

**Resultados 1T22: márgenes presionados por energía y materias primas. Pero solo temporalmente. Negocio aumentando +10% a/a y correlación inversa al ciclo económico.**

### Datos principales de mercado

Capitalización (M€):	2.353 €				
Cotización actual:	50,50 € (25/05/2022)				
Mín/Máx (52 sem.):	Mín: 48,9€; Máx: 61,45€				
Evolución histórica:	YTD	2021	2020	2019	2018
	-12,0%	-2,0%	+23,2%	-2,1%	-12,5%

Resultados 1T22	Total	Var. a/a	Var. 1T21	Real vs Esp.
Ventas	262 €	+10%	+10%	Mejor
EBITDA	58 €	-8,2%	+27,8%	Peor
Margen EBITDA	22,0%	-4,1 p.p.	+3,7 p.p.	Peor
BNA	27,5 €			
BPA	0,59 €	-8,9%	+10,3%	Peor

Millones de € excepto BPA.

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

Cifras principales	2021	2022e	2023e	2024e	TAM/
Ventas	969	1.086	1.140	1.168	+6,4%
EBITDA	247	239	262	298	+6,5%
Margen EBITDA	25,5%	22,0%	23,0%	25,5%	
EBIT	175	164	188	225	+8,8%
Margen EBIT	18,0%	15,1%	16,5%	19,3%	
BNA	133	128	145	173	+9,1%
BPA (€/acc)	2,86	2,74	3,12	3,72	
DPA (€/acc)	1,78	1,87	1,96	2,06	+4,9%

\*Millones de € excepto BPA y DPA.

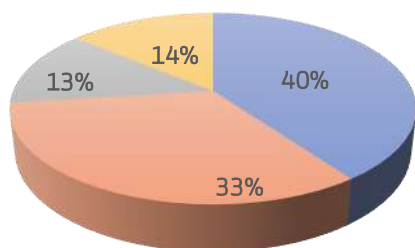
Ratios principales	2021	2022e	2023e	2024e
PER*	19,9	18,4	16,2	13,6
PER implícito**	24,3	25,3	22,3	18,7
EV/EBITDA	13,5	13,9	12,7	11,2
Rent. Dividendo*	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%
DN/FFPP	0,0x	0,1x	0,1x	0,0x
DN/EBITDA	0,2x	0,4x	0,4x	0,2x

\*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 1T22



■ Europa ■ Norte América ■ Sudamérica ■ Asia y Oceanía

## Viscofan

Precio objetivo: **69,5 €** Potencial: **+38%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Revisamos nuestra recomendación hasta **Comprar desde Neutral**.

Pero reducimos el precio objetivo hasta **69,5€/acc. vs 75,0€ anterior** por (i) **márgenes más presionados** de lo estimado por inflación y (ii) **ajuste de la TIR** sin riesgo esperada que penaliza las valoraciones.

La contracción de márgenes es lógica y previsiblemente temporal (precios energía y materias primas). En el corto plazo es lo que mueve la cotización. Pero sigue teniendo **potencial** a 12 meses por su aceleración en ventas y negocio con **correlación inversa al ciclo económico**.

**1. Revisamos nuestra recomendación hasta Comprar desde Neutral**, que publicamos preliminarmente el día que presentaron sus resultados. La mayor incertidumbre son los **márgenes por el aumento de costes**. Los gastos de explotación de Viscofan han pasado a representar el 26% s/ventas vs 22% en 2021 por el encarecimiento de la energía y materias primas. Pero estimamos que es un **golpe (a) generalizado** en todos los sectores y **(b) temporal** hasta finales de 2022. A pesar de los márgenes presionados en el C/P, mantenemos nuestras perspectivas positivas porque **Viscofan sigue creciendo en términos de negocio** muy por encima de la media de los últimos 10 años (+15% a/a ventas reportadas vs +3% media 10A).

**2. Las ventas del 1T22 batieron expectativas con un aumento de +15% a/a reportado** (+10% comparable) vs +13,5% esperado, gracias a (i) **demanda sostenida** en países desarrollados, (ii) **retención y aumento de clientes** en Emergentes y (iii) **revisión extraordinaria de precios** con clientes de +5% a/a aplicado a comienzos de año. Estimamos que **durante 2022 Viscofan mantendrá esta tasa de aumento** de ventas por (a) mayor demanda de embutidos en Europa/EE.UU. por ser productos básicos con correlación inversa a la renta disponible del consumidor (previsión de desaceleración económica y reducción de ahorros por inflación); (b) mayor expansión en Emergentes (principalmente Asia) por la sustitución de envolturas animales hacia colágeno (más eficientes en términos de precio, transporte y adaptabilidad); y (c) **nueva revisión de precios** a clientes de +5% a/a aprox.

**3. Los márgenes se contrajeron más de lo esperado, principalmente por los costes de la energía y materias primas** (colágeno y celulosa). El M. EBITDA cayó -3,2 p.p. (-4,1 p.p. comparable) hasta 22,0% vs 22,5% esperado. Este fue el mayor "golpe" para sus resultados y cotización, porque se esperaba que la tecnología instalada en 2016-2020 y el aumento de precios a clientes compensase (casi totalmente) la inflación de costes. Pero "solo" lo hicieron parcialmente. Estimamos que en el **2T22 sus márgenes seguirán presionados**, remontando parcialmente en la segunda mitad de año. Considerando este problema como **temporal y justificado** por el contexto de mercado geopolítico. **Esto nos lleva a revisar a la baja nuestras estimaciones** de márgenes y, consecuentemente, el precio objetivo.

