

Europac (PAC), Abril 2017

# EUROPAC (PAC)

## Actualización

Sector: Papel y Artes Gráficas (Bienes de Consumo)

**COMPRAR**  
**RIESGO: ALTO**

### Accionistas

 Familia Isidro (+): 38,8%  
 Cartera Industrial REA: 6,6%  
 Angel Fernández González: 6,4%  
 Norges Bank: 5,0%  
 Onchena S.L.: 5,0%  
 Autocartera: 6,0%  
 (+) 10 participaciones individuales

 Precio acción (21/04/17): EUR 6,58  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 7,91**  
 # de acciones (mill): 97,37  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 640,68  
 Máx/Mín 2017: EUR 6,85 / 5,25  
 Máx/Mín (12 meses): EUR 6,85 / 4,20  
 % Máx/Mín (12 meses): -4 / 57

### Analista: Juan J. Fdez-Figares

 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

 PER 12: 12,3  
 PER 13: 12,1  
 PER 14: 13,5  
 PER 15: 15,0  
 PER 16: 13,1  
 PER 17E: 11,1  
 PER 18E: 10,2  
 PER 19E: 9,9

### Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

### Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (**)
2012	5,3	90,06	14,29	63,24	0,17	0,73	0,12	70
2013	6,1	104,11	27,43	76,64	0,32	0,89	0,14	43
2014	7,1	91,33	24,78	66,66	0,28	0,77	0,16	56
2015	6,8	111,12	32,45	81,11	0,35	0,87	0,18	52
2016	7,4	126,57	48,88	97,80	0,50	1,00	0,29	58
2017E	6,6	136,97	57,63	107,12	0,59	1,10	0,30	50
2018E	6,1	144,22	62,70	112,26	0,64	1,15	0,32	50
2019E	5,9	146,62	64,79	114,41	0,67	1,18	0,33	50

(\*) EUR millones

(\*\*) Las ampliaciones liberadas de capital no están incluidas

## Factores Claves de la Inversión

- **El cartón ondulado representa a día de hoy el 75% del consumo total de embalaje a nivel mundial.** Sus perspectivas de desarrollo son positivas gracias a las ventajas que presenta frente a otros materiales en aspectos medioambientales, habiendo sido potenciado por la legislación de la Unión Europea en este campo.
- **El embalaje fabricado con cartón ondulado ofrece como principales ventajas competitivas frente a otros tipos el ser sólido, resistente y ligero, el estar hecho a medida, el ser higiénico, reciclable y biodegradable, y el ser un soporte fácilmente imprimible,** además de su fácil logística (transporte y manejo) y el hecho de ser producido de forma industrial.
- **Señalar, además, que es un sector muy ligado al consumo privado, que históricamente ha mantenido una alta correlación con la evolución de la economía,** concretamente con el Producto Interior Bruto (PIB) y con la Producción Industrial.
- **Papeles y Cartones de Europa, Europac (PAC, la Compañía o el Grupo) es un conjunto de empresas que operan en el sector del embalaje de papel y cartón ondulado.** La Compañía tiene presencia en la península Ibérica, España y Portugal, en Francia y, más recientemente, en Marruecos, siendo una de las principales compañías europeas del sector.
- **Tras un fuerte proceso inversor, PAC ha entrado en una nueva etapa en la que el principal objetivo será consolidar y rentabilizar las inversiones de los últimos años.** No obstante, su elevada capacidad de generar *cash-flow* libre le permitirá seguir invirtiendo tanto en la mejora de la eficiencia de sus plantas como en su expansión, como es el caso de la nueva cartonera que ha inaugurado recientemente en Marruecos. Además le permitirá mantener un atractivo *payout* cercano al 50% y rebajar su endeudamiento hasta niveles sensiblemente inferiores a 2,0x (veces) deuda neta/EBITDA en 2019, según nuestros cálculos.
- **En un entorno no demasiado positivo para el negocio del Papel** dada la negativa evolución de los precios del *kraftliner* y del reciclado en el 2S2016, así como por el incremento del precio del papel recuperado, principal materia prima para la elaboración del papel reciclado, **PAC ha obtenido en 2016 unos resultados más que satisfactorios.** En ello ha contribuido en gran medida el impacto positivo que en los márgenes de los negocios de Papel y de Packaging está teniendo la implementación de los programas de gestión ESS y EOS.
- **Al ser las cifras presentadas por PAC sensiblemente mejores a las por nosotros esperadas,** especialmente a nivel de márgenes de explotación, tanto en Papel como en Packaging, y habiendo mejorado sustancialmente el entorno de mercado en el que opera la Compañía, en línea con la mejora global del escenario económico europeo, **hemos optado por revisar al alza nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2018.** Estas estimaciones contemplan la nueva estrategia de la Compañía, que prima la rentabilidad al volumen. Además, en este documento hemos dado a conocer por primera vez nuestras estimaciones para el ejercicio 2019.
- En línea con lo anterior, señalar que en 2019, **si la Compañía decide ceñirse al objetivo de situar el ratio deuda neta sobre EBITDA en las 2x (veces), dispondrá de una capacidad adicional de financiación cercana a los EUR 70 millones** que podrá destinar a mejorar sus políticas de remuneración del accionista o a nuevas inversiones que pueda identificar.

Europac (PAC), Abril 2017

- En este sentido, señalar que **el actual nivel de autocartera que presenta la Compañía, unido a su solidez financiera, creemos que le ofrece una importante oportunidad para mejorar la remuneración de sus accionistas**, bien amortizando la misma o bien repartiéndola entre los accionistas como un dividendo extraordinario. Además, existe la opción de colocar la autocartera en el mercado, lo que incrementaría el *free-float* real del valor, algo que debe terminar favoreciendo la liquidez del mismo en Bolsa.
- **Seguimos pensando que la falta de liquidez del valor es el principal “talón de Aquiles” de PAC como inversión**, ya que un inversor que desee tomar o deshacer una importante posición en el valor provoca fuertes fluctuaciones en la cotización del mismo.
- No obstante, **consideramos PAC como una de las más interesantes inversiones que ofrece la Bolsa española dentro de la categoría de pequeñas compañías industriales**, siempre que el horizonte inversor sea a largo plazo. En este sentido, esperamos que a medio/largo plazo los inversores terminen por reconocer el valor real de las acciones de PAC, que nosotros situamos ahora en EUR 7,91, sensiblemente por encima de nuestro anterior precio objetivo (EUR 6,65 por acción), lo que dota todavía a las acciones de la Compañía de un atractivo potencial, a pesar de la fuerte revalorización que han experimentado desde que publicamos nuestro anterior informe sobre la misma en noviembre de 2016 (+42%). Además, y a precios actuales, PAC ofrece una atractiva rentabilidad por dividendo 2017E, superior al 4%. Por todo ello hemos decidido mantener nuestra recomendación de **COMPRA** para el valor.
- Por último, señalar que el carácter cíclico de su actividad, muy dependiente, por tanto, de la evolución económica, y la estrechez del valor, tanto por su reducido *free-float* (aproximadamente EUR 205 millones) como por su reducido volumen de contratación en Bolsa, nos hacen catalogar la inversión en PAC como de riesgo **ALTO**.

