

Las ventas 1S21 baten expectativas muy favorecidas por la exposición en Emergentes. La inflación de materias primas penaliza temporalmente sus márgenes, pero no cambia los fundamentales de la Compañía.

Datos de mercado principales

Capitalización(M€):	124.531				
Cotización actual:	47,35 € (22/07/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	Mín: 43,0€ / 53,7€				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	-4,5%	-3,2%	+8,1%	+0,4%	+20,9%

Ventas 1S21 (M€)	Total	Var. LFL	Var. esp.	Real vs Esp.
Ventas	25.800	+5,4%	+5,2%	Mejor
• Limpieza Hogar	5.200	+4,5%	-	
• Alimentación	10.200	+8,1%	-	
• Cuidado Personal	10.400	+3,3%	-	
<i>Por geografía:</i>				
• Desarrollados	10.800	+1,5%	-	
• Emergentes	15.000	+8,3%	-	

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	50.724	53.260	55.391	57.606	+4,3%
EBITDA	10.321	10.705	11.300	12.097	+5,4%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,0%</i>	
EBIT	8.303	8.973	9.503	10.245	+7,3%
BNA	5.581	5.930	6.252	6.763	+6,6%
<i>Margen BNA</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,7%</i>	
BPA (€/acc)	2,12 €	2,25 €	2,38 €	2,57 €	+6,6%
DPA (€/acc)	1,66 €	1,72 €	1,79 €	1,88 €	+4,2%

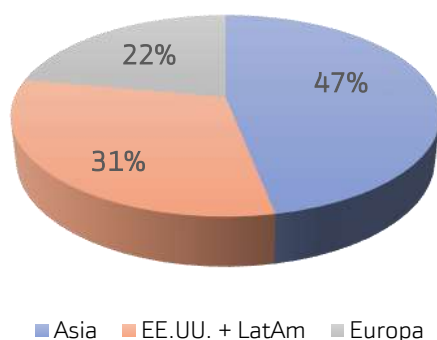
*Millones de €

Ratios principales	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	23,4	21,0	19,9	18,4
PER implícito	n.a.	25,0	23,7	21,9
EV/EBITDA	16,6	16,0	15,2	14,2
Rent. Dividendo*	3,5%	3,6%	3,8%	4,0%
DN/FFPP	1,25x	1,68x	1,56x	1,45x
DN/EBITDA	2,13x	2,52x	2,42x	2,32x

*En 2020 con cotización cierre del año. Sigüientes años con última cotización.

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

Exposición geográfica: ventas 1S2021



Unilever

Precio objetivo: **56,3 €** Potencial: **+19%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** pero reducimos nuestro **Precio Objetivo** hasta **56,3€/acc.** desde **57,5€/acc.** anterior. Las ventas y BNA del primer semestre **baten expectativas** y seguimos pensando que su exposición y gestión de Emergentes es su mayor potencial. Pero el **aumento de costes de materias primas** presionará los márgenes y por este motivo revisamos nuestro P. Objetivo. El Grupo sigue teniendo **atractivo como valor defensivo** por tipo de negocio (Alimentación) y rentabilidad por dividendo (3,5%).

1. Las ventas del 1S21 han batido de nuevo expectativas. En términos reportados la cifra de ventas ha superado el resultado del año pasado, que estuvo especialmente favorecido por el aumento de alimentos y productos de limpieza. Y, en términos de crecimiento, sus **ventas aceleran hasta +5,4% a/a comparable** y esto implica **superar el propio objetivo del Grupo** situado en +3%/+5%. Debemos destacar que la mayor parte de este crecimiento viene por aumento de volúmenes vendidos y no por precios.

Esto es muy positivo porque el aumento de ventas es real y no está desvirtuado por un aumento de los precios finales.

2. Su exposición a Emergentes sigue siendo su mejor baza. Representan un 58% de sus ventas totales, es el área que más crece con un aumento de +8,0% a/a y está excepcionalmente gestionado tras el cambio estratégico anunciado por la Compañía en febrero de este año (inversión y desarrollo de sus ventas en China e India). Seguimos pensando que este aspecto diferencia a Unilever de otras compañías de su competencia y es lo que permitirá que el Grupo mantenga un crecimiento medio anual de +4% gracias al aumento de consumo occidentalizado en estas zonas geográficas.

3. La Compañía mantiene su estrategia enfocada hacia productos con mayores márgenes. Es decir, **cosmética y cuidado personal**. Ejemplo de ello son las adquisiciones de las marcas Paula's Choice (cosmética) y Olly (suplementos alimenticios). Está dentro del nuevo plan estratégico y es otro punto a favor por el que somos optimistas respecto al crecimiento sostenido del BNA de Unilever. También siguen invirtiendo en **eCommerce**, donde crecen +50% y sus ventas ya representan el 11% del total.

