

Sector Alimentación

*Comportamiento orgánico saludable y, en 2018, apoyado por la reciente estabilidad del euro.*

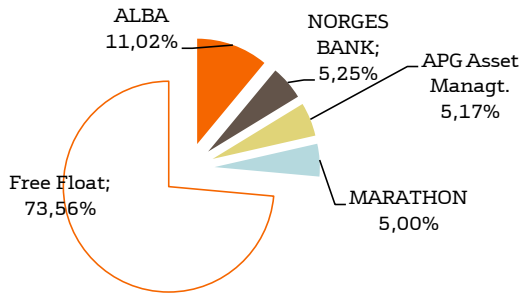
Precio Objetivo: **57,0 €**  
 Recomendación: **Comprar**

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 2.353 M€  
 Último 50,50 €/acc.  
 Nº Acciones: 46,6 M  
 Max / Min (52 sem): 56,13€ / 41,83€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: VIS.MC / VIS SM

**:: Revisamos el Precio Objetivo desde 55,9€/acc. hasta 57,0 €/acc. (potencial +13%) y subimos la recomendación de Vender a Comprar.**  
**:: Los resultados del 4T'17, apoyados por el saludable comportamiento orgánico, permitan cumplir el guidance previsto. La estabilidad del euro reduce el riesgo de cara a 2018.**  
**:: La solidez del balance y su desahogada posición financiera refuerzan la recomendación de Compra.**

Principales Accionistas



Principales cifras (M€) y ratios

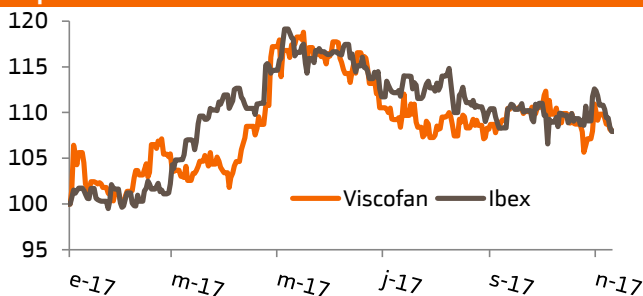
	2016r.	2017e.	2018e.	2019e.	TAMI(1)
Ingresos	731	773	802	835	4,5%
Envolturas	691	752	785	821	
Congeneración	40	40	41	43	
Ebitda	204	217	219	231	4,2%
Mg. Ebitda	27,9%	28,1%	27,4%	27,7%	
BNA	125	125	132	141	4,1%
BPA (€/acc.)	2,68	2,68	2,83	3,03	4,2%
-DFN/+Caja Neta	-9	16	54	88	
DFN/Ebitda	0,04x	n.a.	n.a.	n.a.	
PER	17,5x	18,8x	17,8x	16,7x	
EV/Ebitda	11,5x	10,9x	11,0x	10,6x	
Div.por acc.	1,45	1,45	1,53	1,63	4,0%
Rent. Divid.	2,9%	2,9%	3,0%	3,2%	

(1)Tasa Anual Media de Incremento 2016/2019

Distribución geográfica de los Ingresos (M€)

	9M'16	peso %	9M'17	peso %	Var. a/a
Europa y Asia	302	56%	317	55%	5%
Norteamérica	162	30%	175	30%	8%
Latam	73	14%	88	15%	21%
TOTAL	537		580		8%

Comparativa con el Ibex-35



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

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

Resultados del 3T'17 penalizados por la fortaleza del euro.

Los resultados batieron previsiones en Ingresos (+5,5%; hasta 190M€ vs 188M€ estimado por el consenso de Bloomberg) mostrando una favorable evolución del negocio de envolturas. Destacan positivamente los mercados emergentes (crecimiento orgánico acelerando en Asia y afianzando la recuperación en Latinoamérica) y Europa. Mientras que en EE.UU. (mercado maduro) el comportamiento ha sido muy moderado (-0,4% ventas comparables). Si bien, en el acumulado del año (Ventas 9M'17: +8% hasta 580M€) la evolución es positiva en todas las áreas geográficas, como se muestra en la tabla de la izquierda. Atendiendo al desglose por tipo de negocio (tabla inferior) los Ingresos de envolturas aumentaron +4,7% hasta 178,8M€ y los de cogeneración (+19,6%) hasta 11,6M€.

