

Nota de compañía

Sector: Distribución

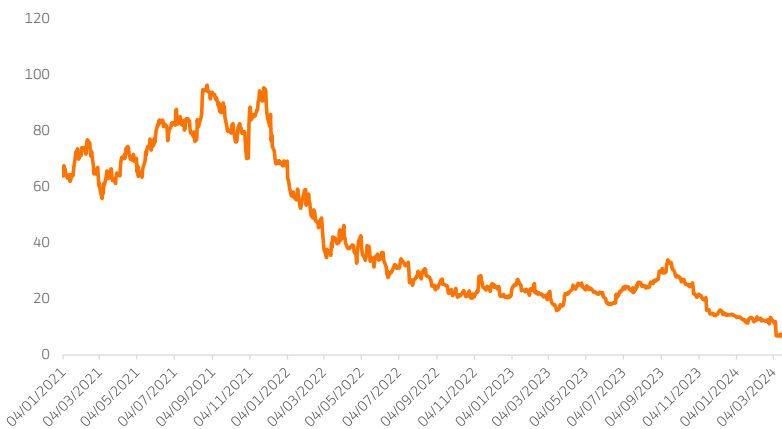
Malas perspectivas del negocio tradicional. Evolución de costes poco favorable y márgenes comprimidos. Confirmamos recomendación en Vender.

Datos de mercado principales

Capitalización(M€):	1.194
Cotización (Cierre 18/03/2024; €)	6,894
Mín/Máx(52 sem.):	Mín: 6,1€ (08 marzo 2024)/ Máx: 34,36€ (15 sept. 2023)
Ticker Reuters & Bloomberg:	HFGG.DE / HFG GY Equity

Cifras principales	2023r	2024e	2025e	2026e	TAMI
Ventas	7.597	7.749	8.136	8.461	+3,7%
Nº Pedidos	119	116	117	118	-0,4%
Var a/a	-4,8%	-3,0%	1,0%	1,0%	
EBITDA	384	344	354	366	-1,6%
Margen EBITDA	5,0%	4,4%	4,3%	4,3%	
BNA	19	56	43	53	+39,4%
Margen BNA	0,3%	0,7%	0,5%	0,6%	
BPA (€/acc.)	0,11	0,32	0,25	0,31	+39,4%

Evolución bursátil Hellofresh (datos diarios)



Ratios ppales.	2023r	2024e	2025e	2026e
PER*	126,9x	21,2x	27,8x	22,6x
PER implícito **	59,3x	20,6x	26,9x	21,9x
EV/EBITDA	3,4x	3,7x	3,6x	3,5x
RoE	1,9%	5,2%	3,8%	4,5%
DN/EBITDA	0,1x	0,1x	0,1x	Caja Neta
CAPEX s/vtas.	4,0%	2,5%	2,5%	2,5%
FCF (Millones)	-29 €	-6 €	77 €	73 €
VC/Acción	5,9 €	6,2 €	6,5 €	6,8 €

*Cotización cierre del año en 2023. Sigüientes años con última cotización.

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

ROE: Rentabilidad sobre Patrimonio; FCF Free Cash Flow; VC/Acción: Valor contable por acción.

Hellofresh

Precio objetivo: **6,7 €** Potencial Revalorización: -3,0%
 Recomendación: **Vender**
 Analista: Carlos Pellicer Vercher

Mantenemos nuestra recomendación en Vender, rebajando el Precio Objetivo hasta 6,7€ (vs 14,3€ anterior). La revisión se produce como consecuencia de: (i) previsiones de crecimiento en ventas más modestas, (ii) márgenes aún más comprimidos y (iii) rebaja del crecimiento tendencial de la Compañía (g) hasta +1% (vs +3% anterior). Todo ello después de que la Compañía anunciase un *guidance* 2024 poco convincente y eliminase sus objetivos de crecimiento y márgenes a medio plazo (2025). El negocio tradicional pierde cada vez más inercia y la Compañía centrará sus esfuerzos en el negocio de comida ya preparada (actualmente ~18% s/vtas). Sin embargo, **no confiamos en su capacidad para completar los objetivos autoimpuestos** y llevar a cabo la transformación del negocio. Además, los múltiplos de valoración nos siguen pareciendo elevados (PER24e 21,2x) dada la errática generación de Flujo de Caja Libre, el estancamiento en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y las modestas ratios que presenta la Compañía (RoE24e 5,2%).

