

Revisamos recomendación: Vender desde Comprar. Ventas solo crecen por aumento de precios. Volumen en contracción. Elevado riesgo por exposición en Emergentes/Asia.

Unilever

Precio objetivo: **47,2 €** Potencial: **+9,1%**

Recomendación: **Vender**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Revisamos nuestra recomendación hasta **Vender desde Comprar** y reducimos nuestro precio objetivo hasta 47,2€/acc. vs 51,6€ anterior.

Las ventas del 1T22 aumentan pero **solo gracias al incremento de precios** (volumen en contracción). Las **perspectivas del Grupo empeoran** en costes y márgenes para 2022. Y consideramos que su exposición en **Asia es un riesgo inasumible** actualmente.

Las cifras comentadas solo incluyen ventas y perspectivas (no márgenes, BPA, ...) porque Unilever reporta estos últimos en el 2T y 4T, algo habitual en compañías europeas.

1. Las ventas del 1T22 batieron expectativas con un aumento de +7,3% a/a comparable vs 6,4% esperado. **Pero este aumento viene absolutamente por un incremento de sus precios.** En concreto, sus precios aumentan un +8,3% a/a mientras que el volumen vendido se contrae un -1,0%. Por segmentos de producto, todos aumentan gracias a los precios y se contraen en volumen.

2. Las perspectivas del Grupo empeoran por el lado de costes y márgenes, sobre todo a partir del 3T22. Prevé un aumento de costes extraordinarios por inflación de +30% (1S22 vs 2S22) y una reducción del Margen EBIT comparable de -2,4 p.p. respecto al cierre de 2021.

3. Bajo nuestro punto de vista, las ventas del 1T22 publicadas por la Compañía reflejan: **(a) una sensibilidad elevada del consumidor al aumento de precios**, traducido en menos volumen vendido y crecimiento orgánico estancado; **(b) debilidad por su exposición a Emergentes**, especialmente Asia (China) donde prevemos una desaceleración del consumo. Sobre todo en productos *premium* como productos cosméticos o de nutrición, que hasta ahora impulsaban mucho las ventas consolidadas por la occidentalización de su consumo; **(c) poco margen adicional para nuevas subidas de precios** sin afectar al volumen vendido. Esto sería un problema por contracción de ventas en el corto plazo y pérdida de clientes por efecto sustitución; y **(d) escenario más adverso a partir del 3T22** (riesgo de peor *guidance*) con el consecuente impacto en su cotización.

Por estos motivos, **hacemos las siguientes revisiones** en nuestras estimaciones: (1) mejora de ventas reportadas pero solo por apreciación del dólar, (2) reducción de márgenes en 2022 y 2023 por aumento de inflación, (3) aumento de su prima de riesgo en Asia y (4) aumento de la TIR de los bonos de referencia. Unilever es una Compañía con mayor potencial que su competencia en un entorno "normalizado", pero **mayor riesgo en momentos de inflación elevada y desaceleración económica.**

Datos de mercado principales

| | | | | | |
|---------------------|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Capitalización(M€): | 113.879 | | | | |
| Cotización actual: | 43,30 € (18/05/2022) | | | | |
| Mín/Máx (52 sem.): | Mín: 39,36€ / 51,05€ | | | | |
| Evolución | YTD | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
| histórica: | -8,0% | -5,1% | -3,2% | +8,1% | +0,4% |

| Ventas 1T22 (M€) | Total | Var. LFL | Var. esp. | Real vs Esp. |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas | 13.800 | +7,3% | +6,4% | Mejor |
| • Limpieza Hogar | 3.000 | +9,2% | - | |
| • Alimentación | 5.100 | +6,5% | - | |
| • Cuidado Personal | 5.700 | +7,1% | - | |
| <i>Por geografía:</i> | | | | |
| • Desarrollados | 5.500 | +4,1% | - | |
| • Emergentes | 8.300 | +9,5% | - | |

| Cifras principales | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | TAMI |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Ventas | 52.444 | 55.591 | 56.702 | 58.971 | +4,0% |
| EBITDA | 10.465 | 9.728 | 10.206 | 11.499 | +3,2% |
| <i>Margen EBITDA</i> | <i>20,0%</i> | <i>17,5%</i> | <i>18,0%</i> | <i>19,5%</i> | |
| EBIT | 8.702 | 8.053 | 8.459 | 9.648 | +3,5% |
| BNA | 6.049 | 5.253 | 5.490 | 6.289 | +1,3% |
| <i>Margen BNA</i> | <i>11,5%</i> | <i>9,4%</i> | <i>9,7%</i> | <i>10,7%</i> | |
| BPA (€/acc) | 2,30 € | 2,00 € | 2,09 € | 2,39 € | +1,3% |
| DPA (€/acc) | 1,72 € | 1,77 € | 1,82 € | 1,92 € | +3,7% |

