

Sector Alimentación

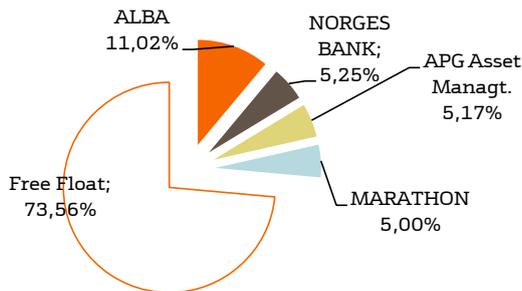
Precio Objetivo: 53,0 €
Recomendación: Vender

Márgenes deteriorados por la elevada presión en costes y divisas.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 2.551 M€
Último 54,75 €/acc.
Nº Acciones: 46,6 M
Max / Min (52 sem): 57,55€ / 47,565€
Cód. Reuters / Bloomberg: VIS.MC / VIS SM

Principales Accionistas



Principales cifras (M€) y ratios

	2016r.	2017r.	2018e.	2019e.	TAMI(1)
Ingresos	731	778	816	852	5,2%
Envolturas	691	734	821	821	
Cogeneración	40	44	43	43	
Ebitda	204	211	216	230	4,1%
Mg. Ebitda	27,9%	27,1%	26,4%	27,0%	
BNA	125	122	122	135	2,6%
BPA (€/acc.)	2,68	2,62	2,62	2,90	2,7%
-DFN/+Caja Neta	-9	-41	-18	-15	
DFN/Ebitda	0,04x	0,19x	0,08x	0,07x	
PER	17,5x	20,9x	20,9x	18,9x	
EV/Ebitda	12,5x	11,9x	11,7x	11,0x	
Div. por acc.	1,45	1,55	1,54	1,70	5,4%
Rent. Divid.	2,6%	2,8%	2,8%	3,1%	
ROE	17,7%	16,8%	16,2%	16,6%	

(1)Tasa Anual Media de Incremento 2016/2019

Distribución geográfica de los Ingresos (M€)

	2016	peso %	2017	peso %	Var. a/a
Europa y Asia	411	56%	434	56%	6%
Norteamérica	217	30%	228	29%	5%
Latam	103	14%	116	15%	13%
TOTAL	731		778		6%

Principales cifras 4T '17

	4T'16	4T'17	Var. a/a
Total Ventas	194	197	2%
Envolturas	184	186	1%
Cogeneración	10	11	10%
Ebitda	55	46	-16%
Mg. Ebitda	28,4%	23,4%	
BNA	37	30	-19%
BPA (€/acc.)	0,79	0,64	

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de la nota.

:: Los resultados de 2017 son débiles. En beneficio neto retrocede -2% y los márgenes se estrechan significativamente.

:: Debido al deterioro de las cifras y a la reducida visibilidad de cara a 2018 (volatilidad en divisas y aumento en el precio de las materias primas), revisamos a la baja nuestras estimaciones.

:: Reducimos el Precio Objetivo desde 57,0€/acc. hasta 53,0€/acc. (sin potencial) y bajamos la recomendación a Vender desde Comprar.

Resultados débiles. Los márgenes se estrechan y el beneficio retrocede.

La fortaleza del euro ha lastrado la evolución de las cifras durante la segunda mitad del año y, de forma más acusada, en el 4T'17. Como muestra la tabla inferior (Principales cifras 4T '17), las Ventas acentúan la tendencia de desaceleración hasta +2% (197M€) desde +6% en 3T'17, +7% en 2T'17 y 12% en 1T'17. El Ebitda retrocede -16% (hasta 46M€) y el Ebitda recurrente -7% (hasta 48M€), con un significativo estrechamiento del Margen Ebitda hasta 23% desde 28% en 4T2016. El BNA se contrae 19% hasta 30M€.

El deterioro de los resultados del 4T'17 ha impedido que la Compañía haya alcanzado sus objetivos para el conjunto del año en términos de BNA, que retrocede -2% hasta 122M€ vs. *guidance* de 125/129M€ (+0%/+3%), situándose también por debajo de nuestras previsiones (125M€ estimado BKT). En cambio, los Ingresos, en línea con el *guidance* (760/785M€; +4%/+7%), aumentan +6,5% hasta 778M€ y superan nuestra estimación (773M€ estimado BKT) impulsados por el positivo comportamiento en Latinoamérica, Europa y Asia. Sin embargo, en Norteamérica pierden ritmo por el descenso de las Ventas en EEUU penalizadas la debilidad del dólar (tabla izquierda: Distribución geográfica de los Ingresos). En cuanto al desglose por tipo de negocio, los Ingresos de Envolturas aumentaron +6% hasta 734M€ y los de Cogeneración +11% hasta 44M€.

En términos operativos, el Ebitda recurrente ha restado casi -2% al crecimiento en 2017 y -8% en el 4T'17. En concreto, el Ebitda Total (211M€; +3,5%) queda por debajo de nuestras previsiones (227M€ estimado BK) y en la parte baja del rango de la Compañía (210/218M€; +3%/+7%). Por otra parte, **los márgenes se estrechan** (Mg. Ebitda 27% vs. 28% en 2016 y el recurrente 27% vs. 28% en 2016) debido al aumento de los costes, siendo la partida de *Aprovisionamientos* la que registra el mayor incremento (+12%) por el repunte del precio de las materias primas como la celulósica y colágeno, que representan aproximadamente el 80% de los ingresos. No obstante, también aumentan los *Gastos de Personal* y *Otros Gastos de Explotación* (en torno a +9,5%). El Resultado Financiero empeora, no sólo por las variaciones negativas de los tipos de cambio (**fortaleza del euro** frente al dólar, al real brasileño y al yuan) sino también por: (i) Repunte de +1,5% de Gastos Financieros. (ii) Descenso de los Ingresos Financieros (-35%) por la disminución de caja (-38% hasta 28M€), destinada al pago de las inversiones realizadas (CAPEX 107M€; +35%) para reforzar la posición competitiva del Grupo dentro del plan estratégico MORE TO BE. Destacando el esfuerzo en Capex para la nueva planta de Cáseda (España) de producción de envolturas basadas en viscosa. En consecuencia de todo lo anterior, el BAI retrocede -6% hasta 145M€.

