

Las ventas y márgenes se disparan y su mayor motor de crecimiento será LatAm y Asia.

Datos principales de mercado

Capitalización (M€):	2.654 €				
Cotización actual:	56,95 € (28/04/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	Mín: 53,25€ (oct'20); Máx: 64,35€ (ago'20)				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	-1,9%	+23,2%	-2,1%	-12,5%	+17,4%

Resultados 1T21

	Total	Var. a/a	Var. 1T20	Real vs Esp.
Ventas	229 €	+10,3%	+7,2%	Mejor
EBITDA	58 €	+27,8%	+12,2%	Mejor
Margen EBITDA	25,2%	+3,7 p.p.	+1,1 p.p.	En línea
BNA	30,2 €			
BPA	0,65 €	+10,3%	+20,3%	Mejor

Millones de € excepto BPA.

Ventas, EBITDA y Margen EBITDA en términos recurrentes y comparables. BNA y BPA reportado incluyendo posibles extraordinarios.

Cifras principales

	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	912	935	963	987	+2,7%
EBITDA	234	240	249	258	+3,2%
Margen EBITDA	25,7%	25,7%	25,9%	26,1%	
EBIT	163	171	179	184	+4,1%
Margen EBIT	17,9%	18,3%	18,6%	18,6%	
BNA	123	134	140	143	+5,1%
BPA (€/acc)	2,64	2,87	3,01	3,06	
DPA (€/acc)	1,70	1,82	1,93	2,04	+6,3%

*Millones de € excepto BPA y DPA.

Ratios principales

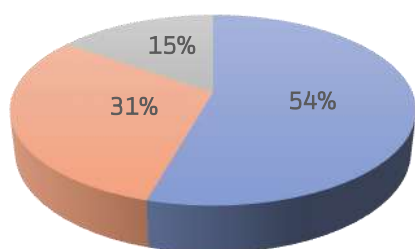
	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	22,0	19,8	18,9	18,6
PER implícito**	-	25,0	23,9	23,5
EV/EBITDA	14,6	14,2	13,7	13,3
Rent. Dividendo*	2,9%	3,2%	3,4%	3,6%
DN/FFPP	0,11x	0,11x	0,11x	0,06x
DN/EBITDA	0,36x	0,37x	0,36x	0,22x

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

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

Si PER Implícito > PER indica precio actual infravalorado.

Exposición geográfica: Ventas 1T21



■ Europa + Asia ■ América del Norte ■ LatAm

Viscofan

Precio objetivo: **71,9 €** Potencial: **+26,3%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** y mejoramos el **Precio Objetivo hasta 71,9€/acc.** desde 69,3€ estimado en sus resultados del ejercicio 2020 completo.

(i) **Las ventas del 1T21** vuelven a batir expectativas (+10,3% a/a comparable) y mantienen la aceleración extraordinaria vista desde el 3T19; (ii) **su exposición a Emergentes** sigue siendo su mayor pilar de crecimiento (China y Brasil principalmente); y (iii) **el Grupo sigue reduciendo su deuda (-52% deuda financiera)**, lo que implica flexibilidad en posibles adquisiciones y capacidad de pago de dividendo.

1. Las ventas del 1T21 aumentan un +10,3% a/a comparable. Esto significa que mantiene la tendencia de crecimiento extraordinariamente elevada vista desde el 3T19 (p. ej. 1T20: +7,2%; 2T20: +8,1%; 3T20: +6,4%; 4T20: +11,3%; todos en términos comparables). Pero incluso en términos reportados, que es la cifra que realmente importa para la rentabilidad al accionista, consigue acelerar hasta +2,3% a/a a pesar del impacto en los tipos de cambio (depreciación del dólar y, sobre todo, real brasileño). **También consiguen mejorar de nuevo su margen EBITDA en +3,7 p.p. comparable,** gracias a las inversiones tecnológicas realizadas desde 2016 hasta 2020, y que ahora es cuando tienen un impacto efectivo y positivo en sus resultados. De hecho, esta mejora de la eficiencia ha podido contrarrestar todo el impacto de las divisas y el BNA del Grupo ha acelerado en términos reportados lo mismo que las ventas en términos comparables (+10,3% a/a). **Estimamos que el Grupo será capaz de mantener esta aceleración** de resultados por ambas vías: (a) más aumento de eficiencia por finalización total de las inversiones a lo largo de 2021 y (b) aceleración de ventas gracias a la exposición en Emergentes que comentaremos a continuación y a la demanda estable de los países desarrollados.

2. Su exposición en Emergentes es uno de sus mayores factores de crecimiento. En concreto, los ingresos comparables en **LatAm** aumentan un **+32% a/a.** En **Asia** la Compañía no da cifras detalladas pero estimamos que el rango de crecimiento se sitúa en **+20%/+25% a/a** y pueden representar en torno a un **25% de sus ventas totales.** Los motivos de esta aceleración: un aumento en el consumo de embutidos porque en LatAm es considerado un alimento básico (más barato); y en Asia porque la proteína animal es considerado un alimento *premium* y el consumo es directamente proporcional a su crecimiento económico (PIB 1T20 China: +18% a/a). Estimamos que este será uno de sus mayores motores de crecimiento.