**RECOMENDACIÓN: COMPRAR**

**RIESGO: ALTO**

## TRAS UN FUERTE PROCESO INVERSOR, INICIADO CON SU SALIDA A BOLSA EN 1998, EUROPAC HA INICIADO UNA NUEVA ETAPA EN LA QUE EL PRINCIPAL OBJETIVO SERÁ CONSOLIDAR Y RENTABILIZAR LAS INVERSIONES DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

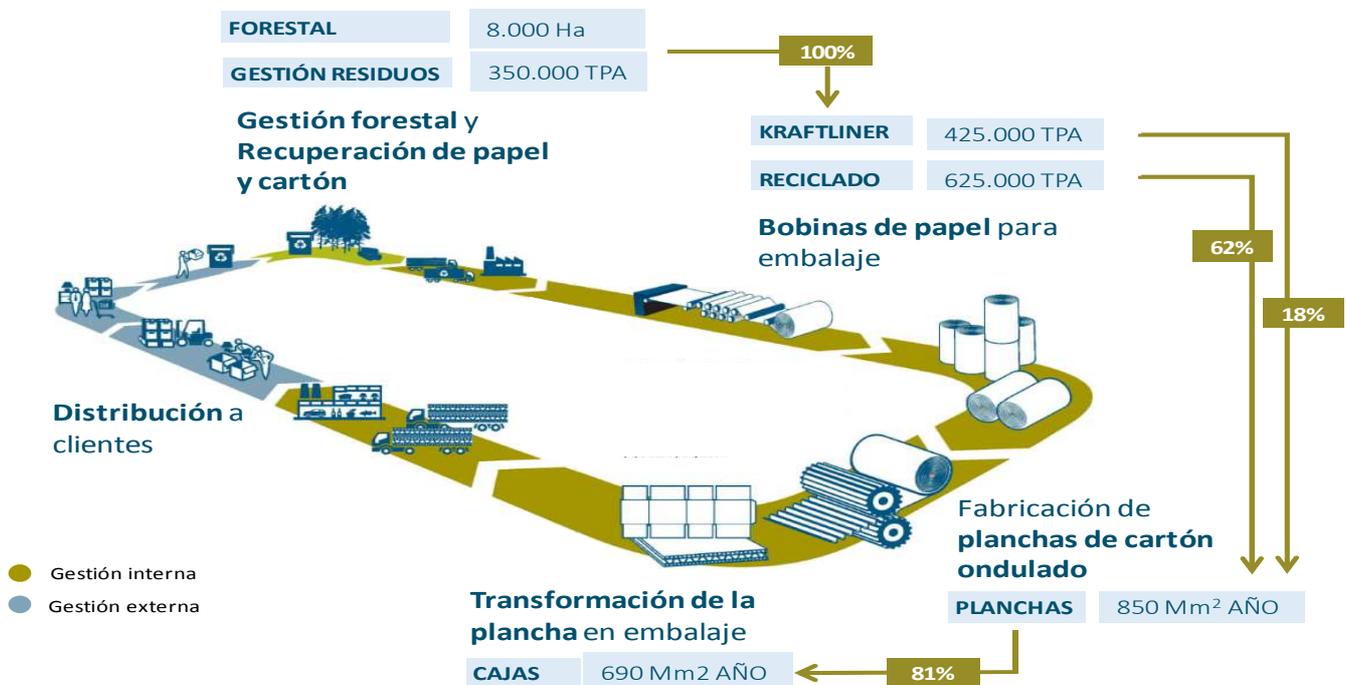
Desde su salida a Bolsa en 1998 la Compañía ha llevado a cabo un fuerte proceso inversor que, tras la adquisición de 25 instalaciones y la mejora de las mismas, le ha permitido posicionarse en todos los sectores de actividad de la industria del embalaje de cartón. Además, le ha permitido apuntalar su posicionamiento en el mercado español y extender su actividad a mercados vecinos como el portugués, el francés y, más recientemente, el marroquí.

Igualmente, y gracias a las inversiones llevadas a cabo en este periodo de tiempo, PAC ha podido diversificar su cartera de productos y servicios, así como fortalecer su modelo de negocio basado en la integración vertical de las líneas de negocio de Papel y Cartón (Packaging) para embalaje, que completa el ciclo de vida del papel de forma sostenible, y que contrasta con el tradicional modelo de producción lineal. Además, su presencia en toda la cadena de valor del papel y el cartón para embalaje permite a PAC garantizarse gran parte de sus necesidades de materia prima en los distintos procesos de transformación de la industria, así como responder de forma rápida y eficiente a la demanda de sus clientes (mercado).

Así, y tras este periodo, PAC ha iniciado una nueva fase en su desarrollo como empresa, cuyo principal objetivo estratégico es la consolidación, vía rentabilidad, de las mencionadas inversiones, lo que servirá de base para el crecimiento futuro de la Compañía.

Gráfico n. 1

### MODELO DE INTEGRACIÓN VERTICAL DE EUROPAC



Fuente: Informe Anual Integrado Europac (2015)

## Europac (PAC), Abril 2017

---

De esta forma, en su Plan Estratégico 2015 - 2018 PAC tiene como prioridad optimizar la rentabilidad de cada uno de sus negocios. Para ello, la Compañía estableció tres objetivos estratégicos para 2018:

- Situar el margen EBITDA sobre ventas en el 16%
- Reducir el apalancamiento financiero de la Compañía hasta situarlo en 2,0x deuda neta/EBITDA
- Alcanzar una rentabilidad sobre el capital invertido (ROCE) de entre el 14% y el 16%

Entendemos, como luego analizaremos cuando presentemos nuestras estimaciones de resultados para la Compañía en el periodo 2016 – 2019, que los tres objetivos se lograrán siempre que no se produzca un brusco cambio en el ciclo económico que, de momento, no contemplamos.

Para la consecución de los citados objetivos PAC ha creado la denominada Oficina de Transformación cuya actividad se enmarca en el programa 3B (*Better Before Bigger*) cuyos pilares son: i) potenciar el crecimiento orgánico; ii) lograr el liderazgo en costes; iii) alcanzar el liderazgo en generación de caja; y iv) desarrollar una cultura de orgullo y desempeño en la Compañía. En este contexto, la misión de la Oficina de Transformación es la de aportar la metodología y disciplina necesarias para la implementación de los distintos proyectos del programa 3B. De esta forma se pretende garantizar una ejecución eficiente de los mismos, una metodología de trabajo homogénea, y el seguimiento y supervisión de los mencionados proyectos desde su inicio hasta su finalización.