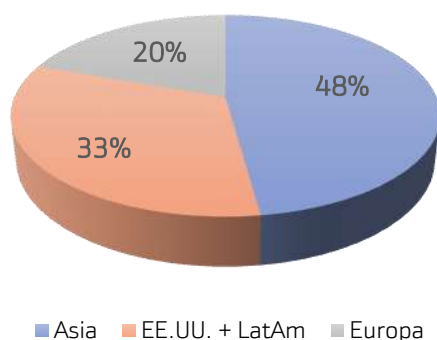
*Millones de €

| Ratios principales | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| PER* | 18,8 | 21,7 | 20,7 | 18,1 |
| PER implícito | 20,5 | 23,6 | 22,6 | 19,7 |
| EV/EBITDA | 14,0 | 15,1 | 14,4 | 12,8 |
| Rent. Dividendo* | 4,0% | 4,1% | 4,2% | 4,4% |
| DN/FFPP | 1,37x | 1,44x | 1,69x | 1,64x |
| DN/EBITDA | 2,58x | 2,80x | 2,99x | 2,75x |

*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 1T22



Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

| | 2018* | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | TAMI (18/21) | TAMI (21/26) |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Ventas | 50.982 | 51.980 | 50.724 | 52.444 | 55.591 | 56.702 | 58.971 | 60.740 | 62.562 | +0,9% | +3,6% |
| EBITDA* | 14.855 | 10.690 | 10.321 | 10.465 | 9.728 | 10.206 | 11.499 | 12.877 | 13.263 | -11,0% | +4,9% |
| <i>Margen EBITDA</i> | <i>29,1%</i> | <i>20,6%</i> | <i>20,3%</i> | <i>20,0%</i> | <i>17,5%</i> | <i>18,0%</i> | <i>19,5%</i> | <i>21,2%</i> | <i>21,2%</i> | | |
| EBIT | 12.639 | 8.708 | 8.303 | 8.702 | 8.053 | 8.459 | 9.648 | 10.936 | 11.245 | -11,7% | +5,3% |
| <i>Margen EBIT</i> | <i>24,8%</i> | <i>16,8%</i> | <i>16,4%</i> | <i>16,6%</i> | <i>14,5%</i> | <i>14,9%</i> | <i>16,4%</i> | <i>18,0%</i> | <i>18,0%</i> | | |
| BNA* | 9.389 | 5.625 | 5.581 | 6.049 | 5.253 | 5.490 | 6.289 | 7.178 | 7.379 | -13,6% | +4,1% |
| BNA Dividendo | 4.159 | 4.209 | 4.366 | 4.524 | 4.659 | 4.799 | 5.039 | 5.291 | 5.558 | +2,8% | +4,2% |
| BNA Patrimonio | 5.230 | 1.416 | 1.215 | 1.525 | 594 | 691 | 1.250 | 1.887 | 1.821 | | |
| Margen BNA | 18,4% | 10,8% | 11,0% | 11,5% | 9,4% | 9,7% | 10,7% | 11,8% | 11,8% | | |
| % var. BNA | | -40,1% | -0,8% | +8,4% | -13,2% | +4,5% | +14,6% | +14,1% | +2,8% | | |