El **aspecto positivo** viene por el lado del **balance** que continúa mostrando solidez y permanece saneado ya que, a pesar del aumento de la DFN (41,1M€ desde 8,8M€ en dic.'2016), el apalancamiento es irrelevante: DFN/Ebitda 0,2x y DFN/PN 0,05x (Patrimonio Neto +3%; hasta 728M).

Por último, el **Dividendo** anunciado (1,55€/acc.) supone una rentabilidad de 2,8%, que avanzará hacia 3% (estimado BKT).

De cara a 2018, pensamos que **los márgenes seguirán erosionándose por la elevada presión en costes** (debido al cambio de tendencia al alza del precio de los polímeros plásticos) y en divisas. El aumento (+5%) que estimamos para los Ingresos - ayudado por la estrategia de incremento de precios de la Compañía - no será suficiente para compensar el ascenso de los costes (+6% estimado BKT).

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada
Eva del Barrio
Jesús Amador
Esther G. de la Torre
Ramón Carrasco
Rafael Alonso
Ana de Castro (analista principal de este informe)
Pilar Aranda
Elena Fernández-Trapiella
Aránzazu Bueno
Joao Pisco
Susana André (Mktg. & Support)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

PYG resumida (M€)	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI 17/22
Total Ingresos	741	731	778	816	852	889	932	980	4,7%
Costes	-527	-527	-567	-600	-622	-650	-684	-717	4,8%
EBITDA	214	204	211	216	230	239	248	263	4,5%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>28,9%</i>	<i>27,9%</i>	<i>27,1%</i>	<i>26,5%</i>	<i>27,0%</i>	<i>26,9%</i>	<i>26,6%</i>	<i>26,8%</i>	
Amor. y Prov.	-53	-50	-56	-54	-59	-61	-63	-66	
EBIT	161	154	155	162	172	178	185	197	4,9%
<i>Margen Ebit</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,1%</i>	
BAI	152	155	145	154	170	177	185	198	6,4%
BNA	120	125	122	122	135	140	146	156	5,0%
BPA	2,58	2,68	2,62	2,61	2,89	3,01	3,13	3,35	5,0%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Activo no Corriente	416	477	516	499	535	554	575	598
Activo Corriente	371	408	417	446	463	479	498	513
Caja	44	45	28	29	32	60	87	118
TOTAL ACTIVO	831	931	961	974	1.030	1.093	1.160	1.229
Patrimonio Neto	633	708	728	753	812	869	929	993
Pasivo Corriente	101	107	107	111	112	114	117	118
Deuda Financiera	41	54	69	47	48	50	52	55
Pasivo No Corriente	56	62	57	63	58	60	62	63
TOTAL PASIVO	831	931	961	974	1.030	1.093	1.160	1.229

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración Descuento CFLO (M€)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor R
(+) BNA	122	135	140	146	156	
(+) Amortizaciones	54	59	61	63	66	
(+) Financieros (1-T)	5,8	1,1	0,4	0,1	-0,3	
= Cash Flow Operativo	182	195	201	209	222	
(-) Inversiones	75	77	80	84	88	
+/- Variación FM (ex caja)	-25	-16	-13	-16	-14	
= Cash Flow Libre Operativo	82	101	108	110	120	2.638

Fuente: Análisis Bankinter.

Matriz de Sensibilidad.						Valoración Estimada (escenario central)			
Prima de Riesgo	Equity Value		g						
	0,10%	0,30%	0,50%	0,70%	0,90%				
2,2%	70,6 €	74,3 €	78,5 €	83,3 €	88,8 €	Coste de la deuda (Kd)	2,7%	Rp 3,7%	
2,7%	61,8 €	64,6 €	67,7 €	71,2 €	75,1 €	Coste de capital (Ke)	5,1%	RFR 1,4%	
3,2%	54,9 €	57,1 €	59,5 €	62,1 €	65,0 €	WACC	5,03%	Beta (5A)* 1,00	
3,7%	49,4 €	51,1 €	53,0 €	55,0 €	57,3 €	EV		2.510 M€	
4,2%	44,8 €	46,2 €	47,7 €	49,3 €	51,1 €	- DFN		-41 M€	
4,7%	41,0 €	42,1 €	43,4 €	44,7 €	46,1 €	- Minoritarios		-0,1 M€	
5,2%	36,3 €	37,5 €	38,7 €	40,1 €	41,6 €	EqV		2.469 M€	
						Precio objetivo (€/acc.)		53,0	
						Cotización (€/acc.)		54,8	
						Potencial de revalorización		-3%	

Fuente: Análisis Bankinter.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Equipo de Análisis de Bankinter:	Ana de Castro (analista principal de este informe)	http://broker.bankinter.com/
Ramón Forcada	Jesús Amador	Rafael Alonso
Eva del Barrio	Ramón Carrasco	Joao Pisco
Aránzazu Bueno	Esther G. de la Torre	Susana André (Mktg. & Support)
		Avda. Bruselas 14
		28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 2)

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

(* Beta bruta a 5 años (sin ajustar) =0,43. Consideramos que por las características de la actividad de Viscofan, esta Beta no refleja el riesgo del negocio. Por ello, aplicamos en el modelo Beta=1, neutral para la valoración.