

Nota Compañía

Sector: Logística

Bajamos nuestra recomendación a Vender. Poca visibilidad sobre la evolución del transporte marítimo y retribución al accionista no atractiva.

Recomendación: Vender

Precio Objetivo: 9.048 DKK

Potencial: -6,9%

Analista: Jorge Pradilla Glez.

MAERSK

Datos Básicos

Precio (DKK, clase B*) (cierre: 12/03/2024)	9.720
Nº Acciones Clase A + B (Mill.)	16,8
Capitalización (Mill. DKK)	163.735
Máx/Mín (52 sem.) (DKK)	14.430 DKK / 9.140 DKK
Evolución Anual ('22, '23 y '24)	-33,4% / -22,3% / -19,9%
Código Bloomberg/Reuters	MAERSKB DC / MAERSKb.CO

*La clase de acciones B no tiene derecho a voto, la clase A sí.

Accionariado

AP Moller Holding A/S 44,2%	Den AP Mollerske Stottefond 3,7%
AP Moller C. McKinney Family 10,5%	BlackRock 1,9%
AP Moller Maersk (Autocartera) 9,4%	Vanquard 1,5%

Ratios	2023r	2024e	2025e	2026e
PER**	7,9x	n.r.	162,1x	30,4x
PER Implícito***	5,9x	n.r.	150,9x	28,3x
EV/EBITDA	2,7x	4,6x	4,3x	4,4x
ROE	7,1%	n.r.	0,3%	1,7%
DFN/EBITDA	-0,5x	0,1x	0,5x	0,9x
P/V	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x

**PER: 2023 con precio cierre de año (29 diciembre). 2024e, 2025e y 2026e con precio último cierre.

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

Si PER Implícito > PER indica precio actual infravalorado.

Cifras (Mill. \$)	2023r	2024e	2025e	2026e	TAMI
Ingresos	51.065	46.888	49.624	52.098	0,7%
EBITDA	9.591	5.273	6.042	6.433	-12,5%
Margen EBITDA	18,8%	11,2%	12,2%	12,3%	
EBIT	3.934	-723	457	1.221	-32,3%
Margen EBIT	7,7%	-1,5%	0,9%	2,3%	
BNA	3.822	-917	142	738	-42,2%
% a/a	-86,9%	-124,0%	115,5%	420,6%	
BPA	226,9	-54,4	8,8	46,8	-40,9%
BPA (DKK)	1.532,3	-371,4	60,0	319,4	
% a/a	-85,8%	-124,0%	116,1%	432,6%	
DPA	69,4	27,2	4,4	23,4	-30,4%
DPA (DKK)	468,7	185,7	30,0	159,7	
% a/a	-88,4%	-60,8%	-83,9%	432,6%	
Rentabilidad Dividendo	3,9%	1,9%	0,3%	1,6%	

Evolución últimos 3 años (b. 100). Cierre: 12/03/2024



Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, Reuters y compañía

Rebajamos nuestra recomendación a Vender (desde Neutral) con un precio objetivo de 9.048DKK (potencial -7%). Los resultados de 2023 sorprenden ligeramente al alza, pero siguen siendo débiles. La compañía se encuentra en un proceso de normalización del negocio marítimo tras el boom de 2021/2022 por las disrupciones logísticas e impactado por la ralentización de la economía. **Las guías de 2024 son más flojas y confunden** ante la poca visibilidad sobre la evolución de este segmento, que representa un 70% de los Ingresos del grupo en 2023. El plan de diversificación de negocio hacia el transporte terrestre y *ecommerce* y las tensiones en el Mar Rojo no logran compensar lo anterior, por lo que estimamos una recuperación más progresiva. Además, **la política de retribución al accionista es poco atractiva** tras haber pausado la recompra de acciones en 2024 y con una rentabilidad por dividendos muy baja (2% aprox. promedio estimado 2024-2028). Por tanto, rebajamos la recomendación a Vender y establecemos un precio objetivo de 9.048DKK, que implica un potencial de -7%.

