

Las ventas del 1T2020 se estancan. Segundo *profit warning* del año. Demasiada exposición a Emergentes (60% de sus ventas).

Datos básicos

Capitalización (M€):	118.740				
Cotización actual:	45,39 € (27/04/2020)				
Mín/Máx (52 sem.):	Mín: 38,4€ / 57,8€				
Evolución histórica:	2019	2018	2017	2016	2015
	+8,1%	+0,4%	+20,9%	-4,1%	+25,5%

Cifras principales	2019r	2020e	2021e	2022e	TAMI
Ventas	51.980	51.460	53.004	54.170	+1,4%
EBITDA	10.690	10.395	10.601	10.726	+0,1%
Margen EBITDA	20,6%	20,2%	20,0%	19,8%	
EBIT	8.708	8.483	8.677	8.763	+0,2%
BNA	5.625	5.575	5.700	5.756	+0,8%
Margen BNA	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
BPA (€/acc)	2,15 €	2,13 €	2,18 €	2,20 €	+0,8%
DPA (€/acc)	1,61 €	1,61 €	1,64 €	1,71 €	+2,0%

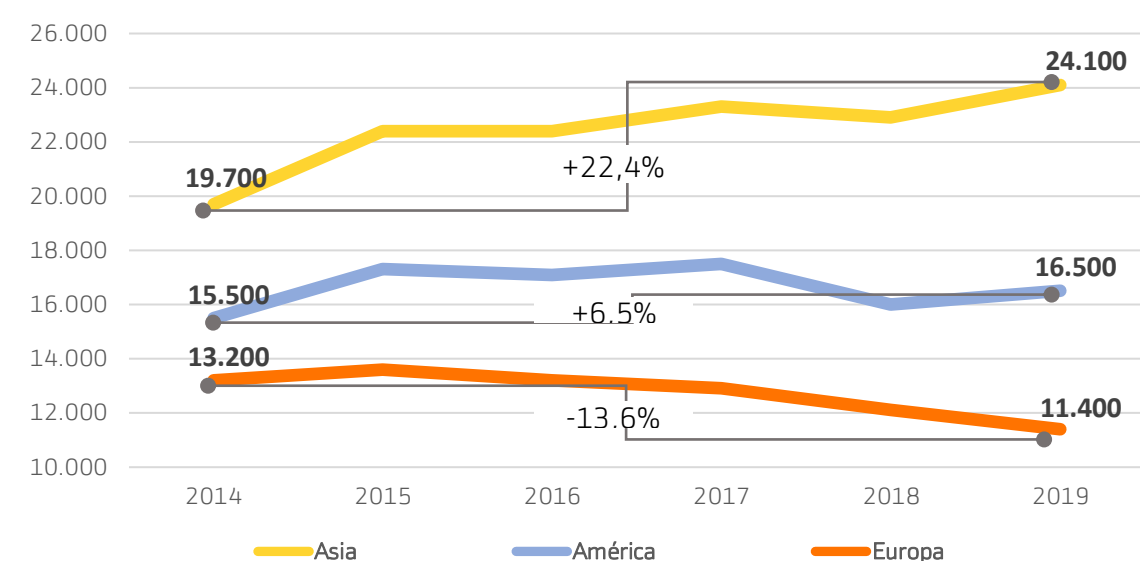
*Millones de €

Ratios principales	2019r	2020e	2021e	2022e
PER*	23,8	21,3	20,8	20,6
PER implícito	n.a.	21,5	21,0	20,8
EV/EBITDA	n.a.	13,9	13,6	13,4
Rent. Dividendo*	3,1%	3,5%	3,6%	3,8%
DN/FFPP (veces)	1,73	1,62	1,52	1,43
DN/EBITDA (veces)	2,25	2,37	2,39	2,39

