

## KONE

## Vender

## Recuperación de actividad, atención en costes

Aránzazu Cortina

## Datos Básicos

<b>Precio Objetivo (€): 66,7</b>
Precio Mercado (€): 69,34
Potencial: -3,8%
Capitalización (M €): 36.708
Nº Acciones (M.): 529,4
Alto/Bajo 12M (€): 142,8 / 99,2
Evolución Año 2021 (%): 4,3%
Cód. Reuters / Bloomberg: KNEBV.HE/KNEBV.FI

Mantenemos **recomendación de Vender**. P. Obj: **66,7 €/acc.** (dic-22e). Valoramos muy positivamente el perfil de recurrencia en Ingresos, solidez de balance y capacidad de generación de caja (que nos lleva a proyectar RpD superiores al 2,8%). Sin embargo, consideramos que cotiza a unos múltiplos todavía algo ajustados respecto a su media histórica (PER 2022e 32,3x vs 24,7x en media en los últimos 10 años; en línea con 32,4x de Schindler y por encima de los 27,7x de Otis).

Tras un buen 2T21, KONE ha revisado al alza el rango de Ingresos para 2021 al +4/+6%, pero ligeramente a la baja el de margen EBIT (al 12,4%/ 13,0%) ante la mayor presión esperada en costes.

Pples datos	2020r	2021e	2022e
Bº Neto Atribuible	939	1.043	1.138
% inc.	0,8%	11,0%	9,1%
EBIT Recur.	1.213	1.349	1.473
Mrg. %	12,2%	12,9%	13,4%
BPA (€)	1,8	2,0	2,2
% inc.	0,6%	11,0%	9,1%
DPA	2,25	1,91	2,04
% inc.		-15,0%	6,4%

**:: 2T21 mejor de lo esperado.** Las principales cifras comparadas con el consenso (Bloomberg): Ingresos de 2.811M€ (+11% a/a) vs. 2.640M€ estimado. El EBITDA 427,8M€ (+14,4%) vs 406,50M€ est. y BNA 286,3M€ (+17,8%) vs 271,33M€ est. **Los Pedidos crecieron en todas las regiones**, mostrando la recuperación de la actividad, hasta 2.410,7M€ +17,2% a/a (+7,2% a/a en 1S21). **La Cartera de Pedidos asciende a 8.272M€ (-0,4% a/a).** **La Caja neta** asciende a 1.640M€ al cierre del 1S21 desde 1.504M€ al 1T21.

**:: Objetivos 2021, se ajustan los rangos; al alza en Ingresos, a la baja en márgenes.** La compañía revisó su *guidance* para el conjunto del año, con un crecimiento de Ventas entre +4%/+6% (vs +2%/+4% anterior), mientras que el margen EBIT pasa al rango 12,4% / 13,0% (vs 12,4% / 13,2% ant.). Tras un 1S21 en el que el margen medio se ha situado en el 12%, alcanzar el rango alto supondría un margen en el 2S21 del 13,7%, lo que parece un poco elevado teniendo en cuenta el mensaje de la compañía sobre un mayor impacto del aumento de costes en el 2S21 y principios del 2022.

Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
PER (x)	39,1	35,2	32,3
VE/EBITDA (x)	23,8	22,1	20,7
Rentab. Dividendo (%)	3,2%	2,8%	2,9%

## Resultados Trimestrales

	2T20	2T21	%	2T21e*
Ventas	2.532	<b>2.811</b>	11,0%	2.640
EBIT	316	<b>367</b>	16,4%	348
Mrg (%)	12,5%	13,1%		13,2%
BNA	243,1	<b>286,3</b>	17,8%	271

\* consenso Bloomberg

**:: Revisamos ligeramente a la baja el margen 2021-22, aunque mantenemos el objetivo en el 14,6% en 2026e.** Proyectamos un buen comportamiento en Ingresos (+5,5% en 2021 y +5% 2022e), si bien, hemos ajustado ligeramente el margen EBIT 2021e al 12,9% y 2022e 13,4% (desde el 13,3% y 13,8% anterior), para reflejar una mayor presión en márgenes en próximos trimestres. Hemos trasladado un año alcanzar el 14,6% al 2026e (desde el 2025e).

## Evolución bursatil (1 año)



**:: Solidez de Balance, pero potencial limitado. Recomendación Vender.** P. Obj: **66,7€/acc.** Trasladamos la valoración a dic-22, que tras el ajuste de nuestras estimaciones apunta a un P. Obj: 66,7€/acc. (vs 66,1€/acc. ant.). Consideramos que la compañía ofrece un perfil atractivo, recurrencia en Ingresos, solidez de balance y capacidad de generación de caja (que nos lleva a proyectar RpD superiores al 2,8%). Sin embargo, salvo sorpresas positivas en la evolución de márgenes, consideramos que todavía cotiza a unos múltiplos algo ajustados respecto a su media histórica. A los precios actuales cotiza a un PER 2022e 32,3x vs media de 24,7x en los últimos 10 años (en línea con 32,4x de Schindler y por encima de los 27,7x de Otis PER 22e).

