

Sector Alimentación

Buen arranque de año y sin deuda. Las perspectivas de crecimiento de 2017 ya están en precio.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 2.551 M acc.

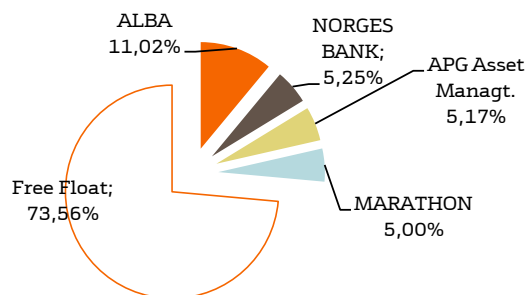
Último 54,75 €/acc.

Nº Acciones: 46,6 M

Max / Min (52 sem): 56,13€ / 41,83€

Cód. Reuters / Bloomberg: VIS.MC / VIS SM

Principales Accionistas



Principales cifras (M€) y ratios

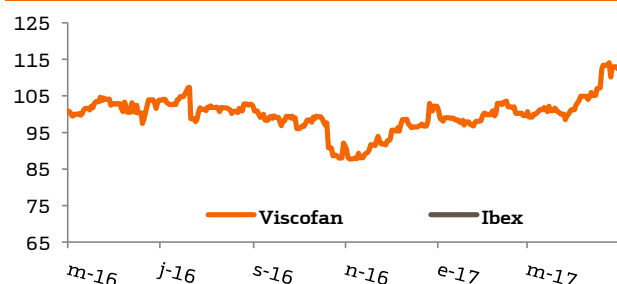
	2016r.	2017e.	2018e.	2019e.	TAMI(1)
Ingresos	731	773	801	832	4,4%
Envolturas	691	752	783	819	
Cogeneración	40	40	41	43	
Ebitda	204	209	223	237	5,1%
Mg. Ebitda	27,9%	27,0%	27,9%	28,5%	
BNA	125	120	129	138	3,4%
BPA (€/acc.)	2,68	2,58	2,77	2,96	3,4%
-DFN/+Caja Neta	-9	11	30	49	
DFN/Ebitda	0,04x	n.a.	n.a.	n.a.	
PER	17,5x	21,2x	19,8x	18,5x	
EV/Ebitda	12,5x	12,3x	11,6x	11,0x	
Div. por acc.	1,45	1,40	1,50	1,60	3,3%
Rent. Divid.	3,1%	2,6%	2,7%	2,9%	

(1) Tasa Anual Media de Incremento 2016/2019

Distribución geográfica de los Ingresos (M€)

	1T'16	peso %	1T'17	peso %	Var. a/a
Europa y Asia	98,5	56%	102,1	52%	4%
Norteamérica	53,4	31%	61,7	32%	16%
Latam	22,5	13%	31,0	16%	38%
TOTAL	174,4		194,8		12%

Comparativa con Ibx 35



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Esther G. de la Torre Joao Pisco
 Eva del Barrio Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Ana Achau Asesoramiento
 Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Susana André (Mktg. & Support)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
 Avda. Bruselas 12
 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.

Precio Objetivo: 55,9 €

Recomendación: Vender

La recuperación de Brasil, el impacto favorable de los tipos de cambio y la adquisición de Vector son los principales catalizadores de los resultados del 1T'17. El reducido nivel de endeudamiento sigue mostrando una sólida estructura de balance con capacidad de generación de caja. Tras el deterioro de 2016, el buen arranque de año es muy positivo. Ajustamos nuestro Precio Objetivo desde 57,3€/acc. hasta 55,9€/acc. sin casi potencial (+2%). Pensamos que las previsiones de crecimiento para 2017 ya están en precio. El valor acumula una revalorización de +18% este año. Parece razonable esperar que se tome un descanso. Mantenemos una opinión favorable sobre la Compañía pero preferimos, desde el punto de vista de valoración, reducir nuestra recomendación desde Comprar hasta Vender.

Resultados 1T'17: Como recoge la tabla inferior, los ingresos aumentan +12% batiendo las previsiones que apuntaban hacia +8%. El Ebitda y el BNA aumentan casi +11% y +16% respectivamente. Estas cifras incorporan los resultados de Vector (EE.UU. y Europa), adquirida en octubre de 2016 a un precio atractivo (EV/Ebitda 5,1x vs. 12,4x de Viscofan). La operación se pagó 100% en efectivo (EV 12M€ = 2,7 M equity + 8,8 M deuda) sin tensiones financieras puesto que la Compañía contaba con Caja Neta de 3M€ a cierre de 2015. Además, la operación es relativa para el accionista de Viscofan, con un impacto positivo de +4% en BPA'16 según nuestras estimaciones. Durante el 1T'17, Vector ha contribuido con una aportación de +7,6M€ en ingresos y +1M€ en Ebitda. Excluyendo Vector (crecimiento orgánico) la evolución es positiva pero más moderada: los ingresos +4% y el Ebitda +6%. No obstante, lo importante es que genera valor al accionista (BPA 1T'17: 0,69€/acc.; **impacto relativo** +3% estimado BK).

Por áreas geográficas: se frena la desaceleración mostrada en 2016 en Latam. Principalmente en Brasil. La recuperación de su economía y del real brasileño impulsan el mercado de envolturas y explican gran parte del aumento del volumen de ventas en Latinoamérica (31M€; +36% y +18% en términos orgánicos). Además, el impacto positivo de las variaciones de tipos de cambio ha contribuido al crecimiento de otras regiones: Norteamérica (62M€; +15% y +3,3% orgánico) y Europa&Asia (102M€, +3,6% y +1,7% orgánico).