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 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | TAMI (18/21) | TAMI (21/26) |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Tesorería | 3.230 | 4.185 | 5.548 | 3.415 | 2.892 | 3.118 | 4.698 | 4.767 | 4.858 | +1,9% | +7,3% |
| Clientes | 6.482 | 6.695 | 4.939 | 5.422 | 6.808 | 7.230 | 7.131 | 7.215 | 7.432 | -5,8% | +6,5% |
| Existencias | 4.301 | 4.164 | 4.462 | 4.683 | 5.032 | 5.230 | 4.912 | 5.412 | 5.574 | | |
| Inm. Material | 12.088 | 12.062 | 10.558 | 10.347 | 10.472 | 10.924 | 11.572 | 12.131 | 12.613 | | |
| Inm. Inmaterial | 12.152 | 12.962 | 15.999 | 18.261 | 19.722 | 21.300 | 23.004 | 24.844 | 26.831 | | |
| Fondo Comercio | 17.341 | 18.067 | 18.942 | 20.330 | 20.737 | 21.151 | 21.574 | 22.006 | 22.446 | | |
| Otros | 5.517 | 6.671 | 7.211 | 12.637 | 7.296 | 7.661 | 8.099 | 8.486 | 8.862 | | |
| Total Activo | 61.111 | 64.806 | 67.659 | 75.095 | 72.957 | 76.614 | 80.990 | 84.861 | 88.616 | +7,1% | +3,4% |
| Pasivo Corriente | 14.457 | 14.768 | 14.132 | 14.861 | 16.726 | 17.333 | 17.249 | 17.500 | 17.835 | | |
| Deuda* | 26.738 | 28.596 | 27.540 | 30.408 | 30.096 | 33.589 | 36.362 | 37.708 | 38.931 | +4,4% | +5,1% |
| Patrimonio Neto | 12.117 | 13.886 | 17.655 | 19.746 | 18.840 | 18.030 | 19.280 | 21.167 | 22.988 | +17,7% | +3,1% |
| Otros | 7.799 | 7.556 | 8.332 | 10.080 | 7.296 | 7.661 | 8.099 | 8.486 | 8.862 | | |
| Total Pasivo | 61.111 | 64.806 | 67.659 | 75.095 | 72.957 | 76.614 | 80.990 | 84.861 | 88.616 | +7,1% | +3,4% |

* 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 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | V. Residual |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| BNA | 9.389 | 5.625 | 5.581 | 6.049 | 5.253 | 5.490 | 6.289 | 7.178 | 7.379 | |
| Amortizaciones (+) | 2.216 | 1.982 | 2.018 | 1.763 | 1.675 | 1.748 | 1.852 | 1.941 | 2.018 | |
| Gastos financieros (+) | 481 | 627 | 505 | 354 | 602 | 672 | 727 | 754 | 779 | |
| Inversión Capex (-) | 3.893 | 1.956 | 514 | 1.552 | 1.800 | 2.200 | 2.500 | 2.500 | 2.500 | |
| Inversión Circulante | -568 | 235 | 822 | 25 | 131 | -13 | 333 | -333 | -43 | |
| Cash-Flow Libre | 7.625 | 6.513 | 8.412 | 6.639 | 5.861 | 5.696 | 6.701 | 7.040 | 7.632 | 165.552 |

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

*M€

Matriz de Sensibilidad

| Valor Empresa 146.781 € | P. Riesgo | Wacc/g | 0,70% | 0,80% | 0,90% | 1,00% | 1,10% | 1,10% | 1,20% |
|-------------------------------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
| Deuda Neta 27.204 € | 9,11% | 5,57% | 45,3 | 46,3 | 47,3 | 48,4 | 49,5 | 50,7 | 52,0 |
| V. Neto Empresa 119.577 € | 9,20% | 5,60% | 45,0 | 45,9 | 46,9 | 48,0 | 49,1 | 50,3 | 51,5 |
| Nº Acciones 2.533 | 9,29% | 5,63% | 44,6 | 45,6 | 46,6 | 47,6 | 48,7 | 49,8 | 51,0 |
| Precio Objetivo 47,2 € | 9,39% | 5,66% | 44,2 | 45,2 | 46,2 | 47,2 | 48,3 | 49,4 | 50,6 |
| WACC 5,66% | 9,48% | 5,69% | 43,9 | 44,8 | 45,8 | 46,8 | 47,9 | 49,0 | 50,2 |
| g 1% | 9,58% | 5,72% | 43,5 | 44,5 | 45,4 | 46,4 | 47,5 | 48,6 | 49,7 |
| Beta 5A 0,98 | 9,67% | 5,75% | 43,2 | 44,1 | 45,1 | 46,1 | 47,1 | 48,2 | 49,3 |

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

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha | Recomendación | Precio objetivo |
|------------|---------------|-----------------|
| 22/07/2021 | Comprar | 56,30 € |
| 22/10/2021 | Comprar | 55,70 € |
| 10/02/2022 | Comprar | 51,60 € |
| 18/05/2022 | Vender | 47,20 € |

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 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

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS

| | | | |
|--------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------|---|
| Ramón Forcada - Director | Rafael Alonso - Bancos | Juan Moreno - Inmobiliarias | Juan Tuesta - Construcción & Tecnología |
| Esther Gutiérrez de la Torre - Autos | Luis Piñas - Alimentación/Videojuego: | Elena Fdez-Trapiella - Consumo | Pedro Echeuren - Farma |
| Pilar Aranda - Petróleo | Aránzazu Bueno - Eléctricas | Aránzazu Cortina - Industriales | Eduardo Cabero - Seguros |
| Jorge Pradilla - Logística | Mariana Queiros - Telecom | | |

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