3. El Grupo sigue reduciendo su deuda (-52% deuda financiera) y consideramos que es una fortaleza porque implica (i) mantener o mejorar la capacidad de pago de **dividendo** (3% rentabilidad estimada) y (ii) **flexibilidad sobre posibles nuevas adquisiciones estratégicas,** principalmente de expansión en Asia. Recordamos que en febrero el Grupo anunció la extensión de su plan estratégico hasta finales de 2021 (+1 año) y a efectos prácticos significa focalizar las **inversiones en España y Asia.**

Por estos tres motivos estimamos un potencial de +26% en 2021, con rentabilidad por dividendo del 3% y, a la vez, con perfil defensivo característico del S. Alimentación.

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/20)	TAMI (20/25)
Ventas	731	778	786	850	912	935	963	987	1.012	1.037	+5,7%	+2,6%
EBITDA	204	211	209	201	234	240	249	258	266	275	+3,5%	+3,2%
Margen EBITDA	27,9%	27,1%	26,6%	23,7%	25,7%	25,7%	25,9%	26,1%	26,3%	26,5%		
EBIT	154	155	146	130	163	171	179	184	193	201	+1,4%	+4,3%
Margen EBIT	21,1%	19,9%	18,6%	15,3%	17,9%	18,3%	18,6%	18,6%	19,1%	19,4%		
BNA	125	122	124	106	123	134	140	143	149	155	-0,4%	+4,8%
Margen BNA	17,1%	15,7%	15,7%	12,4%	13,5%	14,3%	14,5%	14,4%	14,7%	14,9%		
% var. BNA	-	-2,4%	+1,4%	-14,7%	+16,4%	+9,0%	+4,5%	+1,8%	+4,6%	+4,0%		
BNA a Dividendos	68	72	81	75	79	80	84	93	104	116	+4,1%	+8,0%
BNA a Patrimonio	57	50	43	30	44	54	56	50	45	39	-6,6%	-2,3%

*Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/20)	TAMI (20/25)
Tesorería	45	28	31	51	52	69	63	72	74	75	+3,6%	+7,7%
Clientes	148	144	152	184	183	190	208	214	219	253	+5,6%	+6,6%
Existencias	230	239	284	277	273	329	338	361	370	379	+4,4%	+6,8%
Inm. Material	432	470	479	514	475	461	471	462	454	435		
Inm. Intangible	16	19	23	20	19	17	17	18	18	18		
Otros	60	61	64	38	37	44	46	47	47	48		
Total Activo	931	961	1.034	1.085	1.040	1.109	1.143	1.173	1.181	1.208	+2,8%	+3,0%
Deuda total	85	94	136	142	135	159	153	129	87	73	+12,3%	-11,5%
Pasivo Corriente	65	72	71	91	96	117	98	101	107	107		
Otros	72	68	68	68	73	44	46	47	47	48		
Patrimonio Neto	708	728	758	784	736	790	846	896	940	979	+1,0%	+5,9%
Total Pasivo	931	961	1.034	1.085	1.040	1.109	1.143	1.173	1.181	1.208		

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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Ad Infinitum
EBIT	154	155	146	130	163	171	179	184	193	201	
Impuestos	-30	-23	-24	-24	-37	-38	-40	-40	-42	-44	
BNA antes de intereses	124	132	123	106	126	133	139	144	151	157	
Amortizaciones	50	56	62	71	72	69	71	74	73	74	
Cash-Flow de Explotación	174	188	185	176	197	203	210	217	224	231	
Capex (-)	100	94	72	62	57	55	80	65	65	55	
Var. Capital Circulante	-35	1	-54	-6	10	-42	-45	-26	-8	-42	
Cash-Flow Libre	39	95	59	108	151	106	84	126	151	134	3.893

*El descuento de flujos de caja comprende los periodos desde 2021 hasta 2025 + Ad Infinitum.

*M€

Matriz de Sensibilidad

Enterprise Value (M€)	3.423 €	P. riesgo	Wacc/g	1,20%	1,30%	1,40%	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%
Deuda Neta (M€)	90 €	5,37%	4,86%	69,2	71,0	72,8	74,8	76,8	79,1	81,4
Equity Value (M€)	3.333 €	5,44%	4,91%	68,2	69,9	71,7	73,6	75,6	77,8	80,0
Nº Acciones (M)	46,4	5,51%	4,96%	67,3	68,9	70,6	72,5	74,4	76,5	78,7
Precio Objetivo	71,9 €	5,59%	5,01%	66,3	67,9	69,6	71,4	73,3	75,3	77,4
WACC	4,98%	5,66%	5,06%	65,4	66,9	68,6	70,3	72,1	74,1	76,1
Beta	0,83	5,73%	5,11%	64,5	66,0	67,6	69,3	71,1	72,9	74,9
g	1,50%	5,80%	5,16%	63,6	65,1	66,6	68,3	70,0	71,8	73,7

*La Compañía ha tenido acceso a la nota antes de su publicación.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro websit <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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
- El informe ha sido enviado a la Compañía antes de su publicación

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

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	Elena Fdez-Trapiella - Consumo	Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Pedro Echeguren - Farma
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Bueno - Eléctricas	Aránzazu Cortina - Industriales	Eduardo Cabero - Seguros
Rafael Diogo (Portugal)	Susana André (Mkt. Portugal)		

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