

## Nota de compañía

**El cambio de estrategia funciona y los resultados del 1S21 recuperan el crecimiento después de 4 trimestres consecutivos en contracción. Mejora de perspectivas en 2021 y 2022.**

## Danone

Precio objetivo: **72,2 €** Potencial: **+14%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

### Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	41.276				
Cotización actual:	63,60 € (03/08/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	46,03€ (29-oct)/65,98€ (19-jun)				
Evolución histórica	YTD	2020	2019	2018	2017
	+18,4%	-27,3%	+20,1%	-12,1%	+16,2%

Ventas 1S21	Total	Var.LFL	Var.esp.	Real vs Esp.
<b>Ventas</b>	11.835	+1,6%	-3,9%	Mejor
▪ Lácteos	6.406	+3,2%	-	
▪ Nutr. Especializada	3.513	-2,6%	-	
▪ Agua	1.916	+4,5%	-	

### Por geografía

▪ Europa & N. América	6.784	+1,7%	-
▪ Resto del Mundo	5.051	+1,4%	-

\*Millones de €

Cifras esperadas por el consenso de Bloomberg

Var. LFL = variación comparable según criterios de la Compañía

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	23.620	22.911	24.172	24.897	+1,8%
EBITDA	4.769	4.101	4.907	5.079	+2,1%
Margen EBITDA	20,2%	17,9%	20,3%	20,4%	
EBIT	2.798	2.706	3.444	3.560	+8,4%
Margen EBIT	11,8%	11,8%	14,2%	14,3%	
BNA*	1.956	1.594	2.118	2.219	+4,3%
Margen BNA	8,3%	7,0%	8,8%	8,9%	
BPA (€/acc)	3,01	2,63	3,46	3,60	+6,1%
DPA (€/acc)	2,10	1,94	2,04	2,14	+0,6%

Millones de € excepto BPA y DPA

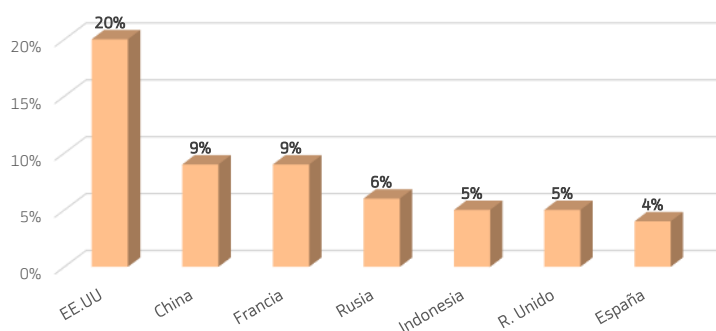
Ratios principales	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	17,8	24,2	18,4	17,7
PER implícito	n.a.	27,5	20,9	20,0
EV/EBITDA	11,0x	12,1x	14,0x	11,7x
Rent. Dividendo*	3,3%	3,3%	3,1%	3,2%
DN/FFPP	0,7x	0,8x	0,7x	0,6x
DN/EBITDA	2,4x	3,0x	2,4x	2,2x

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

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

Si PER Implícito < PER, indica sobrevaloración actual del precio de las acciones.

### Principales ventas por área geográfica



Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** que mejoramos desde Vender cuando la Compañía publicó sus resultados del 1S21 antes de la apertura. Mejoramos el P. Objetivo hasta **72,2€/acc.** vs 58,3€/acc. anterior (abril '21). **El cambio de gestión y estrategia del Grupo funciona:** (i) los resultados del 1S21 recuperan el crecimiento tras 4 trimestres consecutivos de contracción, (ii) la mejora de **productividad** salva los márgenes y (iii) el Grupo mejora su **guidance** para el 2S21. Aumentamos P. Objetivo por **aceleración estimada de ventas y márgenes en 2021 y 2022.** Desde que cambiamos nuestra recomendación de Danone acumula una revalorización de +11% y otorgamos un potencial adicional de +14%.

