

### Ventas y márgenes aceleran gracias al Covid-19. Pero estimamos incremento de costes en 2021. El dividendo sigue siendo atractivo.

#### Datos básicos

|                      |                      |       |        |        |       |
|----------------------|----------------------|-------|--------|--------|-------|
| Capitalización (M€): | 2.943 €              |       |        |        |       |
| Cotización actual:   | 19,12 € (08/06/2020) |       |        |        |       |
| Mín/Máx (52 sem.):   | 15,87€/20,22€        |       |        |        |       |
| Evolución histórica: | 2016                 | 2017  | 2018   | 2019   | YTD   |
|                      | +9,6%                | -1,9% | -10,6% | +10,6% | -0,9% |

#### Resultados 1T20

|               | Total  | Var. a/a  | Esperado | Real vs Esperado |
|---------------|--------|-----------|----------|------------------|
| Ventas        | 845,3  | +22,5%    | +15,0%   | Mejor            |
| EBITDA        | 106,5  | +26,4%    | +25,9%   | Mejor            |
| Margen EBITDA | 12,60% | +0,3 p.p. | -        | -                |
| BNA           | 47,9   | +29,6%    | +29,7%   | En línea         |
| BPA           | 0,31   | +29,6%    | +29,7%   | En línea         |

\*Millones de €

#### Cifras principales

|               | 2019r | 2020e  | 2021e | 2022e | TAMI  |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Ventas        | 2.825 | 3.164  | 3.133 | 3.242 | +4,7% |
| EBITDA        | 324   | 399    | 388   | 396   | +6,9% |
| Margen EBITDA | 11,5% | 12,6%  | 12,4% | 12,2% |       |
| EBIT          | 212   | 300    | 285   | 288   |       |
| BNA           | 142   | 196    | 186   | 188   | +9,9% |
| Var. % BNA    | n.a.  | +38,1% | -5,1% | +1,3% |       |
| BPA           | 0,92  | 1,27   | 1,21  | 1,22  | +9,9% |
| DPA           | 0,57  | 0,62   | 0,62  | 0,64  | +3,7% |