En los últimos dos ejercicios la constante superación de nuestras expectativas en lo que hace referencia a la evolución de los márgenes de explotación de PAC ha ido muy ligada a los esfuerzos de gestión que está llevando a cabo la Compañía en el marco de su nuevo plan de negocio. Así, y para la consecución de todo lo señalado anteriormente consideramos claves los programas ESS y ESO, diseñados por los gestores de PAC, que pasamos a describir brevemente a continuación:

- Europac Sales System (ESS):** el principal objetivo es satisfacer las necesidades cada vez más complejas de los clientes, a la vez que se aumentan los ingresos y la rentabilidad a través del desarrollo de productos y servicios que aporten valor añadido a los negocios de los clientes. En este sentido, PAC está trabajando sobre precios; optimizando referencias; acercando la fuerza de ventas al cliente; identificando sus necesidades, trabajando mano a mano con ellos;... etc.
- Europac Operation System (EOS):** el objetivo de la aplicación de esta herramienta de gestión es la optimización de los procesos operativos del Grupo, tanto a nivel fábrica como en el ámbito logístico, con el objeto de optimizar los costes e incrementar la productividad y la eficiencia de las distintas plantas.

## **LOS RESULTADOS DE EUROPAC FUERON DE MÁS A MENOS DURANTE 2016. NO OBSTANTE, CONSIDERAMOS LOS MISMOS COMO MUY SATISFATORIOS A PESAR DEL ENTORNO DE PRECIOS DEL PAPEL, NO DEMASIADO POSITIVO, AL QUE SE HA ENFRENTADO LA COMPAÑÍA DURANTE EL EJERCICIO**

---

A pesar de enfrentarse a un entorno de mercado complicado para el negocio del Papel, especialmente durante el 2S2016, en el que a la negativa evolución de los precios del papel (*kraftliner* y reciclado) hay que sumar el incremento del precio del papel recuperado, principal materia prima para la elaboración del papel reciclado, PAC ha obtenido unos resultados más que satisfactorios en 2016, resultados que han superado a nivel de explotación y de beneficio neto nuestras expectativas. En ello ha contribuido en gran medida el impacto positivo que en los márgenes de los negocios de Papel y de Packaging está teniendo la implementación de los programas ESS y ESO, que hemos descrito en detalle en el punto anterior.

**Europac (PAC), Abril 2017**

Sin embargo, y a nivel ventas, las cifras alcanzadas por PAC se han quedado por debajo de nuestras expectativas por los motivos que pasamos a analizar a continuación. Así, las **ventas netas agregadas** de PAC –esta partida incluye las ventas intragrupo que son ajustadas en la cuenta de resultados consolidada, pero ofrecen una imagen más real de la dimensión de la Compañía- han alcanzado al cierre de 2016 los EUR 1.069 millones, cifra ligeramente inferior (-1,4%) a la obtenida en 2015. Nosotros, en nuestras proyecciones esperábamos una cifra de EUR 1.080 millones, en línea con la alcanzada por la Compañía en el ejercicio precedente. Cabe señalar que el descenso de esta partida se debe principalmente al retroceso de las ventas de energía debido a la caída de los precios en términos interanuales. Las **ventas netas consolidadas**, por su parte, se mantuvieron en 2016 a un nivel similar a las de 2015 en los EUR 801,15 millones (EUR 805,66 millones en 2015). Cabe señalar que el impacto negativo de los precios del papel y de la energía se dejó notar sensiblemente en el 2S2016.

**Cuadro n. 1**
**CUENTA RESULTADOS EUROPAC – 2016 vs. 2015**

EUR millones	2016	2015	var 16 / 15
<b>Ventas netas consolidadas</b>	<b>801,15</b>	<b>805,66</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Ventas netas agregadas</b>	<b>1.069</b>	<b>1.084</b>	<b>-1,4%</b>
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>123,00</b>	<b>117,00</b>	<b>5,1%</b>
<i>Margen s/ventas agregadas</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,8%</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>126,57</b>	<b>111,12</b>	<b>13,9%</b>
<i>Margen s/ventas consolidadas</i>	<i>15,8%</i>	<i>13,8%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>77,66</b>	<b>62,46</b>	<b>24,3%</b>
<i>Margen s/ventas netas</i>	<i>9,7%</i>	<i>7,8%</i>	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>48,88</b>	<b>32,45</b>	<b>50,6%</b>

Fuente: Presentación Resultados 2016 Europac. Elaboración propia.

Por su parte, el cash-flow de explotación o **EBITDA recurrente** alcanzó en 2016 los EUR 123 millones, superando en más de un 5% el dato de 2015. Esta partida excluye el impacto de los costes de reestructuración de personal, entre otros conceptos, y, en 2016, el del reconocimiento de una cuenta a cobrar de la Empresa de Desarrollo e Infraestructuras do Alqueva S.A. (EDIA) como resultado de la sentencia favorable a PAC emitida por el Supremo Tribunal de Justicia de Portugal –estimamos este impacto en unos EUR 8 millones a nivel EBITDA-.

Por su parte, el **EBITDA consolidado** aumentó en el ejercicio a una tasa interanual un 13,9%, hasta los EUR 126,57 millones, impulsado en parte por la contabilización del importe correspondiente a la mencionada sentencia. En términos de ventas consolidadas este margen aumentó 2,0 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 15,8%, con lo que se acerca cada vez más al objetivo estratégico de la Compañía, consistente en lograr situar este margen en el 16% al cierre de 2018. La evolución de este margen en un entorno no demasiado positivo para los precios del papel y de la energía ha sido consecuencia, como ya hemos comentado, de la gestión llevada a cabo, que ha permitido incrementar el volumen de ventas del papel y modificar el *mix* de ventas hacia productos de mayor valor añadido, tanto en Papel como en Packaging. Más adelante, cuando analicemos los resultados por línea de negocio, explicaremos en detalle el impacto de la gestión en los márgenes del Grupo. Nosotros habíamos estimado un EBITDA de EUR 120,32 millones y un margen sobre ventas del 14,6%. No esperábamos que, a pesar de la caída de los precios del papel y del incremento de los precios de la materia prima durante el ejercicio, la Compañía fuera capaz de mejorar en tal medida sus márgenes de explotación. Además, en nuestras estimaciones no reflejábamos el impacto en las cuentas de PAC de la sentencia favorable para la Compañía del Supremo Tribunal de Portugal.

**Europac (PAC), Abril 2017**

Tras la partida de amortizaciones (EUR 48,91 millones en 2016 vs. EUR 48,67 millones en 2015; EUR 50,71 millones por nosotros estimado) el **beneficio de explotación o EBIT** se situó en 2016 en EUR 77,66 millones, cifra un 24,3% superior a la obtenida en 2015. En términos de ventas este margen se situó en el 9,7%, 2,1 p.p. por encima del obtenido en 2015. En nuestras estimaciones esperábamos un EBIT de EUR 69,61 millones, sensiblemente inferior al real. Esta desviación es consecuencia, principalmente, de i) la mejor marcha de los márgenes de explotación de lo que esperábamos durante el ejercicio; ii) del impacto de la mencionada sentencia y iii) de las menores amortizaciones contabilizadas respecto a las por nosotros estimadas.

