

Márgenes presionados y ventas desacelerando. Sus atractivos son el dividendo y su perfil defensivo.

Datos básicos

Capitalización (M€):	2.998
Último (€):	19,48
Nº acciones (M):	153,9
Mín/Máx (52 sem.):	16,91€/19,86€
Ticker:	EBRO SM

Detalle de cifras	2018r	2019e	2020e	2021e
Ventas	2.647	2.813	2.962	3.122
EBITDA	307	340	347	372
Margen EBITDA	11,6%	12,1%	11,7%	11,9%
EBIT	218	240	242	263
Margen EBIT	8,2%	8,5%	8,2%	8,4%
BNA	149	162	165	182
Margen BNA	5,6%	5,8%	5,6%	5,8%

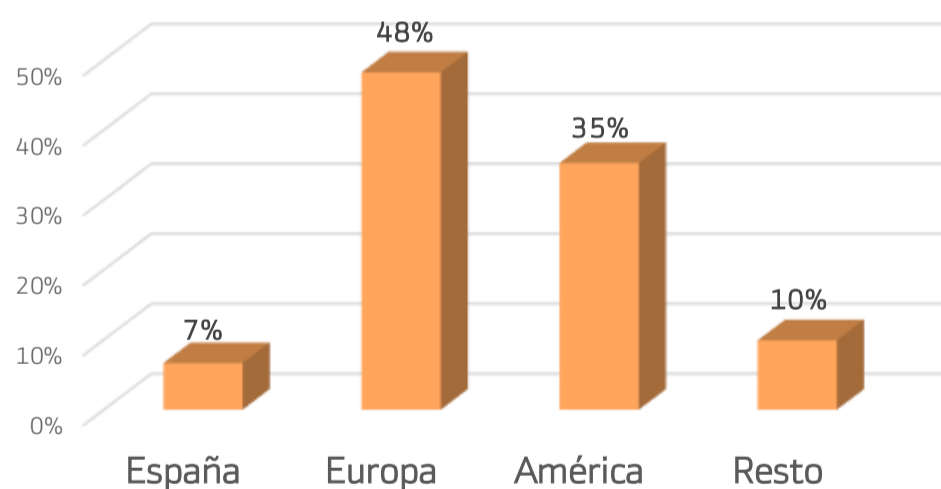
*Millones de €

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	18,0	18,5	18,2	16,5
PER implícito **	n.a.	19,2	18,9	17,2
EV/EBITDA	n.a.	12,1	11,8	11,0
Rent. Dividendo*	3,3%	2,9%	2,9%	3,1%
BPA (€/acc)	0,97	1,06	1,07	1,18
DPA (€/acc)	0,57	0,57	0,57	0,61
DN/FFPP	32%	44%	40%	36%
DN/EBITDA (veces)	2,3	2,9	2,7	2,4

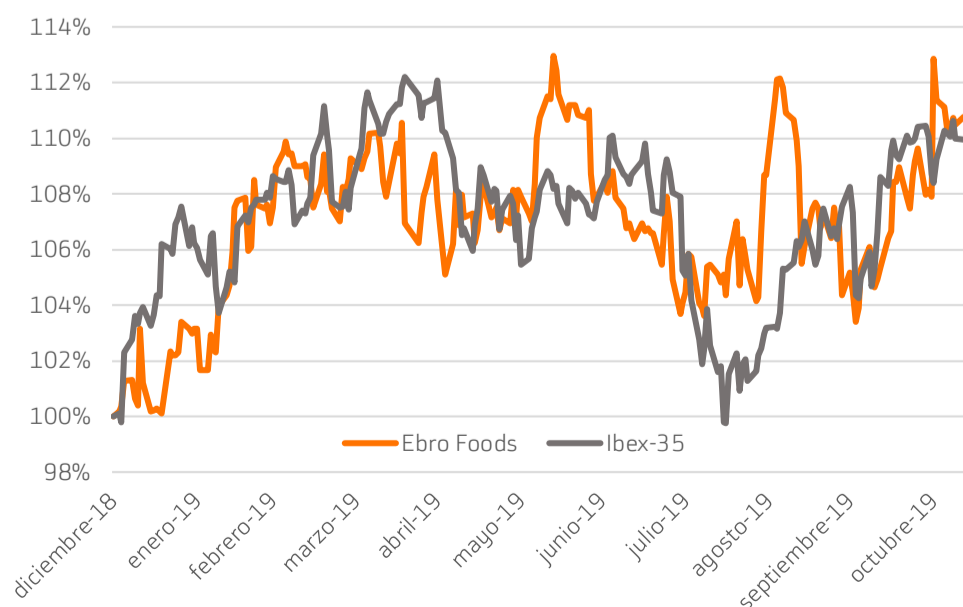
*En 2018 con cotización cierre del año. Sigüientes años con última cotización.

