

Los resultados del 2T21 vuelven a batir expectativas. Su eficiencia tecnológica impulsa márgenes a pesar de la inflación de costes. Asia como pilar de crecimiento.

Datos principales de mercado

Capitalización (M€):	2.815 €				
Cotización actual:	60,40 € (02/08/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	Mín: 53,25€ (oct'20); Máx: 64,35€ (ago'20)				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	+4,7%	+23,2%	-2,1%	-12,5%	+17,4%

Resultados 2T21

	Total	Var. a/a	Var. 2T20	Real vs Esp.
Ventas	237 €	+9,5%	+8,1%	Mejor
EBITDA	64 €	+18,4%	+26,7%	Mejor
Margen EBITDA	26,9%	+2,1 p.p.	+4,1 p.p.	Mejor
BNA	34 €			
BPA	0,73 €	+13,2%	+30,7%	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	944	977	999	+3,1%
EBITDA	234	246	257	264	+4,0%
Margen EBITDA	25,7%	26,1%	26,3%	26,4%	
EBIT	163	175	185	188	+4,9%
Margen EBIT	17,9%	18,6%	18,9%	18,8%	
BNA	123	137	145	146	+6,0%
BPA (€/acc)	2,64	2,95	3,11	3,14	
DPA (€/acc)	1,70	1,78	1,87	1,96	+4,9%

*Millones de € excepto BPA y DPA.

Ratios principales

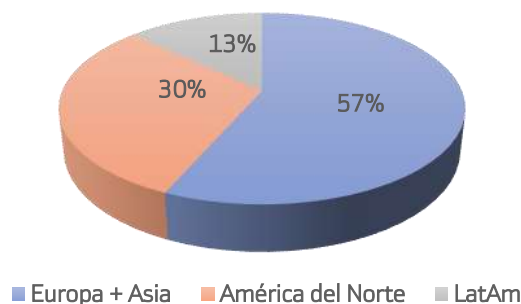
	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	22,0	20,5	19,4	19,3
PER implícito**	-	25,0	23,7	23,5
EV/EBITDA	14,9	14,2	13,6	13,3
Rent. Dividendo*	2,9%	3,0%	3,1%	3,3%
DN/FFPP	0,11x	0,09x	0,09x	0,05x
DN/EBITDA	0,36x	0,29x	0,31x	0,17x

*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 2T21



Viscofan

Precio objetivo: **73,6 €** Potencial: **+21,9%**

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** y elevamos el **Precio Objetivo hasta 73,6€/acc.** vs 71,9€/acc. anterior.

Los resultados del 2T21 vuelven a batir expectativas, su **eficiencia tecnológica** y mayores ventas han conseguido **mejorar sus márgenes** (a pesar de la inflación de costes) y su mayor potencial sigue estando en la **exposición en Asia**. Mejoramos nuestro P. Objetivo por una **mejora de perspectivas** en su M. EBITDA (26,1% estimado vs 25,7% anterior) y **consolidación del ritmo de ventas actual** (+3,5% a/a estimado vs +2,5% anterior).

1. Las Ventas del 2T21 siguen acelerando a un ritmo muy por encima de la media (+5,6% a/a reportado vs +3% en media); y en términos comparables el crecimiento es incluso mejor (+9,5% a/a) por la exclusión del tipo de cambio tan volátil durante 2021 (Dólar, Real Brasileño, ...), a pesar de comparar con el 2T20 muy beneficiado por el CV-19 (Ventas 2T20 +8,1% a/a). Además, **desglosando por geografías la interpretación mejora** porque (i) el **crecimiento en países desarrollados se mantiene por encima del ritmo habitual** (p. ej. Norteamérica +11,4% a/a comparable vs +3% media 3A) y (ii) **la aportación de Asia en los resultados sigue siendo uno de los pilares de crecimiento**. Europa + Asia aumenta hasta +11,8% a/a. La compañía no da más detalle de las cifras pero estimamos que solo la parte de Asia representa un 25% de sus ventas totales y aporta un crecimiento de +20% a/a. En este entorno **mejoramos nuestras estimaciones de ventas en 2021 y 2022** hasta +3,5% a/a y +3,5% respectivamente (desde +2,5% a/a y +3,0% anterior).