Otro hito destacable de los resultados de PAC en el periodo analizado es la significativa reducción de los costes financieros netos. Así, y tras las medidas adoptadas en los últimos ejercicios por los gestores para reducir el coste de la deuda de la Compañía unidos a la reducción del endeudamiento del Grupo, esta partida se redujo hasta los EUR 10,55 millones en 2016 frente a los EUR 16,73 millones en 2015 (-36,9%). Los menores costes financieros netos permitieron que el **beneficio antes de impuestos (BAI)** de la Compañía creciera un 46,6% en 2016 en tasa interanual, hasta EUR 67,22 millones. Tras la partida de minoritarios, cuyo importe es totalmente marginal, e impuestos (tasa del 27,3% en 2016 vs. 29,2% en 2015), el **beneficio neto atribuible** de PAC se situó en EUR 48,88 millones en 2016, importe un 50,6% superior al obtenido en 2015. En nuestras estimaciones contemplábamos una cifra sensiblemente inferior, de EUR 40,67 millones.

Pasamos ahora a analizar la evolución en 2016 de las distintas áreas de negocio del Grupo:

**i) Papel**

Las ventas agregadas del área de negocio de Papel descendieron el 1,1% en tasa interanual en el periodo analizado, hasta EUR 673 millones, a pesar de que las mejoras en la eficiencia de las plantas del Grupo permitió que las ventas en unidades aumentaran en el periodo en 11.000 Tm en *kraftliner* (+3,1% vs. 2015) y 27.000 Tm en reciclado (+5,0% vs. 2015). Cabe señalar, no obstante, que fue la caída de las ventas de energía la que provocó el descenso de las ventas de PAC en términos económicos ya que, excluyendo esta partida, las ventas de papel habrían aumentado un 3,3% en 2016 en tasa interanual y ello a pesar de la caída de los precios del papel en el periodo -los precios medios del *kraftliner* se redujeron un 4,6% en relación a los precios medios de 2015, mientras que los medios de reciclado lo hicieron un 2,4% en relación a los del año precedente-.

En lo que respecta a los precios del *kraftliner*, señalar que su descenso durante los primeros meses del año 2016 fue consecuencia de las importaciones desde EEUU, mayores de lo que en principio cabía esperar dada la fortaleza del dólar, que siempre "juega" en contra de las mismas, y de un ligero exceso de los inventarios en Europa. Esta presión de las importaciones se redujo en los últimos meses (en EEUU los productores han anunciado últimamente dos incrementos de precios de \$ 50 por tonelada, lo que aumenta el atractivo de este mercado), lo que ha permitido a PAC implementar ya varias subidas de precios -algunas ya en 2016, como la de EUR 40 por Tm anunciada en junio-. En este sentido, señalar que la decisión del principal jugador del mercado europeo, Smurfit Kappa, de no implementar en su momento la totalidad de la subida anunciada en junio impidió a PAC poder hacerlo antes. Por su parte, el precio del reciclado se mantuvo estable durante gran parte del ejercicio, aunque bajó al final del mismo a pesar de la buena marcha de la demanda y de que los inventarios permanecieron a niveles controlados, aunque algo por encima de los del año precedente. El anuncio de subida de precios en EUR 40 por tonelada que hizo PAC en julio no se pudo implementar, no obstante, dada la negativa de los productores no integrados centroeuropeos a aplicarla. No obstante, los stocks de este producto bajaron en los últimos meses del ejercicio como consecuencia de la mejora de la demanda en Europa y de las exportaciones, principalmente de los productores alemanes hacia el Este de Europa.

Por su parte, el EBITDA recurrente de la actividad de Papel experimentó una ligera caída (-1,9%) en 2016 en tasa interanual, hasta alcanzar los EUR 105 millones. Cabe señalar que en términos de ventas agregadas este margen se mantuvo estable en el 15,6% (15,7% en 2015) principalmente gracias a las mejoras de productividad y eficiencias logradas por la Compañía, que permitieron el ya comentado incremento de la producción.

De esta forma, y mientras que en el negocio del *kraftliner* el precio de la madera, principal materia prima, se mantuvo estable durante el periodo analizado, el precio medio del papel recuperado, principal materia prima utilizada para la producción de papel reciclado, se incrementó sustancialmente (unos EUR 13 por tonelada respecto al precio medio del año precedente) por la fuerte demanda puntual y atípica proveniente desde China. Ello provocó que los stocks de esta materia se situaran a principios de año muy por debajo de lo habitual. Posteriormente, y como consecuencia de la crisis del sector del transporte marítimo, que provocó un incremento de los costes de los fletes, y por el hecho de que China cubrió la mayor parte de sus necesidades de papel recuperado para todo el año, la presión compradora desde el país asiático fue disminuyendo, lo que se tradujo en una caída del precio del papel recuperado de EUR 5 por tonelada en septiembre y de EUR 10 por tonelada en octubre (en Francia, España y Portugal). No obstante, el impacto negativo en los márgenes de esta área de negocio del incremento del precio de la materia prima para la fabricación de papel reciclado ha sido más que compensado por la gestión y por unos menores costes de la energía.

## ii) Packaging

Las ventas agregadas de esta área de negocio descendieron un 1,8% en términos interanuales en 2016, hasta los EUR 396 millones (EUR 403 millones en 2015). Sin embargo, lo más significativo de los resultados del área de cartón ha sido el fuerte incremento del margen EBITDA agregado, tanto en términos económicos (+85,8%, hasta los EUR 18 millones), como en términos de ventas agregadas (4,6% vs. 2,5% en 2015). Una vez más, han sido las mejoras en la gestión, gracias a la implementación de los programas EOS (para mejorar la eficiencia de los procesos y aumentar la productividad de las plantas) y ESS (para mejorar los niveles de interacción con los clientes con el propósito de satisfacer sus necesidades y aportarle mayor valor añadido al servicio prestado), las que han propiciado el importante avance de este margen. Igualmente, cabe destacar que en ello también ha influido sobremanera el cambio del *mix* de clientes y producto llevado a cabo, centrándose la Compañía en aquellos más rentables y descartando los de menor margen.

Por países, creemos importante señalar el giro que ha dado el negocio de *packaging* en Francia, principal debilidad de la Compañía, gracias a las mejoras en productividad y eficiencia implementadas. Por su parte, el negocio en España ha continuado sólido, gracias a la fortaleza de la demanda y a las mejoras en el *mix* de productos de venta, destacando cada vez más los de alto valor añadido (mayor calidad de impresión). En Portugal, el negocio continuó resintiéndose por la debilidad de la demanda proveniente de Angola, país muy ligado al petróleo que está atravesando por una crisis como consecuencia del descenso del precio de esta materia prima. Para contrarrestar este negativo impacto, PAC ha establecido programas denominados de "*partnership*", a través de los que se pretende lograr una mayor integración con el cliente para conocer sus necesidades. También se ha reorientado la estrategia comercial para incrementar el peso de los clientes exportadores. Por último, y en lo que hace referencia a la planta de Marruecos, señalar que la Compañía ha informado de que se está cumpliendo con el plan de negocio, alcanzándose los objetivos de crecimiento establecidos para la misma.