** Tomando como precio de referencia nuestro precio objetivo

Exposición geográfica: ventas 2018



Evolución bursátil vs Ibex-35 en 2019



Ebro Foods

Precio objetivo: 20,2 € Potencial: +3,8%

Recomendación: Neutral

Analista: Luis Piñas Ruiz

Los márgenes de Ebro Foods siguen presionados a la baja y estimamos que se mantendrán así hasta 2021 (mayores costes de mm.pp. por malas cosechas). Para mejorarlos Ebro centrará su estrategia en productos *premium*, como alimentos precocinados o *bio*. Por este motivo adquirieron Tilda (productora de arroz *premium* en Reino Unido) a finales del 3T, con la que buscan mejorar márgenes e impulsar sus resultados sobre todo en Europa (48% de las ventas de Ebro en este área). Con esta compra y la normativa NIIF16 (contabilización de alquileres), la ratio DN/EBITDA ha aumentado desde 2,3x hasta 2,9x (máximo histórico), pero no impediría nuevas adquisiciones en el corto/medio plazo. Las ventas actualmente aumentan en +6,3% (hasta 9M2019) a pesar de la desaceleración económica global. Y las inversiones realizadas en 2016 empezarán a reportar beneficios en 2020. Pero estimamos un menor crecimiento de ventas en los próximos ejercicios (+5,5% est.). Esto no afectará a los dividendos, que podrían aumentar a partir de 2021 en torno a +8% anual. En definitiva, Ebro Foods estará penalizada por márgenes el próximo ejercicio y sus ventas desacelerarán aunque de forma moderada. El BNA aumentará en torno a +12% de media anual y el dividendo podría aumentar a partir de 2021.

1. **Adquisición de Tilda:** El precio fue de 307M€ y en 2018 tuvo ventas por 180M€. Es decir, la ratio precio/ventas es 1,7x frente a 1,06x de Ebro Foods el día de la adquisición, por eso la operación fue relativamente cara. Pero estimamos que tendrá impacto positivo en márgenes e impulsará las ventas de Arroz *premium*. Siempre y cuando el *Brexit* no afecte a las condiciones comerciales en Europa, que es lo estimado.

2. **Márgenes:** los costes de materias primas (arroz y trigo) están aumentando por las malas cosechas. En principio Ebro tiene provisiones de arroz hasta fin de año y de trigo hasta el 2T de 2020. Pero estimamos unos márgenes a la baja hasta 2021, mejorando a partir de entonces vía productos *premium* sobre todo en Arroz.

3. **Arroz:** es la línea de negocio más importante (56% de las ventas totales) y con mayor incremento de ventas y mejor margen EBITDA (+9,2% 9M; margen 12,3%). También es la línea con más cantidad de productos *premium* y donde tendrá impacto la adquisición de Tilda. Por eso las estimaciones de crecimiento en ventas son buenas y con un margen de hasta 12,5%.

4. **Pasta:** presenta mayores dificultades por el lado de los costes. Las cosechas de trigo han sido peores y presionan sus precios alza. Tienen inventarios estimados hasta el 2T de 2020 pero a partir de ahí impactará negativamente en sus márgenes (actualmente de 11,3% EBITDA). El aumento de ventas ha sido más moderado que en Arroz: +4,8% en 9M aunque Ebro Foods estima un aumento de +2,2% en el ejercicio completo. Por último, en la línea de Pasta han vendido Alimentación Santé a finales del 3T, por 58M€ y con plusvalías de 17,2M€. Operación que ha facilitado financieramente la adquisición de Tilda.

5. **Conclusiones:** (i) Márgenes presionados a la baja hasta 2021 (ii) Centrados en productos *premium* (iii) Nuevas adquisiciones (Tilda) para aumentar exposición en Arroz y mejorar márgenes (iv) Posibles nuevas inversiones en el corto/medio plazo (v) Desaceleración en ventas aunque moderada (vi) Dividendo aumentando a partir de 2021. **Opinión:** la Compañía moderará sus resultados en los próximos dos ejercicios. Pero seguirá siendo una Compañía con perfil defensivo y con dividendo atractivo para el accionista.