Fuentes: Bloomberg, Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis><https://bankinter.com/broker/analisis>[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos netos	9.982	9.939	10.485	11.009	11.450	11.793	12.002	12.187	3,5%
<b>EBITDA</b>	<b>1.434</b>	<b>1.452</b>	<b>1.573</b>	<b>1.673</b>	<b>1.803</b>	<b>1.887</b>	<b>1.920</b>	<b>1.950</b>	<b>5,0%</b>
Mgn. EBITDA (%)	14,4%	14,6%	15,0%	15,2%	15,8%	16,0%	16,0%	16,0%	
<b>EBIT</b>	<b>1.193</b>	<b>1.213</b>	<b>1.349</b>	<b>1.473</b>	<b>1.615</b>	<b>1.706</b>	<b>1.745</b>	<b>1.779</b>	<b>6,6%</b>
Mgn. EBIT (%)	11,9%	12,2%	12,9%	13,4%	14,1%	14,5%	14,5%	14,6%	
<b>BNA</b>	<b>932</b>	<b>939</b>	<b>1.043</b>	<b>1.138</b>	<b>1.251</b>	<b>1.321</b>	<b>1.353</b>	<b>1.381</b>	<b>6,6%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	2.811	2.666	2.567	2.517	2.489	2.461	2.444	2.435	-1,5%
Activo Corriente	4.470	4.947	5.102	5.247	5.366	5.459	5.518	5.569	2,0%
Caja e IFT	1.332	1.179	1.009	1.113	1.264	1.461	1.657	1.824	7,5%
<b>Total Activo</b>	<b>8.613</b>	<b>8.792</b>	<b>8.678</b>	<b>8.877</b>	<b>9.118</b>	<b>9.382</b>	<b>9.618</b>	<b>9.828</b>	<b>1,9%</b>
PN	3.193	3.197	3.083	3.240	3.449	3.687	3.906	4.101	4,2%
Deuda Financiera	549	509	509	509	509	509	509	509	0,0%
Pasivo no corriente	460	432	432	432	432	432	432	432	0,0%
Pasivo corriente	4.412	4.654	4.654	4.697	4.728	4.754	4.771	4.787	0,5%
Total RR.PP y Pasivo	8.613	8.792	8.678	8.877	9.118	9.382	9.618	9.828	1,9%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
<b>EBIT</b>	1.615	1.706	1.745	1.779	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-370	-391	-400	-407	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	1.245	1.315	1.346	1.372	
+ Amortizaciones	188	181	175	171	
- Inversiones en circulante	-88	-68	-41	-36	
- Inversiones en activos fijos	-160	-154	-157	-162	
<b>= Flujo de Caja Libre</b>	<b>1.186</b>	<b>1.274</b>	<b>1.323</b>	<b>1.344</b>	<b>35.584</b>

Valor Grupo 32.781

- Deuda Neta 2.055

- Prov. &amp; Otros -362

- Minoritarios -41

Valor Fondos Propios 34.576

Nº acciones 518,4

**Valor Acción 66,7**

WACC 5,85%

g 2,00%

PER'22e implícito

30,4

EV/EBITDA'22e implícito

19,6

## Método de valoración:

Nuestro Precio Objetivo se establece en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
5,1%	68,2	71,3	74,9	78,9	83,4	88,5	94,5	101,4	109,5
5,3%	65,0	67,8	71,0	74,5	78,5	83,0	88,1	94,0	100,8
5,5%	62,0	64,6	67,5	70,6	74,1	78,1	82,5	87,6	93,5
5,7%	59,4	61,7	64,3	67,1	70,2	73,7	77,6	82,1	87,1
5,9%	57,0	59,1	61,4	64,0	66,8	69,9	73,3	77,2	81,7
6,1%	54,8	56,7	58,8	61,1	63,6	66,4	69,5	73,0	76,8
6,3%	52,7	54,5	56,4	58,5	60,8	63,3	66,1	69,1	72,6
6,5%	50,8	52,5	54,2	56,1	58,2	60,5	63,0	65,7	68,8
6,7%	49,1	50,6	52,2	53,9	55,8	57,9	60,2	62,6	65,4

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis><https://bankinter.com/broker/analisis>[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

### Descripción

KONE es una de los líderes globales en el negocio de ascensores y escaleras. Las Ventas a cierre del último ejercicio procedieron en un 54% de Nuevas instalaciones y un 46% Servicios, de los cuales el 70% fue Mantenimiento y el 30% Modernización. Geográficamente, el 39% de sus ingresos procedieron del área EMEA, 41,5% de Asia-Pacífico y el 19% restante de América. Su estructura accionarial cuenta con una Clase de acciones A (no cotizadas) que suponen en torno al 14% del accionariado y más del 60% de los derechos de voto y las Clase B (cotizadas) que suponen en torno al 86% del accionariado. En caso de distribución de dividendo, el de las Clase B es algo superior al de las Clase A.

