

**Viscofan bate expectativas en el 1T20.
Mejoran margen EBITDA por tecnología y volúmenes.**

Mantienen el *guidance* para 2020.

Datos principales de mercado

Capitalización (M€):	2.735				
Cotización actual:	58,7 (07/05/2020)				
Mín/Máx (52 sem.):	40,12€/59,90€				
Evolución histórica:	2019	2018	2017	2016	2015
	-2,1%	-12,5%	17,4%	-15,8%	26,3%

Cifras principales	2019r	2020e	2021e	2022e	Tami
Ventas	850	918	964	1.005	+5,8%
EBITDA	201	219	231	239	+6,0%
Margen EBITDA	23,7%	23,9%	24,0%	23,8%	
EBIT	130	144	155	164	+7,9%
Margen EBIT	15,3%	15,6%	16,1%	16,3%	
BNA	106	112	117	126	+6,0%
BPA (€/acc)	2,27	2,41	2,52	2,70	+6,0%
DPA (€/acc)	1,62	1,73	1,85	1,98	+7,0%

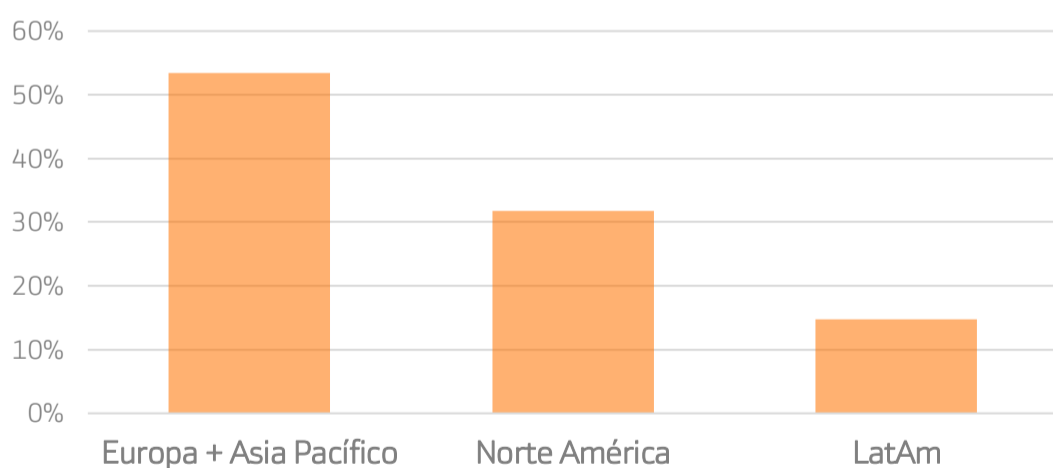
*Millones de € excepto BPA y DPA

Ratios principales	2019r	2020e	2021e	2022e
PER*	20,8	24,3	23,3	21,8
PER implícito**	n.a.	27,9	26,7	24,9
EV/EBITDA	16,0	14,6	13,9	13,4
Rent. Dividendo*	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%
DN/FFPP	0,09x	0,07x	0,06x	0,07x
DN/EBITDA	0,35x	0,27x	0,22x	0,24x

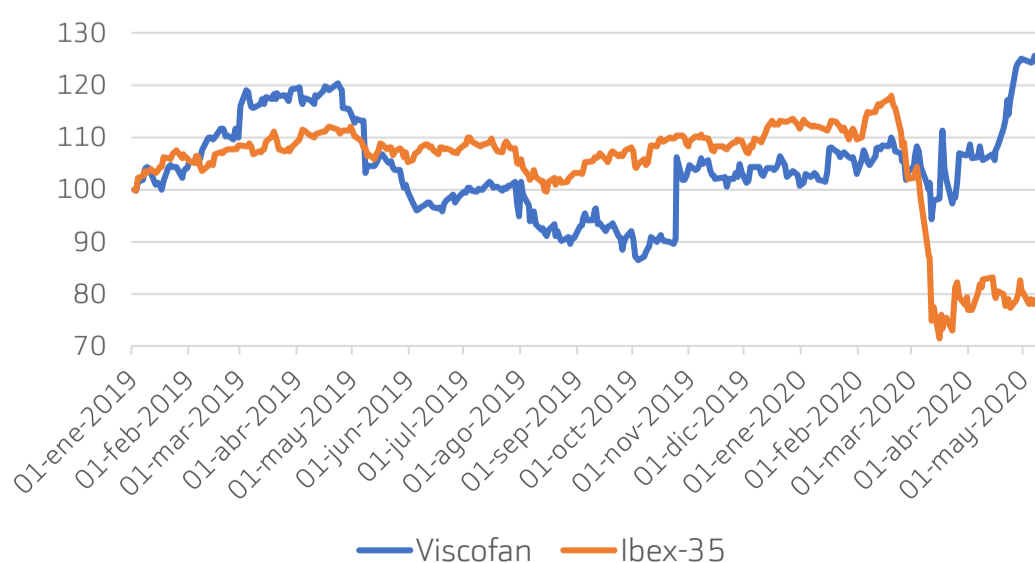
*En 2019 con cotización cierre del año. Sigüientes años con cotización actual.

