

Danone anuncia una revisión completa de su negocio. Las ventas del 3T20 se contraen y siguen lastradas por el segmento de Agua.

Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	33.165				
Cotización actual:	51,18 € (21/10/2020)				
Mín/Máx (52 sem.):	50,26€ / 75,66€				
Evolución	YTD	2019	2018	2017	2016
histórica	-30,7%	+20,1%	-12,1%	+16,2%	-3,3%

Ventas 3T20

	Total	Var.LFL	Var.esp.	Real vs Esp.
Ventas	5.821	-2,5%	-0,1%	Peor
▪ Lácteos	3.108	+3,7%	-	
▪ Nutr. Especializada	1.698	-5,7%	-	
▪ Agua	1.015	-13,5%	-	

Por geografía

▪ Europa & N. América	3.334	-1,1%	-	
▪ Resto del Mundo	2.486	-4,1%	-	

*Millones de €

Cifras principales

	2019r	2020e	2021e	2022e	TAMI
Ventas	25.287	24.023	23.542	23.895	-1,9%
EBITDA	5.232	4.564	4.520	4.588	-4,3%
Margen EBITDA	20,7%	19,0%	19,2%	19,2%	
EBIT	3.237	3.124	3.020	3.037	-2,1%
Margen EBIT	12,8%	13,0%	12,8%	12,7%	
BNA*	1.928	1.877	1.814	1.848	-1,4%
Margen BNA	7,6%	7,8%	7,7%	7,7%	
BPA (€/acc)	2,97	3,03	2,93	2,96	-0,2%
DPA (€/acc)	2,10	2,10	2,23	2,36	+4,0%

Millones de € excepto BPA y DPA

* En 2019 el BNA se contrajo un -17,9% por provisiones y pérdidas sobre empresas asociadas. En concreto una filial china, que desarrolla parte del segmento de Nutrición Especializada. Esto hace que el incremento del BNA esperado en 2020 sea llamativamente alto.

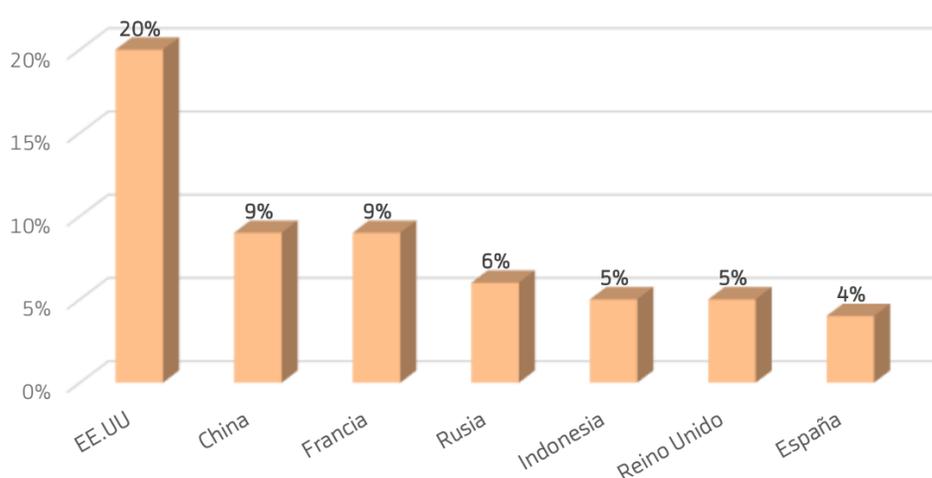
Ratios principales

	2019r	2020e	2021e	2022e
PER*	24,9	16,9	17,5	17,3
PER implícito	21,8	21,4	22,1	21,9
EV/EBITDA	10,5	12,1	12,2	12,0
Rent. Dividendo*	4,1%	4,1%	4,3%	4,6%
DN/FFPP (veces)	0,75	0,74	0,71	0,70
DN/EBITDA (veces)	2,50	2,91	2,90	2,85

*En 2019 con cotización cierre del año. Sigüentes años con última cotización.