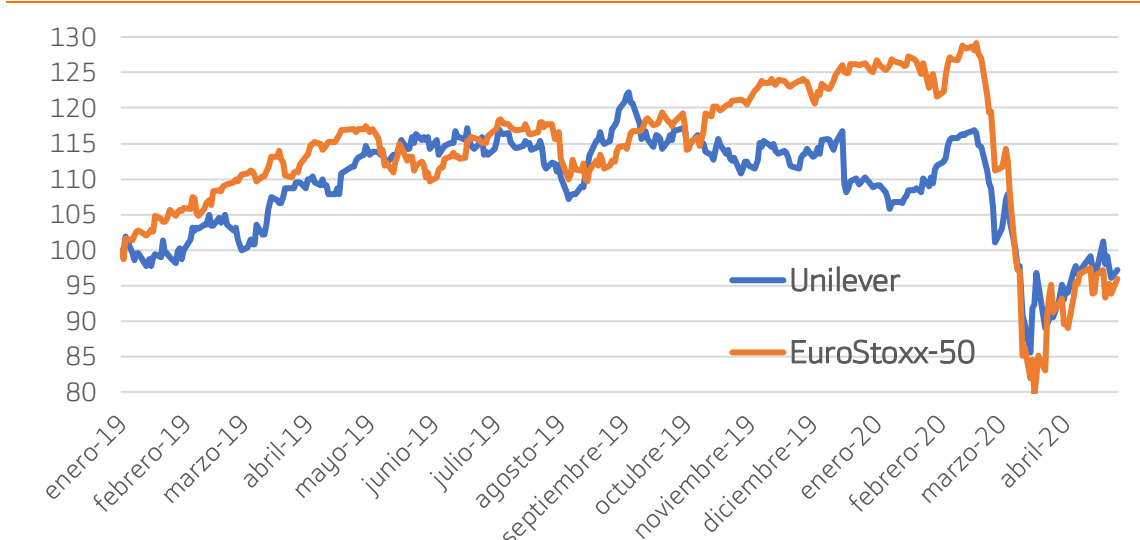
*En 2019 con cotización cierre del año. Sigüientes años con última cotización.

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

Evolución ventas por geografía (M€)



Evolución bursátil vs EuroStoxx-50 en 2019 (base 100)



Todos nuestros informes disponibles en:

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

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Unilever

Precio objetivo: 45,8 € Potencial: -0,9%

Recomendación: **Vender**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Las ventas de la Compañía se estancan en el 1T'20. Sólo crecen +0,2% vs +1,8% esperado vs -1,6% 1T'19. Impactado sobre todo por el segmento de Alimentación (-1,7% a/a) que representa el 35% de su negocio. **Estimamos que la debilidad en ventas se mantendrá** por un menor consumo de (i) Productos Estéticos y (ii) algunas de sus líneas de Alimentación. Serán compensadas sólo parcialmente por las ventas de productos de Limpieza del Hogar (línea con mejor evolución en el 1T2020 +2,4%).

Unilever tiene **excesiva exposición a Emergentes** (Asia principalmente). Es lo más importante y quizás preocupante. Representan el 60% de sus ventas y cada ejercicio aumentan más su exposición. Sin embargo, es donde obtiene peores resultados (-1,8% Em. y -3,7% en Asia). Por eso **estimamos que esta exposición seguirá lastrando las ventas de 2020**, con un crecimiento medio de ventas de -1,5% en países emergentes.

La Compañía ha anunciado el **segundo profit warning del año**. Da por perdido el *guidance* para 2020 de +3%/+5% ventas y prevé una reducción de márgenes. Estimamos que las **ventas se contraerán un -1% en 2020**, pero el margen EBITDA se mantendrá estable (~20%) gracias al menor coste de la energía.

En las **Ventas por producto**, el segmento que **peor evoluciona es el de Alimentación**. Sus ventas se contraen un -1,7% afectado sobre todo por: (i) el menor consumo de helados (correlación directa con la actividad turística); y (ii) menor consumo de té principalmente en Asia. Además, Unilever ya anunció en febrero una posible reestructuración de la línea de té por la mala evolución en los últimos trimestres. El segmento de **Limpieza del Hogar** ha "salvado" las ventas del 1T'20. Es el único con un aumento de ventas lo suficientemente bueno (+2,4%). Por eso, **estimamos que las ventas seguirán estancadas o incluso en contracción**, sostenidas únicamente por Productos de Limpieza pero muy lastradas por Alimentación y Cosméticos.

En cuanto a las **ventas por geografía**, estimamos (i) que la **dependencia a Emergentes penalizará** más las ventas de Unilever durante 2020. El impacto del Covid-19 tendrá un impacto más pronunciado en Asia y debilitará sus ventas (tanto por volumen vendido como por precio) y (ii) **las ventas 2T2020 de Europa y América se contraerán** en torno a -2% al recoger de forma total la cuarentena de estas zonas.

