-49.163	-53.049	-54.598	-57.024	-59.163	-61.046	-62.706	-64.168
Financieros (I-T)	-8.504	-3.731	-2.479	-11.237	-887	17	-210	-715	-624	-518
(-)Inversiones	71.000	98.000	61.000	57.000	77.000	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000
+/- Var. N.O.F.	36.969	6.052	-1.445	18.451	15.361	6.837	7.320	7.595	7.515	7.693
CFLO	107.969	104.052	59.555	75.451	92.361	81.837	82.320	82.595	82.515	82.693

Fuente: Análisis Bankinter.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL

Distribución de los Ingresos

Equity	g						Unidades de Negocio	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	
	0,10%	0,30%	0,50%	0,70%	0,90%	1,10%							
W A C C	5,24%	60,62	62,58	64,70	67,02	69,55	72,32	ENVOLTURAS	694,7	691,2	705,1	722,7	740,7
	5,44%	58,30	60,09	62,04	64,14	66,44	68,93	Var%	8,8%	-0,5%	2,0%	2,5%	2,5%
	5,64%	56,14	57,79	59,57	61,50	63,58	65,86	COGENERACION	46,1	42,4	42,4	42,8	43,3
	5,84%	54,14	55,67	57,30	59,06	60,97	63,03	Var%	-4,6%	-1,0%	1,9%	2,4%	2,4%
	6,04%	52,27	53,67	55,17	56,80	58,54	60,43	TOTAL VENTAS	740,8	733,6	747,5	765,5	784,0
	6,24%	50,52	51,82	53,22	54,70	56,31	58,05	Var%	7,8%	-1,0%	1,9%	2,4%	2,4%
	6,44%	36,30	37,47	38,73	40,09	41,56	43,16						

Fuente: Análisis Bankinter.

Ratios Comparables

Compañía	Capitalización Bursatil	PER16e.	PER17e.	EV/Ebitda 2016e.	P/Valor contable	DFN/Ebitda	Rent. Divid. 2016	Beta	ROE
VISKASE	90,24	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,5x	0,00	n.d.	n.a.
DEVRO PLC	416,96	16,9x	14,3x	8,3x	3,4x	4,8x	3,56	0,65	20,1x
SHENGUAN HOLD.	1.857,79	2,9x	2,7x	2,4x	0,5x	0,7x	20,47	0,95	19,3x
VISCOFAN SA	2.293,37	18,1x	17,4x	10,6x	3,3x	0,2x	3,00%	0,65	18,4x
Media sector		12,6 x	11,5 x	7,1 x	2,4 x	2,3 x	6,0 x	0,8 x	19,3 x

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Carrasco (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Esther Gutierrez de la Torre

Eva del Barrio Belén San José Ana de Castro

Rafael Alonso

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.