**El cambio de estrategia del Grupo anunciado en octubre'20 funciona.** La renovación, aún en proceso, de su equipo directivo y la revisión de todas sus marcas hacia productos con mayor margen y desinversión de negocios no estratégicos ya impulsan sus resultados. Pensamos que Danone ha tomado el rumbo correcto después de varios ejercicios complicados y es la señal que estimábamos necesaria para mejorar las perspectivas y recomendación.

**1. Los resultados del 1S21 recuperan el crecimiento después de 4 trimestres consecutivos en contracción.** Además, en términos estancos del 2T21 todas sus líneas de negocio consiguen acelerar respecto al año pasado. **Destaca:** (i) su **negocio de Agua** porque parece que deja de ser su gran "dolor de cabeza" porque desde el 4T19 se contrae en torno a -1,5% a/a cada trimestre, pero esta vez ha sido la línea que más acelera (+19,5% a/a); y (ii) **los productos con mayor valor añadido** y, por tanto, con más margen aceleran en torno a +15% a/a (p. ej. probióticos en Lácteos). **Estimamos que este cambio de tendencia será sostenible** en el tiempo gracias a (a) los cambios de hábito en el consumo hacia productos saludables y nutrición especializada (p. ej. Nutrición Infantil) y (b) los desconfinamientos progresivos que beneficia a segmentos dependientes del ocio como la línea de Agua. En este entorno, estimamos que las ventas este año se contraerán -4% a/a vs -8% estimado anterior y acelerarán hasta +5,5% a/a en 2022 vs +3,5% anterior.

**2. La revisión de marcas está siendo fundamental para la mejora de márgenes.** La nueva dirección del Grupo está **enfocada en desinversión de marcas no estratégicas, crecimiento orgánico en marcas con mayor valor añadido y ahorro de costes.** Tres pilares fundamentales y que pensamos ya dan sus primeros resultados porque han conseguido amortiguar la inflación de costes extraordinaria y que afecta a los márgenes de todo el S. Alimentación (+4,3 p.p. vía productividad vs -4,9 p.p. inflación de costes). Estimamos que la presión por el lado de **costes se moderará en el 2S21** y el **aumento de productividad** permitirá igualar el M. EBIT del año pasado y acelerar en 2022.

**3. En línea con nuestras estimaciones de márgenes, el Grupo ha mejorado sus perspectivas para 2021:** esperan acelerar sus resultados en el 2S21 e igualar el M. EBITDA de 2020. Objetivos que ahora sí estimamos que son alcanzables.

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Ventas	24.677	24.651	25.287	23.620	22.911	24.172	24.897	25.519	26.157	26.811	-1,8%	+3,2%
<b>EBITDA</b>	<b>4.708</b>	<b>4.342</b>	<b>5.232</b>	<b>4.769</b>	<b>4.101</b>	<b>4.907</b>	<b>5.079</b>	<b>5.257</b>	<b>5.415</b>	<b>5.550</b>	-3,4%	+6,2%
Margen EBITDA	19,1%	17,6%	20,7%	20,2%	17,9%	20,3%	20,4%	20,6%	20,7%	20,7%		
EBIT	3.734	2.741	3.237	2.798	2.706	3.444	3.560	3.691	3.810	3.913	-7,7%	+7,7%
Margen EBIT	15,1%	11,1%	12,8%	11,8%	11,8%	14,2%	14,3%	14,5%	14,6%	14,6%		
<b>BNA*</b>	<b>2.453</b>	<b>2.349</b>	<b>1.928</b>	<b>1.956</b>	<b>1.594</b>	<b>2.118</b>	<b>2.219</b>	<b>2.297</b>	<b>2.386</b>	<b>2.464</b>	-10,2%	+9,1%
BNA a Dividendo	1.202	1.256	1.363	1.363	1.176	1.248	1.317	1.369	1.437	1.509		
BNA a Patrimonio	1.251	1.093	565	593	417	869	901	928	948	955		
Margen BNA	9,9%	9,5%	7,6%	8,3%	7,0%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	9,2%		
% var. BNA	-	-4,2%	-17,9%	+1,5%	-18,5%	+32,9%	+4,8%	+3,5%	+3,9%	+3,3%		