### Riesgos

- Presión en precios de materias primas, transporte, etc.
- Incertidumbre todavía sobre evolución del Covid, podría derivar en retrasos en la toma de decisiones de proyectos
- Menores derechos de voto de las acciones clase B

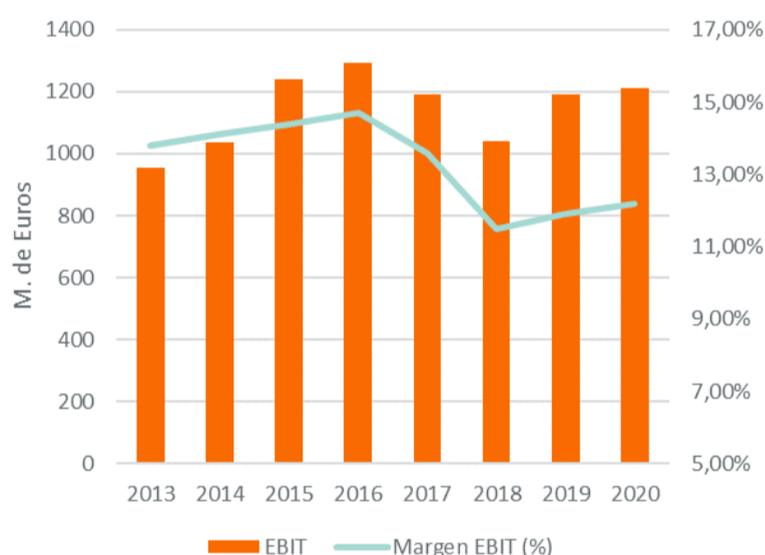
### Oportunidades

- Sólida posición de Balance (Caja neta)
- Liderazgo y diversificación geográfica
- Mejoras de eficiencia

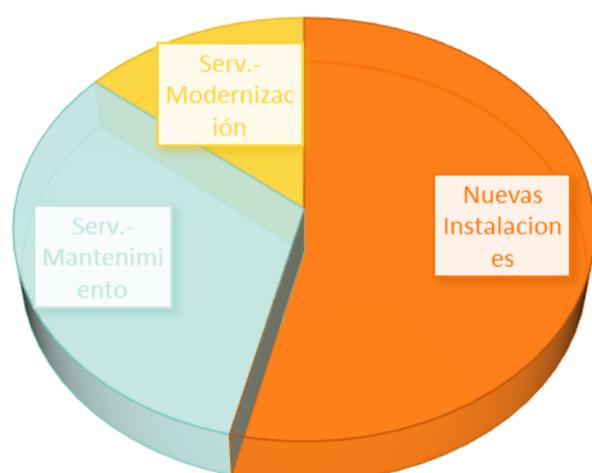
### Evolución de ventas, 2013-2020



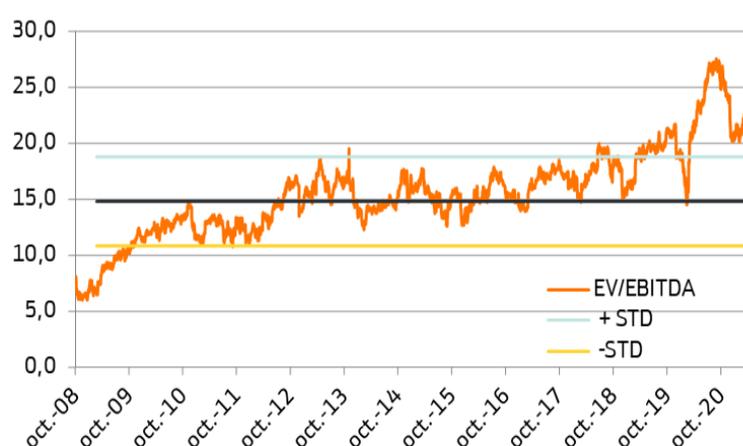
### EBIT (M€) y margen EBIT (%), 2013-2020



### Desglose ventas (%), 2020



### Evolución EV/EBITDA (x) Forward1Año, 2008-2021



Fuentes: Bloomberg, compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

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

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

**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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

**NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:**

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

Ramón Forcada - Director  
Rafael Alonso - Bancos  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos y Media  
Elena Fernández-Trapiella - Lujo y Telecom  
Pilar Aranda - Petróleo y Aerolíneas  
Aránzazu Cortina - Industriales

Luis Piñas - Consumo  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Eduardo Cabero- Seguros  
Juan Moreno - Inmobiliarias y Hoteles

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