

Crecimiento de Ingresos y potencial de Sinergias. Gobierno Corporativo reforzado.

Datos básicos

Capitalización (M€):	71.984
Último (€/acción):	162,5 €
Nº acciones (M):	443,1
Mín/Máx (52 sem):	103,5€ / 167,8€
Cód. Reuters / Bloomberg:	ESLX.PA / EL FP
Evolución 2021	+27,4%

Cifras relevantes	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
Ventas	16.194	17.390	14.429	18.758	5,0%
M. Bruto	10.209	10.817	8.476	11.536	4,2%
<i>M. Bruto</i>	<i>63,0%</i>	<i>62,2%</i>	<i>58,7%</i>	<i>61,5%</i>	
EBIT	2.618	1.679	452	2.704	1,1%
<i>Margen EBIT</i>	<i>16,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>14,4%</i>	
BNA	1.774	1.077	85	1.710	-1,2%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>11,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>0,6%</i>	<i>9,1%</i>	

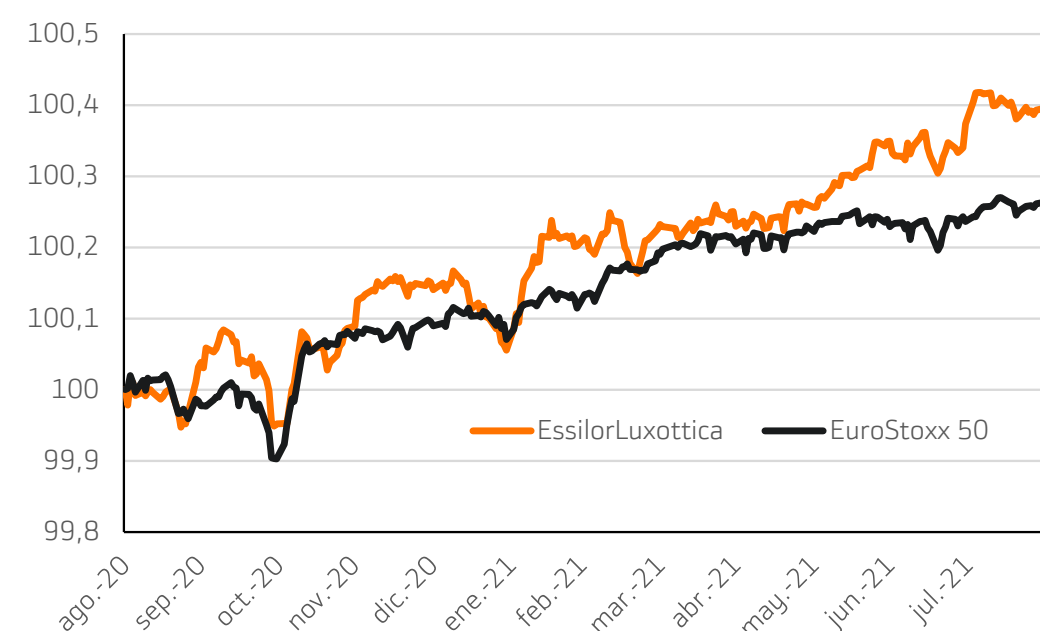
M€ - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI
PER	40,6	66,8	846,9	42,1	
EV/EBITDA	20,6	18,9	27,8	15,3	
Rent. Dividendo	0,0%	0,0%	0,7%	1,2%	
BPA (€/acc)	4,2	2,4	0,2	3,9	16,5%
DPA (€/acc)	0,0	0,0	1,2	2,0	n.s.
DN/EBITDA (x)	1,1	1,1	1,1	0,4	

Evolución reciente	1S21	1S20	1S19	Var. 21 vs 19
Ingresos	8.768	6.230	8.776	5,7%
Margen Bruto	5.383	3.448	5.453	5,0%
<i>Margen Bruto %</i>	<i>61,4%</i>	<i>55,3%</i>	<i>62,1%</i>	
EBIT	1.622	126	1.512	16,4%
<i>Margen EBIT %</i>	<i>18,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>17,2%</i>	
BNA	1.117	7	1.047	16,2%

Desglose Ventas	1S21	1S20	1S19	Var. 21 vs 19
Soluc. Profesionales	5.196	3.640	5.367	-3,2%
Vtas Directas Clientes	3.572	2.590	3.409	4,8%