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (15/18)*	TAMI (19/24)*
Ventas	2.462	2.459	2.507	2.647	2.813	2.962	3.122	3.303	3.502	3.712	2,4%	5,8%
EBITDA	311	341	351	307	340	347	372	413	455	501	-0,4%	8,5%
Margen EBITDA	12,6%	13,9%	14,0%	11,6%	12,1%	11,7%	11,9%	12,5%	13,0%	13,5%		
EBIT	242	265	271	218	240	242	263	301	339	381	-3,5%	9,8%
Margen EBIT	10%	11%	11%	8%	9%	8%	8%	9%	10%	10%		
BNA	151	176	230	149	162	165	182	210	240	273	-0,3%	10,6%
BNA a Dividendos	102	83	88	88	88	87	94	105	116	127		
BNA a Patrimonio	49	93	142	62	75	78	87	105	124	146		
Margen BNA	6,1%	7,1%	9,2%	5,6%	5,8%	5,6%	5,8%	6,4%	6,9%	7,4%		
% var. BNA	n/a	17%	31%	-35%	9%	2%	10%	16%	14%	14%		

M€

*Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (15/18)*	TAMI (19/24)*
Tesorería	212	291	269	171	187	178	188	197	208	219		
Clientes	374	375	378	402	482	491	483	484	541	573		
Existencias	439	489	559	595	665	673	692	731	718	738		
Inm. Material	718	763	787	881	1.003	1.043	1.083	1.122	1.160	1.197		
Fondo Comercio	997	1.030	1.032	1.157	1.252	1.251	1.250	1.249	1.248	1.247		
Otros	664	697	638	627	649	654	668	675	682	689		
Total Activo	3.404	3.645	3.663	3.832	4.237	4.289	4.364	4.457	4.555	4.663	4,0%	3,3%
Pasivo Corriente	398	394	425	424	455	488	522	549	577	609		
Deuda Financiera	640	737	783	876	1.178	1.116	1.063	1.017	955	877	11,1%	0,0%
Patrimonio Neto	1.993	2.106	2.122	2.190	2.265	2.342	2.430	2.535	2.658	2.804	3,2%	4,2%
Otros	373	408	334	341	339	343	349	357	364	373		
Total Pasivo	3.404	3.645	3.663	3.832	4.237	4.289	4.364	4.457	4.555	4.663	4,0%	3,3%

M€

* en 2019 la Deuda Financiera aumenta por la adquisición de Tilda

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

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Ad Infinitum
EBIT	240	242	263	301	339	381	
Impuestos	-54	-55	-61	-70	-80	-91	
B° neto antes de intereses	186	187	203	231	259	290	
Amortizaciones	100	104	108	112	116	120	
Cash-Flow de Explotación	286	292	311	343	375	410	
Capex	-130	-145	-148	-151	-154	-157	
Var. Capital Circulante**	-120	17	22	-13	-15	-22	
Cash-Flow Libre	37	164	185	179	206	232	4.585

M€

** en 2019 excluimos intencionadamente el coste de adquisición de Tilda (307M€). Se tiene en cuenta la consolidación de su balance (A. Corriente)

Matriz de Sensibilidad

	P. Riesgo	Wacc/g	0,00%	0,20%	0,40%	0,60%	0,80%	1,00%	1,20%
Valor Empresa* 4.105 €									
Deuda Neta 991 €	7,3%	5,4%	19,2	20,0	20,9	21,9	22,9	24,1	25,3
Equity Value 3.113 €	7,5%	5,5%	18,7	19,5	20,3	21,3	22,3	23,4	24,5
Nº Acciones 153,9	7,7%	5,6%	18,2	19,0	19,8	20,7	21,6	22,7	23,8
Precio Objetivo 20,2 €	7,9%	5,7%	17,9	18,6	19,4	20,2	21,2	22,1	23,2
WACC 5,7%	8,1%	5,8%	17,3	18,0	18,8	19,6	20,4	21,4	22,4
g 0,6%	8,3%	5,9%	16,9	17,6	18,3	19,1	19,9	20,8	21,8
Beta 0,85	8,5%	6,0%	16,5	17,1	17,8	18,6	19,4	20,2	21,2

millones de € excepto nº de acciones (M de acciones)

* el descuento de flujos de caja comprende los periodos desde 2020 hasta 2024 + Ad Infinitum

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <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

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	Pedro Echeguren - Farma
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Elena Fdez-Trapiella - Consumo	Luis Piñas - Consumo	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales	Aránzazu Bueno - Eléctricas	Ana de Castro - Seguros

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