La demanda sigue flojeando, evolución de costes poco alentadora y márgenes más comprimidos.

Estimamos una evolución poco favorable de los ingresos de la Compañía. En primer lugar, el negocio sigue perdiendo base de clientes: nº clientes activos -6,5% dic.'23 vs dic.'22 y estimamos que se mantenga la tendencia a la baja. De hecho, la Compañía buscará virar hacia un modelo de negocio de comida ya preparada (*ready-to-eat, RTE*). **Cambio estratégico que implica unos costes más elevados.** Más aprovisionamientos (dado el proceso implícito de cocción de los alimentos) e inversión en *marketing* (necesidad de penetrar en nuevos mercados). Actualmente los gastos de explotación suponen el 98,5% de las ventas y a pesar de proyectar un escenario algo más benigno en los próximos ejercicios, estimamos que el margen EBITDA se sitúe en torno al 4,5% (vs 7,9% en 2021 vs 12,6% en 2020).

Poco atractivo en el sector y múltiplos excesivos dadas las métricas de la Compañía.

Las compañías que operan en el sector tienen una estructura de costes muy rígida que eclipsa el crecimiento de las ventas. **La clave subyace en ganar volumen, algo que parece complicado** teniendo en cuenta la cantidad de competidores que hay en el sector (Delivery Hero, JustEat, DoorDash, Deliveroo, etc..) y las modestas tasas de crecimiento que esperamos para la Compañía. Hellofresh cotiza a un PER24e de 21,2x, que no se explica por expansión del Beneficio, si no por caída en precio. Múltiplo que parece excesivo dado el modesto crecimiento en ventas (TAMI 23/28 +3,6%), la errática generación de caja y las débiles ratios de rentabilidad que ofrece (RoE24e 5,2%).

Rebajamos la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). Se acabó catalogar a Hellofresh como Compañía *growth*.

Situamos la "g" en +1% (vs +3% anterior). Estimamos que Hellofresh crecerá como una Compañía consolidada/madura en los próximos ejercicios (cuando no lo es), en lugar de una *growth*. Algo que suena coherente con el recorte de las guías ofrecidas por la Compañía en relación al CAPEX. Como referencia, estimamos que Nestlé (sector consumo básico) crecerá +3,1% de forma anualizada entre 2023/2028 (vs +3,6% de Hellofresh) y aplicamos una g de 1%.

Elevamos la probabilidad de que sea adquirida por otra Compañía del sector ¿40%?

Con un -52% en el acumulado del año en el momento de redactar este informe y cotizando en mínimos históricos, otorgamos una **probabilidad >40%** (vs 30% anterior) de que algún competidor adquiera la Compañía. Sin embargo, la visibilidad al respecto es muy reducida.

Conclusión.

Desde que bajamos la recomendación a Vender el 4 de octubre de 2023 la acción acumula una caída de -75,6%. A pesar de ello, las malas perspectivas del negocio tradicional, una evolución de costes poco favorable y márgenes más comprimidos nos llevan a confirmar la recomendación de Venta y rebajar el Precio Objetivo hasta 6,7€.