**4. Consideramos que Viscofan sigue teniendo potencial de compra**, a pesar de la revisión de perspectivas, porque: (i) es una Compañía con **negocio tradicional establecido** y enfoque hacia productos *premium*, con ventas descorrelacionadas del ciclo económico, (ii) con negocio en **Emergentes en plena expansión**, (iii) **previsiblemente recuperando márgenes** a partir del 3T22 y (iv) con **endeudamiento neto casi nulo**, muy importante para su dividendo (4% rentabilidad) y en un entorno de tipos de interés al alza.

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Ventas	778	786	850	912	969	1.086	1.140	1.168	1.197	1.227	+5,6%	+4,8%
<b>EBITDA</b>	<b>211</b>	<b>209</b>	<b>201</b>	<b>234</b>	<b>247</b>	<b>239</b>	<b>262</b>	<b>298</b>	<b>317</b>	<b>325</b>	+4,0%	+5,7%
Margen EBITDA	27,1%	26,6%	23,7%	25,7%	25,5%	22,0%	23,0%	25,5%	26,5%	26,5%		
EBIT	155	146	130	163	175	164	188	225	246	256	+3,1%	+7,9%
Margen EBIT	19,9%	18,6%	15,3%	17,9%	18,0%	15,1%	16,5%	19,3%	20,6%	20,8%		
<b>BNA</b>	<b>122</b>	<b>124</b>	<b>106</b>	<b>123</b>	<b>133</b>	<b>128</b>	<b>145</b>	<b>173</b>	<b>190</b>	<b>198</b>	+2,2%	+8,2%
Margen BNA	15,7%	15,7%	12,4%	13,5%	13,8%	11,8%	12,8%	14,8%	15,9%	16,1%		
% var. BNA	n.a.	+1,4%	-14,7%	+16,4%	+8,5%	-4,1%	+13,8%	+19,1%	+9,7%	+4,0%		
BNA a Dividendos	72	81	75	79	80	77	95	113	124	129	+2,6%	+9,9%
BNA a Patrimonio	50	43	30	44	53	51	51	61	67	69	+1,7%	+5,4%

\*Tasa Anual Media de Incrementos

### Resumen de Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Tesorería	28	31	51	52	91	71	86	87	88	89	+34,2%	-0,5%
Clientes	144	152	184	183	205	225	244	253	285	302	+9,3%	+8,0%
Existencias	239	284	277	273	303	366	412	427	438	465	+6,2%	+8,9%
Inm. Material	470	479	514	475	512	502	493	485	474	464		
Inm. Intangible	19	23	20	19	20	18	20	20	20	21		
Otros	61	64	38	37	36	49	52	53	54	56		
<b>Total Activo</b>	<b>961</b>	<b>1.034</b>	<b>1.085</b>	<b>1.040</b>	<b>1.169</b>	<b>1.231</b>	<b>1.306</b>	<b>1.325</b>	<b>1.359</b>	<b>1.398</b>	+5,0%	+3,6%
Deuda total	94	136	142	135	131	174	183	133	101	71	+8,7%	-11,6%
Pasivo Corriente	72	71	91	96	148	110	120	127	125	122		
Otros	68	68	68	73	67	74	78	80	82	84		
Patrimonio Neto	728	758	784	736	823	874	925	985	1.052	1.121	+3,1%	+6,4%
<b>Total Pasivo</b>	<b>961</b>	<b>1.034</b>	<b>1.085</b>	<b>1.040</b>	<b>1.169</b>	<b>1.231</b>	<b>1.306</b>	<b>1.325</b>	<b>1.359</b>	<b>1.398</b>		

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

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Ad Infinitum
<b>BNA</b>	<b>124</b>	<b>106</b>	<b>123</b>	<b>133</b>	<b>128</b>	<b>145</b>	<b>173</b>	<b>190</b>	<b>198</b>	
Amortizaciones (+)	62	71	72	72	75	74	73	71	70	
Gastos financieros (+)	2	1	1	0	3	3	2	2	1	
Inversión Capex (-)	-72	-62	-57	-62	-65	-65	-65	-60	-60	
Inversión Circulante (+)	-54	-6	10	0	-121	-53	-18	-45	-47	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>62</b>	<b>109</b>	<b>149</b>	<b>143</b>	<b>20</b>	<b>104</b>	<b>165</b>	<b>158</b>	<b>161</b>	<b>3.928</b>

\*El descuento de flujos de caja comprende los periodos desde 2022 hasta 2026 + Ad Infinitum.

\*M€

### Matriz de Sensibilidad

Enterprise Value (M€)	3.323 €	Wacc/g	1,20%	1,30%	1,40%	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%
Deuda Neta (M€)	103 €	<b>5,52%</b>	67,7	69,2	70,7	72,3	74,0	75,8	77,7
Equity Value (M€)	3.220 €	<b>5,57%</b>	66,9	68,3	69,8	71,4	73,0	74,7	76,6
Nº Acciones (M)	46,4	<b>5,62%</b>	66,0	67,4	68,9	70,4	72,0	73,7	75,5
<b>Precio Objetivo</b>	<b>69,5 €</b>	<b>5,67%</b>	65,2	66,6	68,0	<b>69,5</b>	71,0	72,7	74,4
WACC	5,67%	<b>5,72%</b>	64,4	65,7	67,1	68,6	70,1	71,7	73,3
Beta	0,83	<b>5,77%</b>	63,6	64,9	66,3	67,7	69,1	70,7	72,3
g	1,50%	<b>5,82%</b>	62,9	64,1	65,4	66,8	68,2	69,8	71,3

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

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio objetivo
28/04/2021	Comprar	71,9 €
02/08/2021	Comprar	73,6 €
04/11/2021	Comprar	75,0 €
29/04/2022	Neutral	En revisión
25/05/2022	Comprar	69,5 €

### 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](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](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	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)	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