En lo que hace referencia a la evolución del endeudamiento neto de PAC, señalar que según cálculos de la propia Compañía esta variable ha cerrado el ejercicio 2016 en EUR 258 millones, lo que supone una reducción de EUR 27 millones en relación al año precedente y un ratio Deuda Neta/EBITDA de 2,0x (2,6x a finales de 2015), ratio en línea con el objetivo estratégico de la empresa. No obstante, señalar que nosotros hemos calculado una deuda neta de EUR 290 millones, equivalente a un más que manejable ratio Deuda Neta/EBITDA

## Europac (PAC), Abril 2017

---

de 2,3x. La principal diferencia entre nuestra cifra y la que calcula la Compañía radica en el hecho de que PAC resta del importe total de la deuda bruta del Grupo EUR 31,6 millones correspondiente al valor de mercado que tenían las acciones que mantiene en autocartera al cierre de 2016, algo que nosotros no hacemos dado que, como analizaremos más adelante en el informe, no tenemos claro cuál será el destino final de estas acciones, algo que la Compañía es factible que anuncie a lo largo del presente ejercicio.

Por otro lado, cabe señalar que durante el ejercicio analizado PAC llevó a cabo inversiones por importe de EUR 50 millones (EUR 64 millones en 2015), de los cuales algo más del 70% se destinaron al área de negocio de Papel y prácticamente la totalidad del resto a la de Packaging. Entre las principales inversiones destacar el proyecto de doble estucado en la planta de Dueñas (Palencia); el proyecto de desarrollo de la planta de Rouen (Francia) y los proyectos orientados al incremento de la productividad y a la reducción de costes en las plantas de cartón.

Por último, y también en lo relacionado con el endeudamiento de PAC, señalar que el pasado 28 de diciembre la Compañía suscribió una novación modificativa, no extintiva, de su financiación sindicada, mediante la cual prolonga su fecha de vencimiento hasta el 10 de julio de 2022 –ahora el 55% de la deuda a largo plazo de PAC vence a partir de ese ejercicio, incluido el mismo- y referencia su interés anual al Euribor más un margen comprendido entre 120 y 155 puntos básicos en función del cumplimiento de determinados ratios. Al cierre del ejercicio 2016 el saldo de la financiación sindicada era de EUR 290 millones (EUR 250 millones al cierre de 2015).

## **VALORAMOS MUY POSITIVAMENTE LA ADQUISICIÓN DE UNA FÁBRICA INTEGRADA DE EMBALAJE EN ANDALUCÍA, REGIÓN EN LA QUE EUROPAC NO ESTABA PRESENTE DIRECTAMENTE EN EL NEGOCIO DEL PACKAGING**

---

- Desde un punto de vista estratégico la reciente adquisición de la fábrica integrada de embalaje en Lucena (Córdoba) es muy positiva, ya que PAC en el negocio de Cartón no estaba presente directamente en Andalucía, región que servía desde otras fábricas –se servía este mercado desde Dueñas (Palencia) y Portugal- con el consiguiente incremento de los costes de transporte –el papel “viaja bien pero el cartón no tanto-”, y en la que están presentes grandes consumidores de embalaje. En este sentido, cabe destacar la excelente ubicación de la planta, en pleno centro geográfico de Andalucía, desde donde se puede servir casi de manera inmediata a los principales mercados de la región como son el de Córdoba, el de Sevilla, el de Almería, el de Málaga, el de Jaén y el de Granada, a clientes que operan principalmente en los sectores agrícolas e industriales.

Además de captar nuevos clientes en mercados en los que PAC no estaba presente directamente, lo que dificultaba mucho su estrategia comercial, la Compañía podrá servir a sus clientes de otras regiones con presencia en Andalucía.

- Consideramos que el importe de la adquisición es razonable, ya que PAC ha pagado EUR 9,8 millones valor empresa (calculamos un desembolso real cercano a los EUR 7 millones), lo que supone un ratio EV/EBITDA (valor empresa entre EBITDA) de unas 8,2x (veces). No obstante, la Compañía ha calculado que será capaz de generar sinergias tanto comerciales como operativas por un importe cercano a los EUR 0,6 millones –las principales sinergias corresponden a los ya mencionados costes de transporte-, lo que situaría el multiplicador EV/EBITDA de la operación en 5,5x.

Creemos conveniente señalar que el desarrollo de una nueva planta de cartón para embalaje en Andalucía partiendo de cero (*greenfield*) habría supuesto una inversión mínima de EUR 30 millones, además de requerir un plazo para su desarrollo de dos o tres años, como mínimo.

## Europac (PAC), Abril 2017

---

- La fábrica, que ha pasado a denominarse como Europac Packaging Lucena, consumió en 2016 unas 7.000 Tm de papel, que a partir de ahora servirán las plantas de PAC de Dueñas y Viana (Portugal) –se estima que el 20% del papel consumido era *kraftliner* y el resto reciclado- y produjo unos 16 millones de metros cuadrados de plancha de cartón y embalaje. La planta consiste en una nave de 15.000 m<sup>2</sup>, ubicada en una parcela de 42.000 m<sup>2</sup>, lo que permitirá a PAC incrementar su capacidad en el futuro, tal y como tiene pensado hacer. Actualmente la planta consta de una onduladora y de tres líneas de *converting*.
- Destacar, igualmente, que en 2016 la planta facturó EUR 7,6 millones, siendo capaz de generar un EBITDA de EUR 1,2 millones. No es previsible que PAC pueda mantener estos niveles de márgenes (15,8%) en el futuro, dado que su estrategia va dirigida a incrementar el volumen de ventas, dirigiéndose a los grandes clientes de la región, lo que conllevará una reducción de la rentabilidad.

En este sentido, señalar que PAC tiene previsto invertir en la planta unos EUR 10 millones en el periodo 2017 / 2020 con el objetivo de incrementar la capacidad de producción y la gama de productos de la misma. Así, la Compañía quiere poder producir hasta 50 millones de metros cuadrados en ella a finales del periodo, además de instalar una oficina técnica de diseño, en línea con la que poseen las principales cartoneras del grupo.

Por último, señalar que en principio PAC no tiene identificadas nuevas adquisiciones en el negocio de Packaging, siendo ahora prioritario para la Compañía crecer en el negocio de papel recuperado a través de la compra de pequeñas compañías por todo el territorio español.

## **TRAS VALORAR LOS RESULTADOS 2016 DE LA COMPAÑÍA Y ANALIZAR NUEVAMENTE EL ESCENARIO DE MERCADO AL QUE SE ENFRENTA, NOS HEMOS DECANTADO POR MODIFICAR AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES PARA EL PERIODO 2017 – 2019**

---

- Tras estudiar las cifras publicadas por la Compañía correspondientes a 2016, cifras que como hemos analizado han mostrado un excelente comportamiento de los márgenes de explotación de los negocios de Papel y Packaging, en el primer caso a pesar de lo complejo que ha sido el 2S2016 para esta actividad, y tras analizar el escenario de mercado al que se enfrenta la Compañía en los próximos años, hemos optado por modificar al alza nuestras estimaciones de resultados para el ejercicio corriente y para 2018. Además, aprovechamos el presente informe para dar a conocer nuestras estimaciones de resultados para el año 2019.