Resultados 2023 sorprenden al alza, pero débiles.

Maersk se vio beneficiado desde el inicio de la pandemia por las disrupciones en el transporte marítimo y terrestre, provocando que el precio de los fletes repuntara hasta máximos históricos en 2022 (4.628 \$/FFE***). El proceso de normalización del sector unido a las presiones inflacionistas, el endurecimiento de los costes de financiación y la ralentización económica mundial provocó una moderación de los volúmenes en los últimos trimestres y que los fletes cayeran -50% a/a hasta situarse en 2.313 \$/FFE en 2023. Consecuentemente, las cifras de Maersk en el conjunto del año fueron débiles: Ingresos 51.065M\$ (-37%), EBIT 3.934M\$ (-87%) y BNA 3.822M\$ (-87%).

Un 2024 incierto para la compañía, ...

Maersk publica unas guías por debajo del consenso. La compañía espera un EBITDA en el rango de 1.000M\$/6.000M\$ (vs 7.090M\$ esperado) y un EBIT en el rango de -5.000M\$/0M\$ (vs 841M\$ esp.). **El rango tan amplio del guidance resta claridad sobre la evolución del negocio marítimo y nos hace estimar un año complicado para la compañía.** El plan de recorte de gastos previsto para este año (-600M\$), la suspensión de su política de recompra de acciones y el repunte de las últimas semanas de los fletes marítimos a raíz de los ataques huties en el Mar Rojo son factores positivos para Maersk, pero no suficientes para contrarrestar la mala evolución en el año.

...y una mejora más lenta a partir de 2025.

Nuestras estimaciones apuntan a un punto de inflexión de la compañía en 2025, aunque la recuperación será más progresiva de lo que esperábamos anteriormente (TAMI**** 2025/2028 Ingresos +4,5% est. BKT vs +6% ant.). Los dos principales ejes serán la **estabilización del segmento de transporte marítimo** y el **plan de diversificación** en el que se encuentra inmerso Maersk. En 2022 el 78% de las Ventas dependía del transporte marítimo y desde entonces ha ido adquiriendo varias compañías con el fin de ir creciendo en los segmentos de transporte terrestre y *ecommerce*. En estas áreas tanto los márgenes como el potencial de crecimiento es mayor y Maersk busca que el transporte marítimo suponga un 50% de los Ingresos en los próximos años. Nosotros estimamos que esta diversificación será más lenta, representando todavía un **59% del total de Ventas en 2028** y con el Margen EBIT recuperándose y expandiéndose hasta 4,9% est. BKT en 2028 (vs 6,2% ant. y 4,4% promedio 2017/2020, previo al boom).

Recomendación: Vender con un potencial de revalorización de -7%.

El fin de las disrupciones en el transporte marítimo y la debilidad económica mundial han llevado a una normalización del negocio de Maersk, afectado por la caída de los fletes y de los volúmenes. **Estimamos que este tono negativo permanecerá este año**, como muestran también las flojas (y desconcertantes) guías que publicó la compañía. 2025 será el año en que comenzará a recuperarse, aunque a un ritmo más lento de lo previsto inicialmente, gracias a la diversificación de negocio. **En definitiva, las malas perspectivas de la compañía en 2024 unido a una política de retribución al accionista poco atractivas** (suspensión de la recompra de acciones y una pobre rentabilidad por dividendos de 2% 2024 est. BKT) nos hace rebajar nuestra recomendación a Vender.

****1 FFE = 1 contenedor clásico de 40 pies = 26.000kg de carga máxima

****TAMI: Tasa Anual Media de Incremento.

Resultados y valoración

Cuenta de resultados (M\$)	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI*
INGRESOS	61.787	81.529	51.065	46.888	49.624	52.098	54.324	56.669	-1%
EBITDA	24.036	36.813	9.591	5.273	6.042	6.433	6.757	7.035	-16%
% MARGEN EBITDA	38,9%	45,2%	18,8%	11,2%	12,2%	12,3%	12,4%	12,4%	
EBIT	19.674	30.860	3.934	-723	457	1.221	1.971	2.786	-24%
% MARGEN EBIT	31,8%	37,9%	7,7%	-1,5%	0,9%	2,3%	3,6%	4,9%	
RESULTADO FINANCIERO	-944	-629	428	-121	-302	-414	-643	-789	
BNA	17.942	29.198	3.822	-917	142	738	1.212	1.827	-28%
% a/a	530%	63%	-87%	-124%	115%	421%	64%	51%	

*TAMI: Tasa anual media de incremento.