\*Millones de €

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

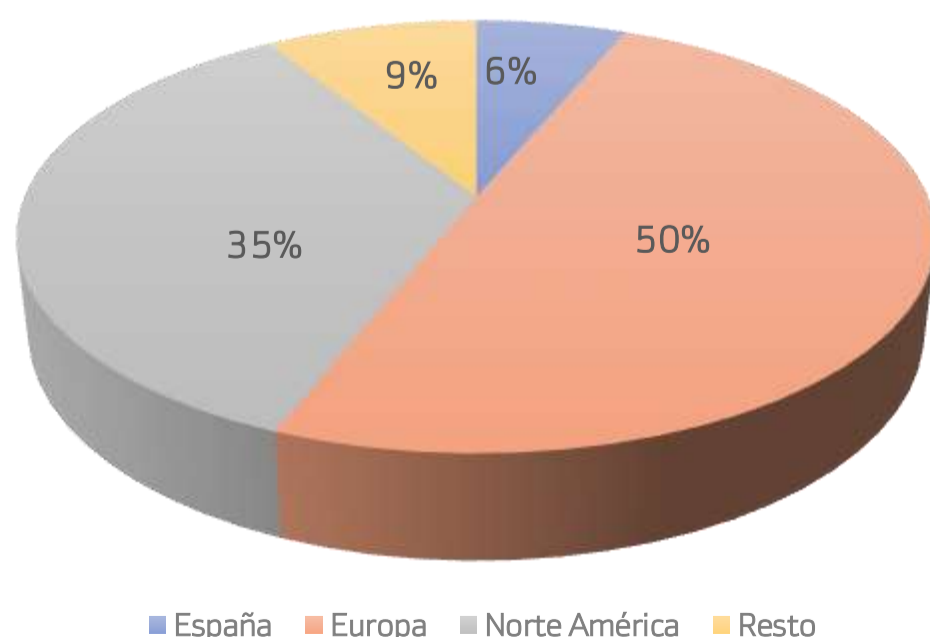
#### Ratios principales

|                  | 2019r | 2020e | 2021e | 2022e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| PER*             | 20,9  | 15,0  | 15,8  | 15,6  |
| PER implícito    | n.a.  | 16,5  | 17,4  | 17,1  |
| EV/EBITDA        | n.a.  | 10,6x | 10,9x | 10,7x |
| Rent. Dividendo* | 3,0%  | 3,0%  | 2,9%  | 3,0%  |
| DN/FFPP          | 0,4x  | 0,4x  | 0,4x  | 0,3x  |
| DN/EBITDA        | 3,1x  | 2,2x  | 2,3x  | 2,0x  |

\*En 2019 con cotización cierre del año. Sigüentes años con última cotización.

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

#### Exposición geográfica: Ventas 2019 (último disponible)



■ España ■ Europa ■ Norte América ■ Resto

## Ebro Foods

Precio objetivo: 21,0 € Potencial: +10%

Recomendación: Comprar

Analista: Luis Piñas Ruiz

Ajustamos el P. Objetivo hasta 21,0€ desde 22,3€ (precio provisional emitido el día que el Grupo presentó resultados) y mantenemos la recomendación de Comprar. Una Compañía con perfil defensivo, beneficiada por el Covid-19 y dividendo atractivo.

▪ **Negocio beneficiado por el Covid-19**, aumenta la demanda de productos básicos en 2020 (pasta y arroz). Estimamos un aumento de Ventas de +12% en 2020 pero moderación desde 2021.

▪ **Su Margen EBITDA mejora en 2020** por el aumento de volumen producido y ausencia de ofertas comerciales (de nuevo por Covid-19). Estimamos un Margen EBITDA estable en 12,6% durante 2020, aunque debilitado por costes a partir de 2021.

▪ **Su dividendo sigue siendo atractivo** por (i) constancia de pago histórica y (ii) rentabilidad (3% actual). Estimamos un aumento medio del dividendo de +3,7% a/a incluso con menor esfuerzo de *pay-out*.

1. El negocio de Ebro Foods está beneficiado por las compras extraordinariamente altas de productos básicos (arroz y pasta en este caso) gracias al Covid-19. El aumento de ventas se debe a (i) mayor consumo doméstico vs consumo hostelero y (ii) efecto aprovisionamiento (quizás irracional y temporal).

Estimamos que el aumento extraordinario de ventas se mantendrá durante 2020 (+12% 2020 a/a) descontando el efecto aprovisionamiento, y se contraerá ligeramente en 2021 (-1% a/a) por la base 2020 tan elevada con la que compara y normalización de la demanda.

2. El Margen EBITDA también está beneficiado gracias al (i) aumento de productividad (mayor volumen producido con mismos recursos), (ii) ausencia de ofertas promocionales, esperado sobre todo en el 2T (mayor precio medio por producto), (iii) precios más elevados por venta minorista vs Horeca (hostelería, mayorista) aunque sólo representa un 4% de sus ventas totales y (iv) a pesar de un mayor coste logístico por el Covid-19 (p ej. ineficiencias necesarias generadas por el aumento de seguridad sanitaria).

Estimamos que durante 2020 el Margen EBITDA se mantendrá en este nivel (12,6%), pero en 2021 se verá reducido (12,4% est.) por (i) mayor coste estimado de materia prima (arroz y trigo), (ii) reinicio de promociones y (iii) más impuestos sobre el plástico (afecta a sus envases).

3. El dividendo de Ebro Foods sigue siendo uno de sus principales atractivos. Han mantenido su pago de forma recurrente en el tiempo, con un *pay-out* medio del 55% y rentabilidad del 3% aprox. (en 2019 0,57€/acc.).

Estimamos que en 2020 el Grupo incrementará su dividendo hasta 0,62€/acc con un menor esfuerzo de *pay-out* (50% estimado).