En este sentido, volver a comentar que a nivel explotación (EBITDA y EBIT) PAC nos ha sorprendido muy gratamente en 2016. Este hecho es consecuencia en gran medida del mayor impacto en los márgenes de explotación del por nosotros esperado de los programas de gestión ESS y EOS implementados por la Compañía, programas que entendemos todavía tienen “recorrido” lo que supone que dichos márgenes seguirán favoreciéndose de los mismos en los próximos años. Además, en nuestras estimaciones contemplábamos unos mayores gastos financieros netos de los que ahora esperamos presente la Compañía en los próximos años. Igualmente, hemos revisado a la baja la tasa impositiva del Grupo hasta situarla en 2018 y 2019 en el 25%. Ambas variables penalizaban más de lo que ahora esperamos el beneficio neto atribuible del Grupo que, por tanto, hemos revisado al alza.

A nivel ventas, señalar que ahora somos más optimistas con la evolución de los precios del papel, además de esperar mayores producciones tanto en este negocio como en el del cartón. Es por ello que hemos revisado ligeramente al alza nuestras expectativas de facturación para la Compañía tanto en 2017 como en 2018. Así, las principales modificaciones de nuestras estimaciones de resultados para el

**Europac (PAC), Abril 2017**

periodo proyectado se pueden resumir de la siguiente forma: i) mayores ventas; ii) márgenes de explotación superiores; iii) gastos financieros netos inferiores y iv) tasa impositiva más reducida. Todo ello hace que ahora seamos más optimistas sobre el comportamiento de los resultados de PAC a nivel EBITDA y EBIT, así como a nivel beneficio neto y cash-flow para el periodo 2017 / 2019, como pasamos a mostrar a continuación.

Creemos conveniente señalar, no obstante, que nuestras nuevas estimaciones son consistentes con un entorno macro de moderado crecimiento en los mercados en los que opera PAC, en línea con las estimaciones que manejan las principales instituciones económicas mundiales, entre ellas la Comisión Europea (CE), el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como las principales casas de análisis internacionales. Así, en nuestro escenario macro base esperamos que el Producto Interior Bruto (PIB) de España crezca un 2,5% en 2017 y a niveles cercanos al 2,3% en 2018 y 2019. Asimismo, esperamos que el PIB de Francia crezca a niveles de entre el 1,3% y el 1,4% en los próximos tres años, crecimientos similares a los que esperamos que muestre el PIB de Portugal. Por tanto, cualquier sustancial modificación en este escenario macro nos obligaría a revisar las expectativas que para el negocio de la Compañía hemos reflejado en nuestras nuevas estimaciones.

- En lo que hace referencia al **presente ejercicio (2017)**, señalar que ahora esperamos que PAC alcance unas **ventas agregadas** de EUR 1.162 millones, superiores a los EUR 1.103 millones que esperábamos anteriormente. Esta revisión al alza es consecuencia que ahora esperamos unos mayores precios del papel –en línea con los recientes anuncios de subidas publicados por las compañías del sector y con el bajo nivel de inventarios en Europa- y de energía, así como un mayor incremento de la producción. Así, ahora esperamos unas ventas agregadas del área de negocio de Papel de EUR 547,22 millones –no incluyen las ventas de Energía y Recuperado-, que serán de EUR 437,63 millones en el área de Packaging.

**Cuadro n. 2**
**ESTIMACIÓN VENTAS NETAS AGREGADAS POR ÁREA DE NEGOCIO – 2016 / 2019E**

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	tacc 19 / 16
Papel (*)	498,50	547,22	570,09	575,79	4,9%
Packaging (**)	395,60	437,63	450,84	459,91	5,1%

Fuente: Informe Auditoría Europac 2016; Elaboración propia

(\*) No se incluyen las ventas de Energía ni de Recuperado

(\*\*) No se incluyen cifras de la planta de Marruecos

La revisión al alza de las ventas agregadas del Grupo tiene su reflejo en nuestras nuevas estimaciones de **ventas consolidadas** para 2017. Así, ahora esperamos que éstas se sitúen en EUR 874 millones frente a nuestra anterior estimación de EUR 854 millones. Además, el incremento que esperamos experimenten a lo largo del ejercicio los precios medios de papel, tanto del *kraftliner* como del reciclado, junto con las mejoras en eficiencia y productividad de las plantas y el cambio de *mix* de ventas en cartón, hacia productos más a medida del cliente y de mayor valor añadido, tendrán un impacto directo en la mejora de los márgenes de explotación de la Compañía. No obstante, señalar que en los primeros meses del año los mayores precios del papel penalizarán los márgenes del cartón hasta que PAC sea capaz de trasladar a su cliente final, vía subidas de precio del cartón, estas alzas, algo que creemos comenzará a ocurrir a finales del 1S2017. Con todo ello, esperamos ahora que el **EBITDA consolidado** del Grupo alcance los EUR 136,97 millones frente a los EUR 130,40 millones de nuestra anterior estimación. En términos de **margen EBITDA sobre ventas** esperamos ahora una lectura de 15,7%, sensiblemente superior al 15,3% de nuestra estimación anterior.

**ESTIMACIÓN EBITDA AGREGADO POR ÁREA DE NEGOCIO – 2016 / 2019E**

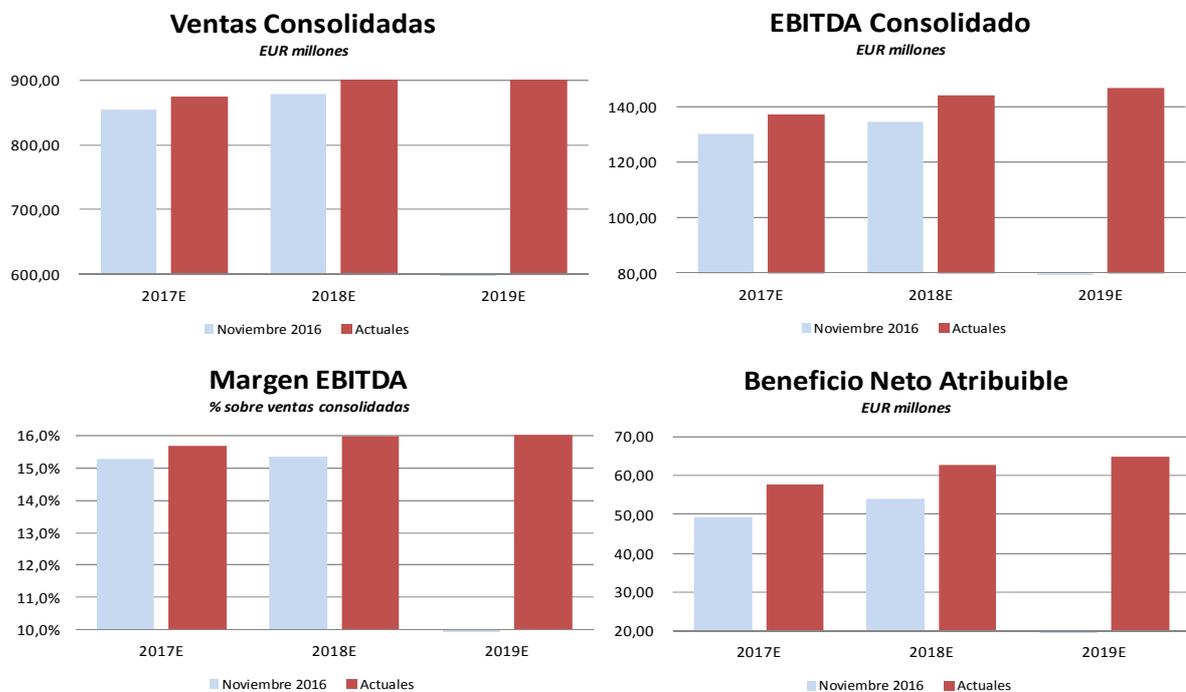
EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	tacc 19 / 16
Papel (*)	78,60	101,94	102,60	102,24	9,2%
<i>Ebitda s/ventas agregadas</i>	<i>15,8%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,8%</i>	
Packaging (**)	18,10	23,02	28,67	31,69	20,5%
<i>Ebitda s/ventas agregadas (*)</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,9%</i>	