Balance (M\$)	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
ACTIVO NO CORRIENTE	46.469	53.617	51.078	49.438	48.417	47.480	46.560	45.982
ACTIVO CORRIENTE	13.970	30.006	24.321	18.474	17.922	18.018	18.233	18.499
TESORERIA	11.832	10.057	6.701	7.095	6.803	6.523	6.254	6.622
PATRIMONIO NETO	45.588	65.032	55.090	50.494	47.637	44.875	42.318	40.037
PASIVO NO CORRIENTE	2.122	2.971	2.652	2.705	2.759	2.814	2.871	2.949
DEUDA FINANCIERA	15.335	15.643	14.814	15.256	16.487	18.377	20.219	22.801
PASIVO CORRIENTE	9.226	10.034	9.544	6.551	6.259	5.955	5.638	5.315

Valoración por Descuento de Flujos de Caja (M\$)	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor Residual
EBIT	30.860	3.934	-723	457	1.221	1.971	2.786	
Tasa Impuestos	-3%	-10%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	
Impuesto	-929	-409	53	-34	-90	-145	-205	
NOPLAT	29.931	3.525	-670	423	1.131	1.826	2.581	
-Capex	-4.163	-3.646	-4.829	-5.012	-4.741	-4.400	-4.194	
Amortización	6.186	6.615	6.615	6.167	5.747	5.390	4.842	
-Var WC	-1.863	927	-2.035	-896	-728	-842	-885	
FCL (Flujo de Caja Libre)	30.091	7.421	-919	682	1.409	1.974	2.344	27.865

Matriz de sensibilidad

Valor Empresa (EV; M\$)	21.886	Coste medio de los recursos (WACC)	Tasa de crecimiento sostenido (g)									
			0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	
Deuda Financiera Neta	455	7,3%	11.666	11.819	11.977	12.140	12.309	12.482	12.661	12.845	13.036	
Valor FFPP (EqV; M\$)	22.340	7,8%	10.768	10.899	11.034	11.172	11.314	11.461	11.612	11.767	11.927	
Valor FFPP (EqV; MDKK)	152.420	8,3%	9.987	10.100	10.215	10.334	10.456	10.581	10.709	10.841	10.977	
Número Acciones (M)	16,8	8,8%	9.301	9.399	9.499	9.602	9.707	9.815	9.925	10.039	10.155	
Precio/Acción (DKK)	9.048	9,3%	8.695	8.780	8.867	8.957	9.048	9.142	9.238	9.336	9.437	
Potencial	-6,9%	9,8%	8.155	8.230	8.306	8.385	8.465	8.547	8.631	8.717	8.804	
WACC	9,3%	10,3%	7.671	7.737	7.805	7.874	7.945	8.017	8.091	8.166	8.243	
g	0,8%	10,8%	7.235	7.294	7.354	7.416	7.478	7.542	7.608	7.674	7.742	
USD/DKK*	6,82	11,3%	6.841	6.893	6.947	7.002	7.058	7.115	7.173	7.232	7.292	

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes><http://bankinter.com/broker/analisis>www.bankinter.comAvda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
25/01/2024	Neutral	14.029 DKK
08/02/2024	Vender	En revisión
13/03/2024	Vender	9.048 DKK

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 y PER Teórico.

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

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Rafael Alonso - Bancos

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago

Pedro Ribeiro-Químicas & Papel

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología

Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad

Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

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
- Bankinter Roboadvisor y Capital Advisor