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

|                  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020e      | 2021e      | 2022e      | 2023e      | 2024e      | TAMI (15/19) | TAMI (19/24) |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| Ventas           | 2.462      | 2.459      | 2.507      | 2.651      | 2.825      | 3.164      | 3.133      | 3.242      | 3.356      | 3.456      | +3,5%        | +4,1%        |
| <b>EBITDA</b>    | <b>311</b> | <b>341</b> | <b>351</b> | <b>304</b> | <b>324</b> | <b>399</b> | <b>388</b> | <b>396</b> | <b>406</b> | <b>418</b> | +1,1%        | +5,2%        |
| Margen EBITDA    | 12,6%      | 13,9%      | 14,0%      | 11,5%      | 11,5%      | 12,6%      | 12,4%      | 12,2%      | 12,1%      | 12,1%      |              |              |
| EBIT             | 242        | 265        | 271        | 217        | 212        | 300        | 285        | 288        | 294        | 302        | -3,2%        | +7,3%        |
| Margen EBIT      | 9,8%       | 10,8%      | 10,8%      | 8,2%       | 7,5%       | 9,5%       | 9,1%       | 8,9%       | 8,8%       | 8,7%       |              |              |
| <b>BNA</b>       | <b>145</b> | <b>170</b> | <b>223</b> | <b>141</b> | <b>142</b> | <b>196</b> | <b>186</b> | <b>188</b> | <b>193</b> | <b>198</b> | -0,5%        | +6,9%        |
| BNA a Dividendos | 83         | 88         | 88         | 88         | 88         | 96         | 95         | 98         | 98         | 101        |              |              |
| BNA a Patrimonio | 62         | 82         | 135        | 54         | 54         | 100        | 91         | 90         | 94         | 97         |              |              |
| Margen BNA       | 5,9%       | 6,9%       | 8,9%       | 5,3%       | 5,0%       | 6,2%       | 5,9%       | 5,8%       | 5,7%       | 5,7%       |              |              |
| % var. BNA       | n/a        | +17,2%     | +31,2%     | -36,5%     | +0,3%      | +38,1%     | -5,1%      | +1,3%      | +2,3%      | +2,9%      |              |              |

M€

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

### Resumen de Balance de Situación

|                     | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | TAMI (15/19) | TAMI (19/24) |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tesorería           | 212          | 291          | 269          | 171          | 263          | 184          | 193          | 196          | 203          | 210          |              |              |
| Clientes            | 374          | 375          | 378          | 402          | 441          | 476          | 509          | 480          | 560          | 560          |              |              |
| Existencias         | 439          | 489          | 559          | 595          | 621          | 615          | 647          | 637          | 606          | 625          |              |              |
| Inm. Material       | 718          | 763          | 787          | 881          | 942          | 988          | 1.032        | 1.076        | 1.118        | 1.159        |              |              |
| Otros               | 1.661        | 1.727        | 1.669        | 1.783        | 2.107        | 2.047        | 2.058        | 2.063        | 2.074        | 2.083        |              |              |
| <b>Total Activo</b> | <b>3.404</b> | <b>3.645</b> | <b>3.663</b> | <b>3.832</b> | <b>4.374</b> | <b>4.310</b> | <b>4.439</b> | <b>4.452</b> | <b>4.560</b> | <b>4.636</b> | +6,5%        | +1,2%        |
| Pasivo Corriente    | 398          | 394          | 425          | 424          | 448          | 505          | 536          | 544          | 564          | 570          |              |              |
| Deuda Total         | 640          | 737          | 783          | 876          | 1.252        | 1.068        | 1.070        | 977          | 963          | 926          | +18,3%       | -5,9%        |
| Patrimonio Neto     | 1.993        | 2.106        | 2.122        | 2.190        | 2.292        | 2.391        | 2.483        | 2.573        | 2.667        | 2.764        | +3,6%        | +3,8%        |
| Otros               | 373          | 408          | 334          | 341          | 383          | 345          | 351          | 359          | 367          | 376          |              |              |
| <b>Total Pasivo</b> | <b>3.404</b> | <b>3.645</b> | <b>3.663</b> | <b>3.832</b> | <b>4.374</b> | <b>4.310</b> | <b>4.439</b> | <b>4.452</b> | <b>4.560</b> | <b>4.636</b> | +6,5%        | +1,2%        |

M€

\*En 2019 la Deuda Total aumenta de forma extraordinaria por la adquisición de Tilda (productora de arroz en Reino Unido).