Fuente: Informe Auditoría Europac 2016; Elaboración propia

(\*) No se incluyen las ventas de Energía ni de Recuperado

(\*\*) No se incluyen cifras de la planta de Marruecos

Por último, señalar que estimamos que PAC alcance en 2017 un **beneficio neto atribuido** de EUR 57,63 millones, también sensiblemente superior a los EUR 49,46 millones de nuestra anterior estimación. En esta mejora influye, como hemos señalado antes, que ahora esperamos unos gastos financieros netos algo inferiores, así como el hecho de que hemos revisado a la baja en un punto porcentual la tasa impositiva de PAC en el ejercicio, hasta el 26%. Además, y como resultados extraordinarios del ejercicio hemos incluido la plusvalía de EUR 2,3 millones generada por la reciente venta de Europac Logística. Esta operación se encuadra en la estrategia de PAC de desinvertir en los activos que considera como no estratégicos.

**COMPARATIVA ESTIMACIONES DE RESULTADOS EUROPAC  
(estimaciones Link Securities noviembre 2016 vs. estimaciones actuales)**


Fuente: Estimaciones Link Securities.

**Europac (PAC), Abril 2017**

- De cara al periodo **2018 / 2019** señalar que las principales modificaciones que hemos realizado siguen la línea argumental de las que hemos aplicado para nuestras proyecciones del ejercicio 2017. Así, esperamos ahora unas ventas algo superiores de lo que reflejábamos en nuestras estimaciones anteriores, tanto agregadas como consolidadas; unos mayores márgenes de explotación –esperamos que el margen EBITDA sobre ventas consolidadas se mantenga a niveles cercanos al 16% durante el periodo-; unos menores gastos financieros netos; y una tasa impositiva inferior, en este caso del 25%.

Por áreas de negocio, señalar que en la de Papel lo más relevante es el anuncio de la entrada de 1 millón de toneladas de nueva capacidad en reciclado marrón en Europa entre 2017 y 2018. Aparte de que esta entrada será progresiva, ya que la curva de aprendizaje en el sector es lenta, esperamos que unas 300.000/400.000 toneladas sean absorbidas ya el primer año gracias al crecimiento de la demanda. Además, y en lo que hace referencia a PAC, destacar que la Compañía se está especializando cada vez más en papel para cartón de embalaje blanco y que del 1 millón de toneladas de nueva capacidad sólo unas 125.000 son de este tipo de papel. No obstante, entendemos que ello puede limitar algo la capacidad del sector para subir más los precios del reciclado, algo que también esperamos que PAC sea capaz de mitigar en parte gracias a la gestión y a unos mayores márgenes del *kraftliner* (vemos más fácil que el sector sea capaz de subir precios de este tipo de papel gracias a que esperamos que la demanda continúe mostrando gran solidez y a que esperamos menores importaciones procedentes de EEUU dada la fortaleza del mercado local). Por otro lado, y en lo que hace referencia al margen de reciclado, éste verá limitada su capacidad de mejora por los mayores precios que esperamos para el papel recuperado, dada la fuerte demanda de este producto proveniente de China.

En lo que hace referencia al área de negocio de Packaging, señalar que esperamos que PAC sea capaz de consolidar el avance de los márgenes de explotación logrado en 2017 gracias al nuevo *mix* de producto, que prioriza los de mayor valor añadido, así como a la capacidad de la Compañía de trasladar al cliente los mayores precios de la materia prima (papel), gracias a la fortaleza que está mostrando la demanda en los distintos mercados en los que opera PAC. Así, esperamos que en términos de EBITDA los márgenes de Packaging se sitúen cómodamente por encima del 6%. Además, esperamos que en el periodo 2017 / 2019 la planta de Marruecos ya comience a aportar a nivel EBITDA (hemos calculado en conjunto una aportación de unos EUR 4,50 millones en el periodo).

**Cuadro n. 4**
**ESTIMACIÓN RESULTADOS EUROPAC – 2016 / 2019E**

EUR millones	2016	2017E	% 17 / 16	2018E	% 18 / 17	2019E	% 19 / 18	tacc 19 / 16
Ventas netas consolidadas	801,15	873,83	9,1%	902,85	3,3%	915,04	1,4%	4,5%
Ventas agregadas	1.069,00	1.161,50	8,7%	1.199,35	3,3%	1.214,11	1,2%	4,3%
EBITDA consolidado	126,57	136,97	8,2%	144,22	5,3%	146,62	1,7%	5,0%
<i>margen s/ventas consolidadas</i>	15,8%	15,7%		16,0%		16,0%		n.s.
Beneficio neto atribuible	48,88	57,63	17,9%	62,70	8,8%	64,79	3,3%	9,8%
ROE (fondos propios medios)	13,5%	15,0%	1,5 p.p.	15,1%	0,1 p.p.	14,4%	-0,7 p.p.	n.s.
ROCE (capital invertido medio)	7,8%	8,5%	0,7 p.p.	9,1%	0,6 p.p.	9,2%	0,0 p.p.	n.s.

Fuente: Informe Auditoría Europac 2016; Elaboración propia.

Con estos resultados las rentabilidades en términos de fondos propios medios (ROE) y en términos de recursos empleados medios (ROCE) aumentarán sensiblemente en 2017 para luego estabilizarse, tal y como se muestra en el cuadro n. 4 adjunto. El ROE en 2019 se verá penalizado por el menor apalancamiento financiero que presentará la Compañía al cierre del ejercicio, siempre en función de nuestras estimaciones y sin tener en cuenta nuevas inversiones no contempladas en las mismas o cambios en la actual política de remuneración al accionista.

**Europac (PAC), Abril 2017**

Señalar, además, que en todos los años proyectados la Compañía volverá a ser capaz de crear valor para el accionista en términos de *Economic Value Added (EVA)* –el coste de oportunidad del capital invertido, medido en términos de fondos propios y deuda bruta, cifra a la que se aplica el WACC, supera al EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT logrado por el Grupo en el ejercicio, siempre según nuestras estimaciones.