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de €

P&G (síntesis)	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 23/28
Ventas	3.750	5.993	7.607	7.597	7.749	8.136	8.461	8.758	9.064	+3,6%
Costes de explotación *	-3.325	-5.614	-7.389	-7.484	-7.618	-7.991	-8.302	-8.584	-8.875	+3,5%
EBITDA	472	476	384	344	354	366	371	378	388	+2,4%
Margin EBITDA	12,6%	7,9%	5,0%	4,5%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%	
Gastos financieros	-10	-27	-30	-53	-60	-94	-94	-99	-105	+14,7%
BNA	382	255	128	19	56	43	53	59	66	+27,6%
Beneficio Neto s/ vtas.	10,2%	4,3%	1,7%	0,3%	0,7%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	
BPA	2,27	1,47	0,71	0,11	0,32	0,25	0,31	0,34	0,38	+27,6%

* Costes de explotación= Aprovisionamientos + Costes de Marketing + Costes de envío, empaquetamiento & elección de ingredientes

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Balance	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 23/28
Fondo de Comercio	207	274	285	276	276	276	276	276	276	+0,0%
Inmovilizado Total	321	701	1.266	1.413	1.497	1.475	1.471	1.481	1.505	+1,3%
Activo Circulante	143	242	288	240	245	254	266	275	285	+3,5%
Efectivo	779	911	625	585	877	1.062	1.272	1.487	1.712	+24,0%
Otros Activos	76	79	72	67	70	70	70	70	70	+0,9%
TOTAL ACTIVO	1.525	2.207	2.536	2.581	2.965	3.137	3.354	3.590	3.848	+8,3%
Patrimonio Neto	656	900	960	1.019	1.075	1.118	1.170	1.230	1.295	+4,9%
Pasivo Circulante	292	441	558	560	572	593	621	646	671	+3,7%
Deuda financiera*	367	547	709	720	1.019	1.127	1.263	1.414	1.582	+17,0%
Otros pasivos	210	320	310	282	300	300	300	300	300	+1,3%
TOTAL PASIVO	1.525	2.207	2.536	2.581	2.965	3.137	3.354	3.590	3.848	+8,3%

*Deuda financiera incluye aquellas obligaciones que llevan implícito un coste. Queda así incluido el Leasing

Valoración	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor Residual
+ BNA	56	43	53	59	66	
+ Amortiz. & Prov.	223	221	211	205	199	
+ Gtos. Financ. Netos *(1-t)	42	66	66	69	73	
+/- Financ. Circulante (-Var. Fondo Mbra.)	6	12	17	15	15	
- Inversiones	-307	-199	-207	-215	-223	
=FCFO	21	143	139	133	131	1.515

WACC	9,7%
g	1,0%

Método de valoración

Utilizamos el descuento de flujos de caja para la valoración de Hellofresh.

Enterprise Value	1.287
Deuda Fin. Neta	-136
Equity Value	1.151
Nº acciones (M)	172
Precio objetivo	6,7 €
Cotización (Cierre 18/03/2024; €)	6,9 €

Matriz de Sensibilidad

Wacc/g	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
11,2%	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8
10,7%	5,5	5,6	5,7	5,9	6,0	6,1	6,2
10,2%	5,9	6,0	6,1	6,2	6,4	6,5	6,7
9,7%	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2
9,2%	6,7	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8
8,7%	7,2	7,3	7,5	7,7	8,0	8,2	8,4
8,2%	7,7	7,9	8,1	8,4	8,6	8,9	9,2

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

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

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio objetivo
04/04/2023	Neutral	24,0 €
04/10/2023	Vender	23,4 €
22/11/2023	Vender	14,3 €
19/03/2024	Vender	6,7 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

Por favor, consulte nuestras fuentes de información en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Pilar Aranda - Petróleo

Jorge Pradilla - Logística

Eduardo Cabero - Seguros

Rafael Alonso - Bancos

Elena Fdez-Trapiella - Consumo

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pedro Ribeiro - Papel& Químicas

Pedro Echeguren - Farma

Juan Moreno - Inmobiliarias

Carlos Pellicer - Alimentación/Distribución

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

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