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

|                                 | 2016       | 2017       | 2018        | 2019       | 2020e      | 2021e      | 2022e      | 2023e      | 2024e      | Ad Infinitum |
|---------------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| EBIT                            | 265        | 271        | 217         | 212        | 300        | 285        | 288        | 294        | 302        |              |
| Impuestos                       | -84        | -34        | -63         | -64        | -87        | -83        | -84        | -86        | -89        |              |
| BNA antes de intereses          | 181        | 237        | 154         | 148        | 213        | 202        | 204        | 208        | 214        |              |
| Amortizaciones                  | 77         | 80         | 87          | 112        | 99         | 103        | 108        | 112        | 116        |              |
| <b>Cash-Flow de Explotación</b> | <b>258</b> | <b>317</b> | <b>241</b>  | <b>260</b> | <b>311</b> | <b>305</b> | <b>311</b> | <b>320</b> | <b>330</b> |              |
| Capex                           | -122       | -104       | -181        | -172       | -145       | -148       | -151       | -154       | -157       |              |
| Var. Capital Circulante         | 56         | 42         | 60          | 42         | -28        | 34         | -46        | 28         | 13         |              |
| <b>Cash-Flow Libre</b>          | <b>80</b>  | <b>171</b> | <b>-0,2</b> | <b>46</b>  | <b>194</b> | <b>124</b> | <b>207</b> | <b>138</b> | <b>160</b> | <b>4.559</b> |

M€

### Matriz de Sensibilidad

|                               | P. Riesgo | Wacc/g | 0,40% | 0,60% | 0,80% | 1,00%       | 1,20% | 1,40% | 1,60% |
|-------------------------------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
| Valor Empresa* 4.216 €        |           |        |       |       |       |             |       |       |       |
| Deuda Neta 989                | 6,1%      | 4,2%   | 19,5  | 20,7  | 22,0  | 23,5        | 25,3  | 27,2  | 29,5  |
| Valor Neto Empresa 3.228 €    | 6,3%      | 4,3%   | 18,8  | 19,9  | 21,2  | 22,6        | 24,2  | 26,1  | 28,1  |
| Nº Acciones 154               | 6,5%      | 4,4%   | 18,2  | 19,3  | 20,4  | 21,8        | 23,3  | 25,0  | 26,9  |
| <b>Precio Objetivo 21,0 €</b> | 6,7%      | 4,5%   | 17,6  | 18,6  | 19,7  | <b>21,0</b> | 22,4  | 24,0  | 25,8  |
| WACC 4,5%                     | 6,9%      | 4,6%   | 17,0  | 18,0  | 19,0  | 20,2        | 21,5  | 23,0  | 24,7  |
| g 1,0%                        | 7,1%      | 4,7%   | 16,4  | 17,4  | 18,4  | 19,5        | 20,7  | 22,1  | 23,7  |
| Beta 0,8                      | 7,3%      | 4,8%   | 15,9  | 16,8  | 17,7  | 18,8        | 20,0  | 21,3  | 22,8  |

\*M€ excepto P. Objetivo y nº de acciones (M de acciones).

\*El descuento de flujos de caja comprende los periodos desde 2020 hasta 2024 + Ad Infinitum.

\*\*La Compañía ha tenido acceso a esta nota antes de haber sido publicada.

**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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](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 Tuesta - Construcción/Tec.

Pedro Echeguren - Farma/Salud

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Elena Fdez-Trapiella - Consumo/Lujo

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pilar Aranda - Petróleo/Aerolíneas

Aránzazu Cortina - Industriales

Eduardo Cabero - Seguros

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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