2. La eficiencia tecnológica de Viscofan ha demostrado ser su mayor fortaleza. El Grupo consigue mejorar en +2,1 p.p. comparable su M. EBITDA a pesar de la extraordinaria inflación de costes (materias primas, transporte, energía, ...) que, en general, está penalizando a todo el S. Alimentación. Pero en el caso de Viscofan, la inversión realizada en tecnología desde 2016 y el aumento de volúmenes vendidos ha conseguido incrementarlo contra todo pronóstico. **Estimamos que durante el 2S21 los costes tenderán a estabilizarse, la instalación de inversiones en España, China o EE.UU. seguirá mejorando la productividad y esto nos lleva a mejorar nuestras estimaciones de M. EBITDA hasta 26,1% en 2021 (vs 25,7% anterior) y 26,3% en 2022 (vs 25,9% anterior).**

3. Seguimos pensando que su exposición a Emergentes (Asia principalmente) sigue siendo su mayor potencial de crecimiento, aunque el ritmo de crecimiento en LatAm comienza a moderarse (-2,5% a/a comparable) pero solo representa el 13% de sus ventas. Además, detectamos las siguientes **fortalezas/potenciales**: (a) **mercado en crecimiento** por sustitución de tripas animales hacia colágeno, (b) **ventaja/eficiencia tecnológica**, (c) **flexibilidad** en su capacidad productiva y (d) **endeudamiento muy reducido** que permite nuevas inversiones y el pago de dividendos sostenibles en el tiempo (3% rentabilidad estimada).

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Ventas	778	786	850	912	944	977	999	1.024	1.049	1.075	+5,0%	+2,6%
EBITDA	211	209	201	234	246	257	264	270	278	285	+3,9%	+3,0%
Margen EBITDA	27,1%	26,6%	23,7%	25,7%	26,1%	26,3%	26,4%	26,4%	26,5%	26,5%		
EBIT	155	146	130	163	175	185	188	196	203	213	+3,1%	+3,9%
Margen EBIT	19,9%	18,6%	15,3%	17,9%	18,6%	18,9%	18,8%	19,2%	19,3%	19,8%		
BNA	122	124	106	123	137	145	146	152	157	165	+3,0%	+3,7%
Margen BNA	15,7%	15,7%	12,4%	13,5%	14,6%	14,8%	14,6%	14,8%	15,0%	15,4%		
% var. BNA	n.a.	+1,4%	-14,7%	+16,4%	+11,9%	+5,3%	+1,0%	+3,6%	+3,7%	+5,1%		
BNA a Dividendos	72	81	75	79	82	87	95	98	102	107	+3,4%	+5,4%
BNA a Patrimonio	50	43	30	44	55	58	51	53	55	58	+2,5%	+1,0%

*Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Tesorería	28	31	51	52	69	64	73	74	76	78	+25,0%	+2,6%
Clientes	144	152	184	183	191	211	217	222	250	268	+7,3%	+7,0%
Existencias	239	284	277	273	331	342	365	374	383	407	+8,5%	+4,3%
Inm. Material	470	479	514	475	474	482	471	462	442	425		
Inm. Intangible	19	23	20	19	17	17	18	18	18	19		
Otros	61	64	38	37	45	46	48	48	49	50		
Total Activo	961	1.034	1.085	1.040	1.126	1.162	1.192	1.198	1.219	1.247	+4,0%	+2,1%
Deuda total	94	136	142	135	139	144	118	65	29	-1	+10,4%	-137,1%
Pasivo Corriente	72	71	91	96	117	99	102	108	109	107		
Otros	68	68	68	73	79	70	71	72	73	75		
Patrimonio Neto	728	758	784	736	791	849	900	953	1.008	1.066	+2,1%	+6,1%
Total Pasivo	961	1.034	1.085	1.040	1.126	1.162	1.192	1.198	1.219	1.247		

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

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Ad Infinitum
BNA	124	106	123	137	145	146	152	157	165	
Amortizaciones (+)	62	71	72	71	72	75	74	75	72	
Gastos financieros (+)	2	1	1	2	2	2	1	0	0	
Inversión Capex (-)	-72	-62	-57	-70	-80	-65	-65	-55	-55	
Inversión Circulante (+)	-54	-6	10	-44	-49	-27	-7	-37	-44	
Cash-Flow Libre	62	109	149	97	90	132	154	141	139	3.945

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

*M€

Matriz de Sensibilidad

Enterprise Value (M€)	3.494 €	<i>P. riesgo</i>	<i>Wacc/g</i>	1,20%	1,30%	1,40%	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%
Deuda Neta (M€)	81 €	5,37%	4,92%	71,4	73,2	75,0	77,0	79,0	81,2	83,6
Equity Value (M€)	3.413 €	5,44%	4,97%	70,4	72,1	73,9	75,8	77,8	79,9	82,2
Nº Acciones (M)	46,4	5,51%	5,02%	69,4	71,1	72,8	74,7	76,6	78,7	80,9
Precio Objetivo	73,6 €	5,59%	5,07%	68,5	70,1	71,8	73,6	75,5	77,4	79,6
WACC	5,07%	5,66%	5,12%	67,6	69,1	70,8	72,5	74,3	76,3	78,3
Beta	0,83	5,73%	5,17%	66,7	68,2	69,8	71,5	73,2	75,1	77,1
g	1,50%	5,80%	5,22%	65,8	67,3	68,8	70,5	72,2	74,0	75,9

*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