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

\* 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

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Tesorería	4.100	5.038	4.318	5.124	4.708	4.759	4.885	5.010	5.126	5.250		
Clientes	2.794	2.689	2.906	2.608	2.741	2.870	2.958	3.039	3.115	3.193		
Existencias	1.668	1.789	1.933	1.840	1.530	1.548	1.613	1.658	1.699	1.741		
Inm. Material	6.005	6.175	6.844	6.572	6.977	7.314	7.595	7.829	8.024	8.187		
Otros	29.693	28.487	29.361	26.632	26.263	26.371	26.481	26.587	26.689	26.791		
<b>Total Activo</b>	<b>44.260</b>	<b>44.178</b>	<b>45.362</b>	<b>42.776</b>	<b>42.218</b>	<b>42.863</b>	<b>43.532</b>	<b>44.122</b>	<b>44.653</b>	<b>45.163</b>	-1,2%	+1,4%
Pasivo Corriente	3.904	3.675	3.959	3.467	3.508	3.547	3.641	3.733	3.820	3.913		
Deuda	19.508	17.889	17.380	16.500	16.884	16.531	16.111	15.597	15.019	14.410	-3,5%	-3,1%
Patrimonio Neto	14.529	16.475	17.378	16.298	15.915	16.785	17.686	18.614	19.562	20.518	+2,3%	+5,2%
Otros	6.319	6.139	6.645	6.511	5.911	6.001	6.094	6.177	6.251	6.323		
<b>Total Pasivo</b>	<b>44.260</b>	<b>44.178</b>	<b>45.362</b>	<b>42.776</b>	<b>42.218</b>	<b>42.863</b>	<b>43.532</b>	<b>44.122</b>	<b>44.653</b>	<b>45.163</b>	-1,2%	+1,4%

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

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Ad Infinitum
BNA	2.349	1.928	1.956	1.594	2.118	2.219	2.297	2.386	2.464	
Amortizaciones (+)	1.601	1.386	1.452	1.395	1.463	1.519	1.566	1.605	1.637	
Gastos financieros (+)	348	371	310	355	347	338	328	315	303	
Inversión Capex (-)	1.771	2.055	1.180	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	
Inversión Circulante	n.a.	-77	-101	218	-109	-59	-33	-31	-27	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>n.a.</b>	<b>1.553</b>	<b>2.437</b>	<b>1.762</b>	<b>2.019</b>	<b>2.217</b>	<b>2.358</b>	<b>2.475</b>	<b>2.577</b>	<b>64.034</b>

DFC tomando los flujos a partir de 2022e

\*M€

### Matriz de Sensibilidad

Enterprise Value 57.613 €	Wacc/g	0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%
Deuda Neta 11.771 €	4,8%	70,6	73,4	76,4	79,7	83,2	87,1	91,3
Equity Value 45.842 €	4,9%	68,4	71,1	74,0	77,1	80,4	84,0	88,0
Nº Acciones 635	5,0%	66,4	68,9	71,6	74,6	77,7	81,1	84,9
<b>Precio Objetivo 72,2 €</b>	<b>5,1%</b>	<b>64,4</b>	<b>66,8</b>	<b>69,4</b>	<b>72,2</b>	<b>75,2</b>	<b>78,4</b>	<b>81,9</b>
WACC 5,06%	5,2%	62,5	64,8	67,3	69,9	72,8	75,8	79,1
g 1%	5,3%	60,7	62,9	65,3	67,8	70,5	73,3	76,5
Beta 0,9	5,4%	59,0	61,1	63,3	65,7	68,3	71,0	74,0

\* Millones de € excepto nº de acciones (M de acciones)