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

Exposición geográfica: ventas 1T2020



Evolución bursátil vs Ibex-35 desde 2019



Viscofan

Precio objetivo: **67,3 €** Potencial: **+14,6%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

1. Viscofan aumenta sus ventas por encima de lo esperado en el 1T2020 (+10,4% reportado vs +9,5% esperado). Además, se mantienen en niveles de máximos históricos (222,1M€ vs 223,9M€ máx. en 4T19) gracias al reemplazo de envolturas animales por envolturas de colágeno (gran parte del crecimiento en China). Además, la Compañía mantiene el *guidance* de ventas en +7% a/a. Estimamos que las ventas sigan acelerando en torno a +6% durante 2020, gracias al (i) aumento de la demanda de productos básicos (p. ej. embutidos) y (ii) ahorro de costes para productores con este tipo de envolturas.

2. La Compañía mejora su margen EBITDA hasta 23,4% desde 22,8% en el 1T19. Principalmente por el aumento de volúmenes y mayor eficiencia tecnológica sobre las plantas instaladas entre 2017 y 2019 (fase I del plan estratégico) y el actual desarrollo y explotación de las mismas (menor necesidad de Capex y mayor productividad). Estimamos que el margen EBITDA continúe mejorando en el rango 23,8%/24,0% durante 2020. Beneficiado, además, por el menor coste de la energía (petróleo en mínimos históricos).

3. El Grupo reduce su deuda financiera neta un -22% (actualmente 0,3x EBITDA aprox.) y estimamos que continuará reduciéndose de forma más moderada (en torno a -3% hasta 2024). Esto es muy positivo porque (i) da suficiente solvencia al Grupo en un momento de incertidumbre como el actual y (ii) permitirá realizar nuevas inversiones en el próximo plan estratégico de 2021 (aún sin anunciar).

Estimamos que Viscofan será una de las compañías que salgan reforzadas de la crisis del Covid-19. Durante 2019 la Compañía se vio beneficiada por la Gripe Porcina, que redujo la oferta de envolturas de tripa animal (y aumentó su precio). Muchos productores de embutidos y similares (principalmente en China) optaron por las envolturas de colágeno que les proporciona una oferta más estable y con menores costes.

Ahora con la crisis del Covid-19, y con una cartera de clientes más amplia (35% de cuota de mercado global), estimamos que la demanda de productos básicos aumentará (embutidos, salchichas, etc). Además, las inversiones realizadas durante 2017-2019 dan al Grupo mayor capacidad y eficiencia productiva para aprovechar este aumento de demanda.

De cara a los próximos ejercicios (a partir de 2021), es muy probable que realice nuevas inversiones en base al nuevo plan estratégico (todavía no anunciado), y cuenta con solvencia suficiente como para que la deuda no sea una preocupación presente ni previsiblemente futura.

Por el lado del dividendo, uno de los atractivos de la Compañía, estimamos que tendrá capacidad para incrementarlo en torno a +7% anual, gracias al aumento de ventas y generación de caja.

Por eso pensamos que Viscofan tiene perfil defensivo y potencial para aumentar sus ventas por el Covid-19.