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

Principales ventas por área geográfica



Danone

Precio objetivo: 64,9 € Potencial: +27,5%

Recomendación: Neutral

Analista: Luis Piñas Ruiz

Revisamos nuestro precio objetivo hasta 64,9€ vs 68,5€ estimado preliminar y recomendación de Neutral.

1. Las Ventas se contraen de nuevo en el 3T (-2,5% LFL).
2. El segmento de Agua aún es su mayor problema (-13,5% LFL).
3. La Compañía ha anunciado una revisión completa de sus líneas de negocio y cambio parcial de su directiva.

• Lo más importante de la publicación de las ventas 3T20 es que Danone ha anunciado una revisión completa de sus líneas de negocio y cambios en su directiva (a partir de 2021) con el objetivo de reestructurar productos, reducir costes y cambiar el modelo de gestión.

▪ En cuanto a las ventas del 3T20, han sido peores de lo esperado: han alcanzado los 5.821M€ vs 5.937M€ esperado. Corresponde a una contracción de -2,5% LFL y -9,3% en términos reportados. Sólo aumentan las ventas en Lácteos (+3,7% LFL) mientras que Nutrición Especializada (línea con mayor margen operativo) se contrae hasta -5,7% LFL.

▪ Pero el mayor problema de Danone sigue siendo el segmento de Agua: en el 3T se contrae hasta -13,5% LFL y acumula en lo que llevamos de año una contracción de -17,1%. Este es el común denominador del Sector Alimentación (p. ej. Nestlé anunció recientemente la desinversión parcial en este segmento) y uno de los principales motivos de la revisión de negocio que realizará el Grupo.

▪ En conjunto, pensamos que las ventas de Danone son negativas porque sus productos son considerados básicos y, en general, el CV-19 ha impulsado su consumo. Pero Danone no ha sido capaz de aprovechar este momento como sí han hecho otras empresas del sector.

▪ Estimamos que las ventas de 2020 se estabilizarán en torno a -1% LFL (-5% reportado) pero seguirán en contracción en 2021 (-2% reportado). Este último año, probablemente el más importante por los cambios que pueda tener la Compañía y con efecto en sus resultados a partir de 2022.

▪ Por el lado de la revisión de negocio, pensamos que es un movimiento positivo y necesario. Sobre todo si reorganizan, o incluso venden, su segmento de Agua. Pero el cambio de directiva genera incertidumbre por (i) el modelo de gestión aún desconocido y (ii) la posible reducción del dividendo por parte del nuevo CFO de la Compañía, de acuerdo con la revisión de negocio completo. Pero pensamos que es poco probable y la rentabilidad por dividendo actual sigue siendo el mayor atractivo para los accionistas actuales (4%). En cualquier caso, hasta que no anuncien decisiones concretas, la revisión del negocio aún sin definir generará incertidumbre. Y, a medida que se conozca algún detalle, valoraremos su impacto en los resultados futuros.

▪ Por estos motivos revisamos a la baja nuestro precio objetivo hasta 64,9€ (desde 68,5€ preliminar en el momento de publicación de sus ventas 3T20) y recomendación de Neutral.

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/19)	TAMI (19/25)
Ventas	21.944	24.677	24.651	25.287	24.023	23.542	23.895	24.373	24.983	25.607	4,8%	0,2%
EBITDA*	3.709	4.708	4.342	5.232	4.564	4.520	4.588	4.753	4.872	4.993	12,2%	-0,8%
Margen EBITDA	16,9%	19,1%	17,6%	20,7%	19,0%	19,2%	19,2%	19,5%	19,5%	19,5%		
EBIT	2.923	3.734	2.741	3.237	3.124	3.020	3.037	3.127	3.217	3.315	3,5%	0,4%
Margen EBIT	13,3%	15,1%	11,1%	12,8%	13,0%	12,8%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%		
BNA**	1.720	2.453	2.349	1.928	1.877	1.814	1.848	1.923	1.968	2.035	3,9%	0,9%
BNA a dividendo	1.049	1.202	1.256	1.363	1.300	1.378	1.475	1.572	1.649	1.748		
BNA a patrimonio	671	1.251	1.093	565	578	436	373	351	319	286		
Margen BNA	7,8%	9,9%	9,5%	7,6%	7,8%	7,7%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%		
% var. BNA	-	42,6%	-4,2%	-17,9%	-2,6%	-3,4%	1,9%	4,1%	2,3%	3,4%		

