

Nota de compañía

lunes, 11 de marzo de 2024 14:33h (1)

Guidance 2024 alentador. Márgenes en expansión, generación de Flujo de Caja Libre recurrente y creciente y dividendo atractivo. Subimos recomendación a Comprar.

Datos principales de mercado

Capitalización (M€): 2.654
 Cotización (cierre 08/03/24; €) 57,6
 Mín/Máx (52 sem.): Mín: 51,6€ (26 oct. 23); Máx: 68,9€ (24 mar. 23)
 Ticker Bloomberg / Reuters: VIS SM Equity / VIS.MC

Evolución Bursátil (datos diarios)



Cifras principales	2023r	2024e	2025e	2026e	TAMI
Ventas	1.226	1.269	1.313	1.352	+3,3%
EBITDA	268	291	315	329	+7,0%
Margen EBITDA	21,9%	22,9%	24,0%	24,3%	
EBIT	185	209	236	250	+10,6%
Margen EBIT	15,1%	16,5%	17,9%	18,5%	
BNA	141	152	171	182	+8,8%
BPA (€/acc)	3,05	3,30	3,71	3,93	+8,8%
DPA (€/acc)	3,00	2,15	2,31	2,48	-6,1%

Cifras en millones de €, excepto BPA y DPA.

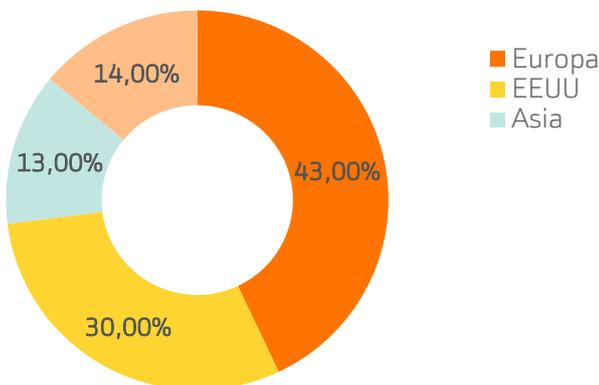
Ratios principales	2023r	2024e	2025e	2026e
PER*	18,9x	17,5x	15,5x	14,7x
PER implícito**	18,9x	18,5x	16,5x	15,6x
EV/EBITDA	11,0x	10,2x	9,4x	9,0x
Rent. Dividendo*	5,4%	3,7%	4,0%	4,3%
DN/FFPP	0,1x	0,0x	Caja Neta	Caja Neta
DN/EBITDA	0,5x	0,1x	Caja Neta	Caja Neta

*PER: 2023 con cotización a cierre de año. 2024e, 2025e y 2026e con la cotización del último cierre.

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

Si PER Implícito > PER indica precio actual infravalorado.

Distribución Ventas 2023



Viscofan

Precio objetivo: **61,1 €**

Potencial Revalorización **+6,1%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Carlos Pellicer Vercher

Subimos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral y revisamos el Precio Objetivo hasta 61,1€ vs 53,8€ anterior. Mejora sustancial del escenario en 2024, en línea con el *guidance* ofrecido por la Compañía. Por ello, revisamos al alza las estimaciones respecto a la última nota. Pese a situarnos en el rango bajo de las guías para 2024 y por debajo de las mismas para 2025, el potencial de revalorización es de +6,1%. La opinión sobre la Compañía es positiva y respaldada en la capacidad de generar Flujo de Caja Libre (FCL) de forma creciente y recurrente. Ello le permite ofrecer una atractiva remuneración al accionista (Rentabilidad por dividendo +5,4%).

Lectura positiva de los resultados 4T 2023, buen *guidance* 2024.

El ejercicio 2023 ha sido complicado para la Compañía, principalmente por: (i) los 55M€ de extra-coste del precio de la energía cerrado a principio de año, (ii) presiones inflacionistas en materias primas y salariales, (iii) mayores costes de financiación e impacto negativo del tipo de cambio, entre otros. Sin embargo, **los márgenes aguantan razonablemente bien** (EBITDA 2023; 21,9%) con una mejora notable de los mismos en 4T 2023 (EBITDA 25,3%). **Las perspectivas para 2024 son buenas:** 1/3 del consumo de gas cerrado en niveles competitivos, precio de las materias primas (sosa cáustica o colágeno) a la baja y necesidades de inversión poco exigentes (CAPEX 2024e ~65M€ frente 125€ en 2022). Proyectamos así una mejora respecto a la publicación de la última nota. Como referencia, el *guidance* 2024 de la Compañía incluye: crecimiento en ventas de +3%/+5% (vs +3,5% esperado por nosotros); EBITDA +8%/+12% (vs +8,2%), que supone un margen EBITDA de 22,9%/23,3% (vs 22,9%); Resultado Neto +10%/+15% (vs +12%); CAPEX 65M€ (vs 65€).

Elevada capacidad de generar de Flujo de Caja Libre. ¿Más dividendo o crecimiento inorgánico?

Viscofan genera caja de manera recurrente y creciente aun en entornos poco favorables como el vivido en 2023. En 2024 estimamos que sea aún mayor, como consecuencia, entre otros, de la reducción de inventarios (1% s/vtas.). La pregunta es ¿qué hará la Compañía con la caja excedentaria? Las opciones son: **(i) más remuneración para el accionista** o **(ii) crecimiento inorgánico** o **(iii) ambas**. Otorgamos mayor probabilidad de que opte por el crecimiento inorgánico para capturar cuota de mercado, particularmente en emergentes. Hecho por el cual elevamos la prima de riesgo +50pbs para la valoración. Actualmente la remuneración para el accionista es de +5,4% vía dividendo.