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



EssilorLuxottica

Precio objetivo: 185 € Potencial: +14,0%

Recomendación: Comprar

Analista: Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados 1S 2021 baten las expectativas y superan los niveles de 1S 2019. Las ventas a tipo de cambio constante aumentan +5,7% vs 1S 2019 (+9,2% en 2T). El EBIT crece +35% y supera en 130 pb el nivel de 1S 2019 hasta 18,5% debido al apalancamiento operativo y la contención de costes. La clarificación de la cúpula directiva elimina incertidumbres y permite acelerar la consecución de sinergias tras la fusión de Essilor y Luxottica en 2018. La adquisición de GrandVision, efectiva a partir del 1 de julio, refuerza el liderazgo mundial del grupo en el mercado de lentes, monturas y gafas de sol y genera nuevo potencial de sinergias. El grupo eleva las guías del año: prevé superar los niveles de facturación y rentabilidad de 2019. Iniciamos cobertura con una recomendación de Compra y un P. Objetivo de 185€.

Los resultados 1S 2021 baten las expectativas y superan los niveles de 2019.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 8.768 M€ (+49,2%) vs 8.510 M€ estimado; M. Bruto 5.383 M€ (61,4% sobre ventas) vs 5.218 M€ (61,2%); EBIT 1.622 M€ vs 1.470 M€ esperado; BNA 1.117 M€ vs 992 M€ esperado. La generación de Cash Flow asciende a 1.211 M€ y la DFN se sitúa en 1.945 M€ vs 2.975 a diciembre 2020. Frente a 2019, por segmentos, las ventas de Soluciones Profesionales crecen en el semestre +2,7% a tipo de cambio constante (+5,0% en 2T) y las Ventas Directas a Clientes +10,4% (+15,7% en 2T). Por geografías, EE.UU. aumenta +11,6% (+16,4% en 2T), Europa -1,3% (+3,8% en 2T), Asia-Pacífico -0,5% (-3,5%) y Latam +1,5% (+2,0%). Las ventas online crecen +66% y representan el 9% del total.

Las ventas a tipo de cambio contante crecen +49,2% vs 1S20 y +5,7% vs 1S19 (+9,2% en 2T). El M. EBIT crece +35% debido al apalancamiento operativo y la contención de costes, y supera en 130 pb el nivel de 1S 2019 (17,2%).

La adquisición de GrandVision se ha completado y se empezará a consolidar a partir del 1 de julio. Tras los resultados, el grupo eleva las guías para el año (excluyendo GrandVision): los ingresos a tipo de cambio constante crecerán a un dígito medio vs 2019 y el Margen EBIT superará el nivel de 2019 si no se producen nuevas restricciones por CV-19 en la segunda mitad del año. Las previsiones previas apuntaban a igualar los niveles de 2019. El grupo mantiene los objetivos de obtener sinergias de 300/350 M€ en EBIT en 2021 y 420/600 M€ en 2023 sin incluir GrandVision.

Perspectivas de medio plazo

Desde la integración en octubre 2018, EssilorLuxottica es líder mundial en el diseño y producción de lentes, monturas y gafas de sol. Integrada verticalmente, abarca desde I+D al diseño de modelos icónicos y la venta a través de una red de ~11.000 tiendas a nivel global (antes de la adquisición de GrandVision). El mercado de productos oftalmológicos y gafas ofrece un potencial de crecimiento a largo plazo de +4/+5% anual.

La recién aprobada adquisición de GrandVision por 7.200 M€ tiene sentido estratégico y genera valor. La segunda mayor cadena de tiendas ópticas a nivel global, refuerza el liderazgo mundial del grupo y genera sinergias y nuevas oportunidades de segmentación. Con una red de 7.000 tiendas y creciente posicionamiento online, incrementa la facturación del grupo +20%, potencia los canales de venta directa a los consumidores y amplía la oferta de productos del grupo en un segmento de mercado más asequible. Reduce la exposición del grupo a licencias de monturas de alta gama/premium y permite competir con ofertas online más baratas. Geográficamente, consolida la posición en los mercados minoristas de Europa y Latam, donde GrandVision es líder. Latam es la región con mayor crecimiento en el sector (+7,1% crecimiento anual esperado hasta 2023).