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (15/19)*	TAMI (19/24)*
Ventas	741	731	778	786	850	918	964	1.005	1.035	1.071	3,5%	3,9%
EBITDA	214	204	211	209	201	219	231	239	247	258	-1,5%	4,2%
Margen EBITDA	28,9%	27,9%	27,1%	26,6%	23,7%	23,9%	24,0%	23,8%	23,9%	24,1%		
EBIT	161	154	155	146	130	144	155	164	173	185	-5,1%	6,6%
Margen EBIT	21,7%	21,1%	19,9%	18,6%	15,3%	15,6%	16,1%	16,3%	16,8%	17,3%		
BNA	120	125	122	124	106	112	117	126	135	143	-3,1%	6,2%
Margen BNA	16,1%	17,1%	15,7%	15,7%	12,4%	12,3%	12,2%	12,5%	13,0%	13,3%		
% var. BNA	n/a	4,5%	-2,4%	1,4%	-14,7%	6,5%	4,3%	7,1%	7,4%	5,8%		
BNA a Dividendos	63	68	72	81	75	81	86	92	99	106	4,7%	7,0%
BNA a Patrimonio	57	57	50	43	30	32	31	33	36	37	-14,7%	3,9%

*Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (15/19)*	TAMI (19/24)*
Tesorería	44	45	28	31	51	34	50	49	47	64	3,7%	17,4%
Clientes	131	148	144	152	186	191	193	200	201	216	9,2%	3,1%
Existencias	209	230	239	284	277	261	271	302	321	317	7,4%	5,0%
Inm. Material	382	432	470	479	495	473	477	472	463	455	6,7%	-1,0%
Inm. Intangible	18	16	19	23	20	37	39	40	40	59	1,7%	12,4%
Otros	48	60	61	64	55	66	78	80	81	77	3,9%	4,1%
Total Activo	832	931	961	1.034	1.085	1.063	1.107	1.142	1.153	1.189	6,9%	2,9%
Deuda total	67	85	94	136	122	93	100	107	88	83	16,0%	-2,8%
Pasivo Corriente	63	65	72	71	86	111	116	109	102	105	8,2%	-1,3%
Otros	68	72	68	68	92	43	44	46	46	48	7,8%	2,9%
Patrimonio Neto	633	708	728	758	784	816	847	880	916	953	+5,5%	+4,0%
Total Pasivo	832	931	961	1.034	1.085	1.063	1.107	1.142	1.153	1.189		

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

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Ad Infinitum
EBIT	154	155	146	130	144	155	164	173	185	
Impuestos	-30	-23	-24	-24	-32	-33	-35	-38	-40	
BNA antes de intereses	124	132	123	106	112	122	128	135	145	
Amortizaciones	50	56	62	71	76	76	75	74	73	
Cash-Flow de Explotación	174	188	185	176	188	198	204	209	218	
Capex	-100	-94	-72	-62	-54	-80	-70	-65	-65	
Var. Capital Circulante	-35	1	-54	-13	-36	6	45	28	8	
Cash-Flow Libre	39	95	59	101	169	112	89	117	145	3.674

*M€

Matriz de Sensibilidad

Enterprise Value (M€)	3.206 €	P. riesgo	Wacc/g	1,20%	1,30%	1,40%	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%
Deuda Neta (M€)	71 €	6,93%	5,35%	65,6	67,0	68,5	70,1	71,7	73,5	75,3
Equity Value (M€)	3.135 €	7,00%	5,40%	64,7	66,1	67,6	69,1	70,7	72,4	74,2
Nº Acciones (M)	46,6	7,08%	5,45%	63,9	65,3	66,7	68,2	69,8	71,4	73,1
Precio Objetivo	67,3 €	7,15%	5,50%	63,1	64,5	65,8	67,3	68,8	70,4	72,1
WACC	5,5%	7,22%	5,55%	62,4	63,6	65,0	66,4	67,9	69,4	71,1
Beta	0,83	7,29%	5,60%	61,6	62,9	64,2	65,5	67,0	68,5	70,1
g	1,5%	7,36%	5,65%	60,9	62,1	63,4	64,7	66,1	67,6	69,1

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro web <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	Ana de Castro - Seguros
Joao Pisco (Portugal)	Rafael Diogo (Portugal)	Susana André (Mkt. Portugal)	Eduardo Cabero - Seguros

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