Mantiene su Plan Estratégico Beyond25

Ventas y márgenes sin cambios en sus objetivos de medio plazo (2025). Sin embargo, rebaja la previsión de CAPEX. En nuestra opinión, **los objetivos para 2025 son optimistas**, por lo que situamos nuestras estimaciones por debajo de las guías de la Compañía: Ventas 1.300M€/1.450M€ (vs 1.313M€ esperado por nosotros), Margen EBITDA 25% (vs 24%).

Conclusión.

Generación de FCL creciente y recurrente, atractiva remuneración al accionista y mejora del contexto 2024/2025. Sin embargo, nuestras estimaciones son conservadoras y las situamos en el rango bajo de las guías de la Compañía para 2024 y por debajo en 2025. A pesar de ello, la cotización ofrece potencial de revalorización y **subimos recomendación a Comprar.**

Nota de compañía

lunes, 11 de marzo de 2024 14:33h (1)

Cifras en millones de €

P&G (síntesis)	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 23/28
Ventas	969	1.201	1.226	1.269	1.313	1.352	1.393	1.435	+3,2%
EBITDA	247	267	268	291	315	329	343	357	+5,9%
Margen EBITDA (%)	25,4%	22,2%	21,9%	22,9%	24,0%	24,3%	24,6%	24,9%	
BNA	133	139	141	152	171	182	192	202	+7,5%
Margen BNA	13,7%	11,6%	11,5%	12,0%	13,1%	13,4%	13,8%	14,1%	
BPA	2,86	3,00	3,05	3,30	3,71	3,93	4,15	4,37	+7,5%
DPA **	1,68	1,82	3,00	2,15	2,31	2,48	2,67	2,87	-0,9%
<i>Payout</i>	59%	61%	98%	65%	62%	63%	64%	66%	
Rent. por dividendo*	2,9%	3,3%	5,4%	3,7%	4,0%	4,3%	4,6%	5,0%	

* Calculado con precio del último cierre a partir de 2023

** Dividendo por acción. El ejercicio 2023 incluye el pago de dividendo extraordinario de 1€/acc. Excluyendo el extraordinario la ratio de Payout ~66%.

Balance resumido	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 23/28
Inmovilizado total	532	593	588	572	566	564	567	573	-0,5%
Activo Circulante	509	664	707	701	725	749	771	794	+2,4%
Efectivo & Otros Act. Fin	98	56	57	164	226	287	350	410	+48,2%
Otros Activos	30	31	55	37	39	41	43	46	-3,8%
Patrimonio Neto	823	907	955	1.009	1.073	1.140	1.209	1.278	+6,0%
Pasivo Circulante	148	159	178	185	186	189	193	198	+2,2%
Deuda financiera	131	194	191	192	202	213	225	237	+4,4%
Otros Pasivos	68	84	84	88	93	98	104	109	+5,3%
ACTIVO = PASIVO	1.169	1.345	1.408	1.474	1.555	1.641	1.731	1.823	+5,3%

Valoración	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	VR
+ BNA	152	171	182	192	202	
+ Amortiz. & Prov.	81	80	79	79	80	
+ Gtos. Financ. Netos *(1-t)	5	6	7	7	7	
- Financ. Circulante (-Var. Fondo Mbra.)	14	-23	-21	-18	-19	
- Inversiones	-65	-73	-78	-82	-86	
=FCFO	188	161	169	178	184	3.283

WACC	6,7%
g	1,00%

Método de valoración

Utilizamos el descuento de flujos de caja para la valoración de Viscofan.

Enterprise Value	2.957
Deuda Financiera Neta	-134
Equity Value	2.823
Nº acciones (M)	46,2
Precio Objetivo (€)	61,1
Cotización (cierre 08/03/24; €)	57,6
Potencial de revalorización	+6,1%

Matriz de sensibilidad

Wacc/g	0,1%	0,4%	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%	1,9%
7,6%	47,0	48,5	50,2	52,1	54,1	56,3	58,8
7,3%	49,2	50,9	52,7	54,8	57,0	59,5	62,3
7,0%	51,5	53,4	55,5	57,8	60,3	63,1	66,3
6,7%	54,1	56,2	58,5	61,1	64,0	67,2	70,7
6,4%	57,0	59,3	61,9	64,8	68,0	71,7	75,8
6,1%	60,1	62,7	65,7	68,9	72,6	76,8	81,6
5,8%	63,6	66,5	69,9	73,6	77,9	82,7	88,4

Fecha	Recomendación	Precio objetivo
05/04/2023	Neutral	70,0 €
02/06/2023	Neutral	67,3 €
11/10/2023	Neutral	61,8 €
02/02/2024	Neutral	53,8 €
11/03/2024	Comprar	61,1 €

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

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Juan Moreno - Inmobiliarias

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Elena Fdez-Tripiella - Consumo

Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

Pedro Echeguren - Farma

Pilar Aranda - Petróleo

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Aránzazu Cortina - Industriales

Eduardo Cabero - Seguros

Jorge Pradilla - Logística

Pedro Ribeiro - Papel & Químicas

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