El aspecto más favorable, en nuestra opinión, sigue siendo su saneada situación financiera. La Deuda Financiera Neta se sitúa en 5,2M€ (-40% desde diciembre de 2016). El ratio de apalancamiento (DFN/Ebitda) es irrelevante. **Estimamos que cerrará el ejercicio con Caja Neta.** Situación que le aporta flexibilidad para acometer, en caso de surgir, operaciones corporativas con suficiente agilidad como en el caso de Vector, aunque no forma parte de su estrategia core, focalizada en el crecimiento orgánico. El plan estratégico (MORE TO BE 2016/2020) ha requerido una inversión de 13,5M€ (+24% respecto a 1T'16) destinada, en su mayoría, a la construcción de la nueva planta con tecnología de fibrosa. Según el *timing* previsto iniciará la producción en 2S'17. Para el conjunto de 2017 estiman que el capex se eleve hasta 85M€ (similar a 2016 y +51% 2015).

Los objetivos 2017 previstos por la Compañía (ingresos +4%/+7%; Ebitda +3%/+7% y BNA 0%/+3%) parecen alcanzables. **En nuestra opinión, se situarán en la parte media del rango.**

En definitiva, estos resultados indican un buen arranque de año, dejando atrás un difícil 2016. **El crecimiento orgánico refleja que el ritmo de mejora será moderado.** Sin embargo, el balance sigue mostrando solidez y sobrada capacidad de generación de caja a pesar del esfuerzo en capex (para aumentar la capacidad de producción y fortalecer el crecimiento orgánico). Por último, el dividendo 2016 fue 1,45€ (vs. 1,35€ en 2015) y supone una *yield* de 3%. Según nuestras estimaciones, la rentabilidad por dividendo este año podría descender hacia 2,6% para recuperar el entorno de 3% en los dos próximos ejercicios.

Cifras 1T 2017 (M €)	1T'16	1T'17	Var. a/a
Total Ventas	174,4	195	11,8%
Envolturas	164,1	184,2	12,2%
Cogeneración	10,3	10,4	1,0%
Ebitda	49	55	12,2%
Mg. Ebitda	28,1%	28,2%	
BNA	27,3	31,6	15,8%
BPA (€/acc.)	0,59	0,69	Impacto relativo BPA
BPA (ex Vector) estimado		0,67	3%

PYG resumida (M€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 16/21
Total Ingresos	687	741	731	773	801	832	867	906	4,4%
Costes	-502	-527	-527	-564	-578	-595	-614	-636	3,8%
EBITDA	185	214	204	209	223	237	253	270	5,8%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>26,9%</i>	<i>28,9%</i>	<i>27,9%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,8%</i>	<i>28,5%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,8%</i>	
Amor. y Prov.	-49	-53	-50	-53	-56	-59	-62	-64	5,1%
EBIT	136	161	154	156	167	178	191	206	6,0%
Rdo. Financiero	-2	-9	0,9	-1,3	-1,1	-1	-1	-0,1	
BAI	134	152	155	154	166	177	190	206	5,9%
BNA	106	120	125	120	129	138	149	161	5,2%
BPA	2,28	2,58	2,68	2,59	2,78	2,96	3,19	3,45	5,2%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance (M€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo no Corriente	413	428	477	510	538	562	584	602
Activo Corriente	438	378	408,5	418	432	449	468	489
Caja	26	73	45,1	68	86	104	137	176
TOTAL ACTIVO	877	879	931	996	1.056	1.115	1.189	1.267
Patrimonio Neto	576	624	708	764	819	882	950	1.024
Pasivo Corriente	134	105	107	113	116	112	116	121
Deuda Financiera	100	89	54	57	56	56	55	54
Pasivo No Corriente	67	61	62	62	65	66	67	68
TOTAL PASIVO	877	879	931	996	1.056	1.116	1.188	1.267

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración Descuento CFLO (M€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor R
(+) BNA	120	129	138	149	161	
(+) Amortizaciones	53	56	59	62	64	
(+) Financieros (1-T)	1,0	0,8	0,7	0,4	0,1	
= Cash Flow Operativo	174	186	198	211	225	
(-) Inversiones	85	84	83	82	81	
+/- Variación FM (ex caja)	-3	-11	-13	-15	-16	
= Cash Flow Libre Operativo	86	92	102	114	127	2.772

Fuente: Análisis Bankinter.

Matriz de Sensibilidad.							Valoración Estimada (escenario central)	
Prima de Riesgo	Equity Value		g				Crecimiento sostenible esperado (g)	Potencial de revalorización
	0,10%	0,30%	0,50%	0,70%	0,90%	1,10%		
2,0%	75,3 €	79,2 €	83,7 €	88,8 €	94,6 €	101,4 €	0,5%	5,1%
2,5%	65,6 €	68,5 €	71,8 €	75,4 €	79,5 €	84,2 €	5,1%	3,4%
3,0%	58,2 €	60,5 €	62,9 €	65,7 €	68,7 €	72,1 €	3,4%	3,5%
3,5%	52,1 €	53,9 €	55,9 €	58,0 €	60,3 €	62,9 €	3,5%	1,6%
4,0%	47,2 €	48,6 €	50,2 €	51,9 €	53,7 €	55,6 €	1,6%	5,1%
4,5%	43,1 €	44,3 €	45,5 €	46,9 €	48,3 €	49,9 €	5,1%	1,00
5,0%	36,3 €	37,5 €	38,7 €	40,1 €	41,6 €	43,2 €	1,00	55,9
								54,8
								2%

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	Esther G. de la Torre		http://www.bankinter.com/
Eva del Barrio	Ramón Carrasco	Rafael Alonso	Susana André (Mktg. & Support)	Avda. Bruselas 12
Aránzazu Bueno	Belén San José	Ana Achau (Asesoramiento)	Joao Pisco	28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 2)

<http://broker.bankinter.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.