Los márgenes se han visto erosionados en el 3T'17 (Margen Ebitda recurrente 25,3% vs. 26,7% 3T'16) principalmente por el impacto negativo de los tipos de cambio, debido a la fortaleza del euro frente a sus principales divisas comerciales (depreciación media en 3T17 vs. 3T16: -5,2% USD/€; -2,5% BRL/€, -5,6% en el GBP/€ y -5,3% CNY/€). Cabe destacar que en el acumulado los márgenes mejoran (Margen Ebitda 28,4% vs. 27,7% 9M'16).

Por último, el BPA 3T'17 no bate estimaciones y retrocede -9% (BPA 0,551€ vs. 0,625€ estimado por el consenso de Bloomberg), aunque en el acumulado aumenta +5% (hasta 1,98€/acc.).

En definitiva, los resultados no ofrecen mucha sorpresa ya que era esperado el impacto negativo de las divisas en los resultados del 3T'17, pero la Compañía confirma **guidance 2017**: Ingresos 760/785M€ (+4%/+7%); Ebitda 210/218M€ (+3%/+7%) y BNA 125/129M€ (+0%/+3%). En nuestra opinión, parece razonable que logren cumplir estos objetivos en base a la tendencia ascendente de las ventas orgánicas que debería reflejarse en las cifras del 4T'17, a pesar de un dólar todavía más apreciado que en 4T'16. Pensamos que la reciente estabilidad del cruce eurodólar mitiga el riesgo de divisa de cara a 2S'18 y podría compensar el impacto negativo registrado este año.

La deuda financiera neta asciende a 17M€ (+94% desde dic.'16) por un mayor esfuerzo en inversión (Capex 9M'17: 79,4M€; +40%) dentro del plan estratégico MORE TO BE para completar los proyectos planificados para 2017, como la nueva planta de Cáseda (España). A pesar del aumento de la DFN, el balance de la Compañía sigue mostrando solidez y el ratio de apalancamiento sigue siendo muy reducido y, por tanto, irrelevante: DFN/Ebitda: 0,08x (calculado con Ebitda 12 meses: 220M€) y DFN/PN: 0,02x (PN sept.'16: 737M€).

Por tanto, ante la mejora de las expectativa de las cifras y la desahogada posición financiera de la Compañía, revisamos el Precio Objetivo desde 55,9€/acc. hasta 57,0€/acc. (potencial +13%) y subimos la recomendación en Comprar desde Vender.

Cifras 9M 2017 (M €)	9M'16	9M '17	Var. a/a
Total Ventas	537	581	8,2%
Envolturas	507	548	8,1%
Cogeneración	30	33	10,0%
Ebitda	149	165	10,7%
Mg. Ebitda	27,7%	28,4%	
BNA	88,1	92,2	4,7%
BPA (€/acc.)	1,89	1,98	