4. El único punto negativo de los resultados es la incertidumbre sobre la inflación de las materias primas (plásticos, lácteos, azúcar, transporte, ...). Los costes de mm.pp. están en máximos desde 2018, tiene impacto directo en los márgenes y en la generación de caja esperada. Provocó que la cotización cayese con fuerza en la apertura tras resultados y es por lo que corregimos nuestro P. Objetivo, pero estimamos que esta **inflación será temporal y no afecta a los fundamentales del Grupo.**

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018*	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (18/21)	TAMI (21/26)
Ventas	50.982	51.980	50.724	53.260	55.391	57.606	59.334	61.114	62.948	+1,5%	+3,4%
EBITDA*	14.855	10.690	10.321	10.705	11.300	12.097	12.579	12.956	13.345	-10,3%	+4,5%
Margen EBITDA	29,1%	20,6%	20,3%	20,1%	20,4%	21,0%	21,2%	21,2%	21,2%		
EBIT	12.639	8.708	8.303	8.973	9.503	10.245	10.637	10.938	11.260	-10,8%	+4,6%
Margen EBIT	24,8%	16,8%	16,4%	16,8%	17,2%	17,8%	17,9%	17,9%	17,9%		
BNA*	9.389	5.625	5.581	5.930	6.252	6.763	7.034	7.232	7.445	-14,2%	+4,7%
BNA Dividendo	4.159	4.209	4.366	4.524	4.705	4.940	5.187	5.446	5.721	+2,8%	+4,8%
BNA Patrimonio	5.230	1.416	1.215	1.407	1.548	1.823	1.848	1.786	1.724		
Margen BNA	18,4%	10,8%	11,0%	11,1%	11,3%	11,7%	11,9%	11,8%	11,8%		
% var. BNA		-40,1%	-0,8%	+6,3%	+5,4%	+8,2%	+4,0%	+2,8%	+2,9%		

M€; TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

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

Resumen de Balance de Situación

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (18/21)	TAMI (21/26)
Tesorería	3.230	4.185	5.548	1.148	4.332	4.480	4.613	4.746	4.888	-29,2%	+33,6%
Clientes	6.482	6.695	4.939	6.410	6.846	7.275	7.209	7.260	7.478	-0,4%	+3,1%
Existencias	4.301	4.164	4.462	4.843	5.060	5.263	4.966	5.445	5.608		
Inm. Material	12.088	12.062	10.558	10.826	11.229	11.577	12.135	12.617	13.032		
Inm. Inmaterial	12.152	12.962	15.999	17.279	18.661	20.154	21.766	23.508	25.388		
Fondo Comercio	17.341	18.067	18.942	19.321	19.707	20.101	20.503	20.913	21.332		
Otros	5.517	6.671	7.211	6.647	7.315	7.650	7.910	8.276	8.636		
Total Activo	61.111	64.806	67.659	66.474	73.152	76.500	79.103	82.765	86.362	+2,8%	+5,4%
Pasivo Corriente	14.457	14.768	14.132	15.682	16.498	16.815	16.936	17.423	17.945		
Deuda*	26.738	28.596	27.540	28.083	31.729	32.603	32.977	34.000	34.991	+1,6%	+4,5%
Patrimonio Neto	12.117	13.886	17.655	16.062	17.609	19.432	21.280	23.066	24.790	+9,8%	+9,1%
Otros	7.799	7.556	8.332	6.647	7.315	7.650	7.910	8.276	8.636		
Total Pasivo	61.111	64.806	67.659	66.474	73.152	76.500	79.103	82.765	86.362	+2,8%	+5,4%

* 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)

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	V. Residual
BNA	9.389	5.625	5.581	5.930	6.252	6.763	7.034	7.232	7.445	
Amortizaciones (+)	2.216	1.982	2.018	1.732	1.797	1.852	1.942	2.019	2.085	
Gastos financieros (+)	481	627	505	562	635	652	660	680	700	
Inversión Capex (-)	3.893	1.956	514	2.000	2.200	2.200	2.500	2.500	2.500	
Inversión Circulante	-568	235	822	-302	162	-314	484	-44	142	
Cash-Flow Libre	7.625	6.513	8.412	5.922	6.646	6.753	7.620	7.386	7.871	190.366

Tomamos el año 2022 como inicio y 2026 como final para la valoración por flujos de caja

*M€

Valor Empresa 171.757 €	Matriz de Sensibilidad								
	P. Riesgo	Wacc/g	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%	1,10%	1,10%	1,20%
Deuda Neta 27.397 €	9,11%	5,09%	53,8	55,1	56,4	57,8	59,3	60,8	62,4
V. Neto Empresa 144.360 €	9,20%	5,12%	53,3	54,6	55,9	57,3	58,7	60,2	61,8
Nº Acciones 2.566	9,29%	5,15%	52,9	54,1	55,4	56,8	58,2	59,7	61,3
Precio Objetivo 56,3 €	9,37%	5,18%	52,4	53,7	54,9	56,3	57,7	59,1	60,7
WACC 5,18%	9,48%	5,21%	52,0	53,2	54,5	55,8	57,1	58,6	60,1
g 1%	9,58%	5,24%	51,6	52,7	54,0	55,3	56,6	58,1	59,6
Beta 5A 0,98	9,67%	5,27%	51,1	52,3	53,5	54,8	56,1	57,5	59,0

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