Hasta recientemente, la división de la cúpula directiva ha ralentizado la obtención de sinergias tras la fusión. El nombramiento de un solo Consejero Delegado (vs 2 anteriormente, uno en representación de cada una de las compañías fusionadas) y la simplificación del equipo gestor refuerza el gobierno corporativo del grupo y agiliza la toma de decisiones y la operación como una única compañía. El grupo prevé sinergias de 300/350 M€ en 2021 (12% del EBIT de 2019) y de 420/600 M€ en 2023 sin incluir GrandVision, lo que impulsará los márgenes y la generación de caja.

Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TAMI (19/26)
Ventas	16.194	17.390	14.429	18.758	21.196	22.256	23.369	24.537	25.764	5,8%
M. Bruto	10.209	10.817	8.476	11.536	13.142	14.021	14.839	15.704	16.489	6,2%
Margen Bruto	63,0%	62,2%	58,7%	61,5%	62,0%	63,0%	63,5%	64,0%	64,0%	
EBITDA	3.494	3.800	2.588	4.706	5.424	5.840	6.413	7.025	7.376	9,9%
Margen EBITDA	21,6%	21,9%	17,9%	25,1%	25,6%	26,2%	27,4%	28,6%	28,6%	
EBIT	2.618	1.679	452	2.704	3.081	3.509	3.879	4.547	4.937	16,7%
Margen EBIT	16,2%	9,7%	3,1%	14,4%	14,5%	15,8%	16,6%	18,5%	19,2%	
BNA	1.774	1.077	85	1.710	1.973	2.284	2.572	3.079	3.382	17,8%
% var. Ventas		7,4%	-17,0%	30,0%	13,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
% var. BNA		-39,3%	-92,1%	1911,5%	15,4%	15,8%	12,6%	19,7%	9,8%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TAMI (19/26)
Inmovilizado Material	3.368	3.620	3.348	3.437	3.170	3.470	3.170	2.870	2.570	
Inmovilizado Inmaterial	35.114	37.388	34.442	34.704	34.465	34.210	34.116	34.025	34.117	
Existencias	2.045	2.166	1.930	2.345	2.650	2.782	2.921	3.067	3.221	
Clientes	2.357	2.411	2.066	2.378	2.861	3.005	3.155	3.313	3.478	
Tesorería	1.829	4.836	8.683	9.424	10.115	9.746	9.566	9.426	9.271	9,7%
Otros	1.556	2.162	1.849	1.784	1.915	1.982	2.053	2.126	2.202	
Total Activo	46.269	52.583	52.318	54.072	55.175	55.195	54.980	54.826	54.859	0,6%
Patrimonio Neto	33.261	35.332	32.798	34.564	35.594	36.789	38.115	39.753	41.472	2,3%
Deuda Financiera	3.766	7.267	9.957	9.555	9.293	7.764	6.130	4.465	2.795	-12,8%
Acreedores	1.746	1.770	1.864	1.950	2.134	2.182	2.260	2.341	2.458	
Pasivo Corriente	3.410	4.770	4.025	3.967	4.587	4.921	5.047	5.182	5.326	
Otros	4.086	3.444	3.674	4.036	3.566	3.538	3.427	3.084	2.807	
Total Pasivo	46.269	52.583	52.318	54.072	55.175	55.195	54.980	54.825	54.858	0,6%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	VR
EBIT	2.704	3.081	3.509	3.879	4.547	4.937	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-730	-832	-947	-1.047	-1.228	-1.333	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp)	1.974	2.249	2.561	2.832	3.320	3.604	
+ Amortizaciones	2.002	2.342	2.331	2.534	2.477	2.438	
- Inversiones en activos fijos	-1.000	-1.200	-1.500	-1.800	-2.000	-2.300	
- Variación Capital Circulante	-464	-716	-277	-262	-277	-258	
= Cash Flow Libre	2.512	2.676	3.116	3.303	3.520	3.484	92.335

WACC 5,1%

g 1,5%

Matriz de Sensibilidad

	WACC/g	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%	2,0%
Valor Grupo	4,1%	221	238	258	283	313
- Deuda Neta	4,6%	189	201	215	232	251
- Minoritarios	5,1%	165	174	185	196	209
Valor Fondos Propios	5,6%	146	153	161	169	179
Nº acciones (M)	6,1%	131	137	143	149	157
Precio Objetivo (€/acción)	6,6%	119	123	128	133	139

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 y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabrero- Seguros
Mariana Queirós - Telecoms

Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Susana André - Portugal, Assistant
Filipe Aires - Papel & Químicas

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