Tampoco son buenas las previsiones de la propia Compañía, que anuncian el **segundo profit warning** en 2 meses y dan por perdido el *guidance* de 2020 (ventas +3%/+5%). Lo **único positivo es la confirmación del pago de dividendos**, con una rentabilidad en torno al 3,5%. Pero que **no es suficiente** para asumir los riesgos estimados de (i) debilidad en ventas y (ii) exposición a emergentes. **Reiteramos recomendación de Venta.**

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (15/19)	TAMI (19/24)
Ventas	52.713	53.715	50.982	51.980	51.460	53.004	54.170	55.416	56.801	-0,5%	+1,8%
EBITDA*	9.265	10.395	14.855	10.690	10.395	10.601	10.726	11.194	11.474	+4,9%	+1,4%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>17,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>29,1%</i>	<i>20,6%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,2%</i>		
EBIT	7.801	8.857	12.639	8.708	8.483	8.677	8.763	9.144	9.403	+3,7%	+1,5%
<i>Margen EBIT</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,5%</i>	<i>24,8%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,6%</i>	+4,2%	-0,2%
BNA*	5.184	6.053	9.389	5.625	5.575	5.700	5.756	6.010	6.186		
BNA Dividendo	3.635	4.005	4.159	4.209	4.209	4.293	4.465	4.688	4.923	+2,8%	+1,9%
BNA Patrimonio	1.549	2.048	5.230	1.416	1.366	1.407	1.291	1.322	1.263		
Margen BNA	+9,8%	+11,3%	+18,4%	+10,8%	+10,8%	+10,8%	+10,6%	+10,8%	+10,9%		
% var. BNA	n/a	+16,8%	+55,1%	-40,1%	-0,9%	+2,3%	+1,0%	+4,4%	+2,9%		

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

* El EBITDA y BNA de 2018 es llamativamente superior al resto de años por unos gastos administrativos extraordinariamente bajos en 2018. Por eso lo consideramos poco significativo y no comparable.

Resumen de Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (15/19)	TAMI (19/24)
Tesorería	3.382	3.317	3.230	4.185	4.118	4.173	4.292	4.383	4.477		
Clientes	5.102	5.222	6.482	6.695	6.376	7.012	7.194	6.905	7.071	+9,5%	+1,1%
Existencias	4.278	3.962	4.301	4.164	4.393	4.865	4.992	5.404	4.919		
Inm. Material	11.673	10.411	12.088	12.062	11.950	12.026	12.264	12.814	12.943		
Otros	31.994	37.373	35.010	37.700	39.012	40.804	42.639	44.602	46.593		
Total Activo	56.429	60.285	61.111	64.806	65.849	68.881	71.381	74.108	76.004	+4,7%	+3,2%
Pasivo Corriente	13.871	13.426	14.457	14.768	15.230	15.779	16.346	16.452	16.438		
Deuda*	16.595	24.430	26.738	28.257	28.782	29.555	29.947	30.974	31.431	+19,4%	+2,2%
Patrimonio Neto	16.980	14.387	12.117	13.886	15.252	16.659	17.950	19.271	20.535		
Otros	8.983	8.042	7.799	7.895	6.585	6.888	7.138	7.411	7.600		
Total Pasivo	56.429	60.285	61.111	64.806	65.849	68.881	71.381	74.108	76.004	+4,7%	+3,2%

* En 2017 la Deuda aumentó un +47% por el mayor número de adquisiciones de Unilever (Sundial, Pukka Herbs, Hourglass, ...)

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Ad Infinitum
EBIT	8.483	8.677	8.763	9.144	9.403	
Impuestos	-1.977	-2.021	-2.041	-2.131	-2.194	
BNA antes de intereses	6.506	6.655	6.722	7.013	7.209	
Amortizaciones (+)	1.912	1.924	1.962	2.050	2.071	
Cash-Flow de Explotación	8.418	8.579	8.685	9.063	9.280	
Capex (-)	1.800	2.000	2.200	2.600	2.200	
Var. Capital Circulante (-)	-552	559	-259	18	-305	
Cash-Flow Libre	7.170	6.020	6.744	6.445	7.385	160.347

*M€

Matriz de Sensibilidad

Valor Empresa	Wacc/g	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%	1,10%	1,10%	1,20%
143.973,38 €	5,59%	43,7	44,6	45,6	46,6	47,6	48,7	49,9
Deuda Neta 24.072 €								
V. Neto Empresa 119.901,38 €	5,61%	43,5	44,4	45,3	46,3	47,4	48,4	49,6
Nº Acciones 2.616	5,63%	43,3	44,2	45,1	46,1	47,1	48,2	49,3
Precio Objetivo 45,8 €	5,65%	43,0	43,9	44,9	45,8	46,8	47,9	49,0
WACC 5,65%	5,67%	42,8	43,7	44,6	45,6	46,6	47,6	48,7
g 1,0%	5,69%	42,6	43,5	44,4	45,3	46,3	47,4	48,5
Beta 5A 0,98	5,71%	42,4	43,3	44,2	45,1	46,1	47,1	48,2

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