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

* En 2017 comienzan a incluirse de forma completa los ingresos por la adquisición de WhiteWave

** En 2019 el BNA se contrajo un -17,9% por provisiones y pérdidas sobre empresas asociadas. En concreto una filial china, que desarrolla parte del segmento de Nutrición Especializada.

Resumen de Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/19)	TAMI (19/25)
Tesorería*	13.620	4.100	5.038	4.318	3.359	3.078	3.066	3.114	3.179	3.258		
Clientes	2.524	2.794	2.689	2.906	2.769	2.802	2.892	2.843	2.907	2.980		
Existencias	1.380	1.668	1.789	1.933	1.824	1.694	1.560	1.587	1.623	1.663		
Inm. Material	5.036	6.005	6.175	6.844	7.203	7.503	7.752	8.127	8.272	8.394		
Otros	21.390	29.693	28.487	29.361	29.299	29.384	29.485	29.598	29.706	29.814		
Total Activo	43.950	44.260	44.178	45.362	44.454	44.461	44.755	45.269	45.686	46.109	1,1%	0,3%
Pasivo Corriente	3.772	3.904	3.675	3.959	3.627	3.637	3.570	3.626	3.565	3.654		
Deuda*	21.281	19.508	17.889	17.380	16.648	16.208	16.154	16.190	16.291	16.279	-6,5%	-1,1%
Patrimonio Neto	13.194	14.529	16.475	17.378	17.956	18.392	18.764	19.116	19.434	19.721	9,6%	2,1%
Otros	5.703	6.319	6.139	6.645	6.224	6.225	6.266	6.338	6.396	6.455		
Total Pasivo	43.950	44.260	44.178	45.362	44.454	44.461	44.755	45.269	45.686	46.109	1,1%	0,3%

*En 2016/2017 efectúa la compra de WhiteWave vía deuda. Por eso se registran variaciones extraordinarias en Tesorería y Deuda Financiera.

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Ad Infinitum
EBIT	3.124	3.020	3.037	3.127	3.217	3.315	
Impuestos	-832	-804	-809	-836	-862	-892	
BNA antes de intereses	2.291	2.216	2.228	2.291	2.355	2.423	
Amortizaciones (+)	1.441	1.501	1.550	1.625	1.654	1.679	
Cash-Flow de Explotación	3.732	3.716	3.778	3.917	4.009	4.102	
Capex	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
Var. Capital Circulante	-87	108	-22	77	-161	-24	
Cash-Flow Libre	1.845	2.024	1.956	2.193	2.048	2.277	60.901

DCF tomando los flujos a partir de 2021e

*M€

Matriz de Sensibilidad

	Wacc/g	0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%
Enterprise Value	55.152,87 €							
Deuda Neta	13.062 €	4,48%	63,2	66,0	69,1	72,4	76,1	80,1
Equity Value	42.090,87 €	4,58%	61,0	63,7	66,6	69,8	73,2	77,0
Nº Acciones	649	4,68%	59,0	61,5	64,3	67,3	70,5	74,0
Precio Objetivo	64,9 €	4,78%	57,0	59,5	62,1	64,9	67,9	71,2
WACC	4,78%	4,88%	55,2	57,5	59,9	62,6	65,5	68,6
g	1%	4,98%	53,4	55,6	57,9	60,5	63,2	66,1
Beta	0,9	5,08%	51,7	53,8	56,0	58,4	61,0	63,7

* millones de € excepto nº de acciones (M de acciones)