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada  
 Ana de Castro (analista principal de este informe)  
 Esther G. de la Torre  
 Joao Pisco  
 Eva del Barrio  
 Ramón Carrasco  
 Aránzazu Bueno  
 Jesús Amador  
 Rafael Alonso  
 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](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€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 16/21
<b>Total Ingresos</b>	<b>687</b>	<b>741</b>	<b>731</b>	<b>773</b>	<b>802</b>	<b>835</b>	<b>871</b>	<b>929</b>	<b>4,9%</b>
Costes	-502	-527	-527	-556	-583	-604	-627	-666	4,8%
<b>EBITDA</b>	<b>185</b>	<b>214</b>	<b>204</b>	<b>217</b>	<b>219</b>	<b>231</b>	<b>244</b>	<b>263</b>	<b>5,2%</b>
<i>Margen Ebitda</i>	<i>26,9%</i>	<i>28,9%</i>	<i>27,9%</i>	<i>28,1%</i>	<i>27,3%</i>	<i>27,7%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,3%</i>	
Amor. y Prov.	-49	-53	-50	-53	-54	-56	-57	-59	3,4%
<b>EBIT</b>	<b>136</b>	<b>161</b>	<b>154</b>	<b>164</b>	<b>165</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>204</b>	<b>5,8%</b>
Rdo. Financiero	-2	-9	1	-8	-1	0	0	0	
BAI	134	152	155	155	164	175	186	204	5,6%
<b>BNA</b>	<b>106</b>	<b>120</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>141</b>	<b>150</b>	<b>164</b>	<b>5,6%</b>
<b>BPA</b>	<b>2,28</b>	<b>2,58</b>	<b>2,68</b>	<b>2,68</b>	<b>2,84</b>	<b>3,02</b>	<b>3,22</b>	<b>3,52</b>	<b>5,6%</b>

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance (M€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo no Corriente	413	428	477	510	520	532	545	561
Activo Corriente	438	378	408	414	427	442	459	487
Caja	26	73	45	68	94	129	174	215
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>877</b>	<b>879</b>	<b>931</b>	<b>992</b>	<b>1.041</b>	<b>1.103</b>	<b>1.178</b>	<b>1.263</b>
Patrimonio Neto	576	624	708	766	822	887	956	1.031
Pasivo Corriente	134	105	107	111	115	110	113	118
Deuda Financiera	100	89	54	53	40	41	43	46
Pasivo No Corriente	67	61	62	62	65	66	67	68
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>877</b>	<b>879</b>	<b>931</b>	<b>992</b>	<b>1.041</b>	<b>1.104</b>	<b>1.179</b>	<b>1.263</b>

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración Descuento CFLO (M€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor R
(+) BNA	125	132	141	150	164	
(+) Amortizaciones	53	54	56	57	59	
(+) Financieros (1-T)	6,6	0,4	0,2	0,0	-0,3	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>185</b>	<b>186</b>	<b>197</b>	<b>207</b>	<b>223</b>	
(-) Inversiones	85	64	67	70	74	
+/- Variación FM (ex caja)	-1	-10	-20	-14	-23	
<b>= Cash Flow Libre Operativo</b>	<b>99</b>	<b>113</b>	<b>110</b>	<b>124</b>	<b>126</b>	<b>2.786</b>

Fuente: Análisis Bankinter.

### Matriz de Sensibilidad. Valoración Estimada (escenario central)

Equity Value	g				
	0,10%	0,30%	0,50%	0,70%	0,90%
2,0%	76,5 €	80,5 €	85,1 €	90,3 €	96,4 €
2,5%	66,8 €	69,8 €	73,2 €	76,9 €	81,1 €
3,0%	59,2 €	61,5 €	64,1 €	66,9 €	70,0 €
3,5%	53,2 €	55,0 €	57,0 €	59,2 €	61,6 €
4,0%	48,3 €	49,7 €	51,3 €	53,0 €	54,9 €
4,5%	44,1 €	45,3 €	46,6 €	48,0 €	49,5 €
5,0%	36,3 €	37,5 €	38,7 €	40,1 €	41,6 €

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)	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Ramón Forcada	Jesús Amador	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
Eva del Barrio	Ramón Carrasco	Avda. Bruselas 14
Aránzazu Bueno	Esther G. de la Torre	Susana André (Mktg. & Support)
		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&nomb=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.

Coste de la deuda (Kd)	3,5%	Rp	3,5%
Coste de capital (Ke)	5,1%	RFR	1,6%
WACC	5,02%	Beta (5A)*	1,00
EV	2.672 M€		
- DFN	-17 M€		
- Minoritarios	-0,1 M€		
EqV	2.655 M€		
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>57,0</b>		
Cotización (€/acc.)	50,5		
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>+13%</b>		

(\* Beta bruta a 5 años (sin ajustar) = 0,280. 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.