**EUROPAC GENERARÁ RECURSOS SUFICIENTES PARA HACER FRENTE A SUS PLANES DE INVERSIÓN, PAGAR UN ATRACTIVO DIVIDENDO Y REDUCIR SU DEUDA NETA HOLGADAMENTE POR DEBAJO DE LAS 2,0x EBITDA**

Esperamos que el endeudamiento de PAC en el periodo proyectado (2017 / 2019) se reduzca sensiblemente dada: i) la elevada capacidad de la Compañía de generar caja de forma recurrente –estimamos que generará un cash-flow cercano a los EUR 320 millones en el periodo; y ii) la estabilización de sus inversiones (capex) en aproximadamente unos EUR 45/50 millones anuales (cifra similar a la de las amortizaciones anuales de la Compañía), que se concentrarán en gran medida en mejoras de productividad de las plantas y, posiblemente, en alguna pequeña adquisición en el negocio de cartón y/o recuperado. De esta forma PAC dispondrá de cerca de EUR 170 millones (consideramos la variación de circulante como neutra en el periodo) para hacer frente al pago de dividendos –la Compañía mantiene un *payout* del 50% (sobre beneficio neto atribuible anual), lo que supondrá salidas de caja por importe de unos EUR 85 millones en el periodo-, y para reducir su endeudamiento a un ritmo anual de unos EUR 30 millones.

De esta forma, calculamos que al cierre de 2019 la deuda neta del Grupo rondará los EUR 220 millones, unas 1,5x (veces) el EBITDA estimado para el año. Cabe recordar que el objetivo establecido por la Compañía para el mencionado ejercicio es de un ratio deuda neta/EBITDA de 2,0x, lo que supone que si los gestores se ciñen a este objetivo dispondrán de una capacidad de financiación adicional cercana a los EUR 70 millones que podrán dedicar bien a nuevas inversiones productivas, bien al desarrollo de nuevas plantas o bien a operaciones corporativas. En este sentido, señalar que en estos cálculos se han llevado a cabo en base a la información que sobre sus planes de negocio ha hecho pública la Compañía, información que puede variar si PAC se decanta por sacar adelante algún proyecto actualmente no dado a conocer a la comunidad financiera.

**A PRECIOS ACTUALES DE LA ACCIÓN, Y A PESAR DE LA RECIENTE REVALORIZACIÓN DE LAS MISMAS, EUROPAC CONTINÚA OFRECIENDO UNA ATRACTIVA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO. EUROPAC PODRÍA MEJORAR AÚN MÁS LA REMUNERACIÓN DE SU ACCIONARIADO UTILIZANDO LA ELEVADA AUTOCARTERA QUE PRESENTA EN LA ACTUALIDAD**

La Compañía ha instaurado un *payout* que fluctuará entre el 40 y el 50% según los ejercicios. En el periodo proyectado 2017 / 2019 hemos considerado que este ratio no bajará del 50%. De ser así, las rentabilidades estimadas por dividendo que ofrece la Compañía a precios actuales de la acción son superiores al 4,0% para el conjunto de los años proyectados, superando así lo que ofrece de media el conjunto de compañías integrantes del Ibex-35.

En este sentido, señalar que el pasado 23 de febrero PAC pagó en términos brutos EUR 0,0951 por acción en concepto de dividendo a cuenta de los resultados de 2016. Esta cifra supone un aumento de casi el 80% del dividendo a cuenta de los resultados de 2015 pagado en febrero del año pasado. De esta forma es previsible que el *payout* correspondiente al ejercicio 2016 se acerque al 60% de forma puntual, ya que la Compañía se está planteando la posibilidad de repartir entre sus accionistas lo ingresado por la sentencia del Supremo Tribunal de Portugal.

## Europac (PAC), Abril 2017

---

Además, la Junta General de Accionistas celebrada el 29 de junio de 2016 aprobó la realización de un aumento de capital liberado de una acción nueva por cada veinticinco (1 x 25) acciones antiguas, ampliación que fue ejecutada el año pasado. Entendemos que en la Junta General de Accionistas de 2017 el Consejo de Administración volverá a proponer una operación de similares características. No somos muy partidarios de este tipo de operaciones, que creemos aportan poco valor al accionista, aunque suelen ser bien recibidas por los inversores minoristas.

Por otro lado, comentar que PAC en los últimos ejercicios, y por diversos motivos que ya comentamos en nuestro informe de noviembre de 2016, ha acumulado una elevada autocartera, equivalente al 6% de su capital. Consideramos que dado el ya reducido *free-float* de PAC, cercano al 38% (32% restando la autocartera), el mantenimiento de esta elevada autocartera es perjudicial para el comportamiento de las acciones de la Compañía en Bolsa dado que penaliza la ya de por sí reducida liquidez del valor. En este sentido, entendemos que PAC podría aprovechar esta situación para potenciar su política de remuneración de sus accionistas. Barajamos para ello tres opciones para reducir la autocartera, que pasamos a describir y valorar a continuación:

- **Amortización de la autocartera:** esta operación mejoraría los ratios por acción de PAC, lo que debería terminar reflejándose en la cotización de las acciones de la Compañía. No obstante, esta operación retiraría acciones del mercado por lo que no solucionaría el problema de falta de liquidez bursátil del valor.
- **Colocación de la autocartera:** con esta operación PAC aumentaría su *free-float* real, lo que debería servir para incrementar la liquidez de sus acciones en Bolsa.
- **Distribución de la autocartera:** por último, PAC se podría plantear la distribución de parte de la autocartera entre sus actuales accionistas lo que, además de servir para mejorar la remuneración de los mismos, incrementaría su *free-float*. Creemos que la fortaleza financiera actual y la que prevemos mostrará la Compañía en los próximos años le permite llevar a cabo esta operación.

Entendemos que PAC podría implementar cualquiera de estas operaciones así como una mezcla de las tres, algo que creemos el mercado valoraría muy positivamente.

## **HEMOS REVISADO NUEVAMENTE AL ALZA NUESTRA VALORACIÓN DE EUROPAC HASTA SITUAR EL PRECIO OBJETIVO DE LAS ACCIONES EN EUR 7,91, LO QUE OTORGA AL VALOR UN POTENCIAL ADICIONAL DEL 20%**

---

Como hacemos siempre con PAC, para llevar a cabo la valoración de la Compañía hemos utilizado dos metodologías diferentes para posteriormente calcular el valor medio obtenido de la aplicación de las mismas. A continuación pasamos a explicar cada uno de los métodos utilizados y sus correspondientes resultados.

- i) El primer método utilizado consiste en la aplicación de un **modelo de descuento de flujos de caja generados por el Grupo ajustado a impuestos o DFC** (ver parámetros utilizados en el modelo de valoración en el anexo n. 3 de este informe). Cabe señalar que las hipótesis de resultados utilizadas están recogidas a lo largo de este informe.

La valoración obtenida para PAC aplicando este método es ahora de EUR 960,87 millones (EUR 858,54 millones; anterior valoración de noviembre 2016). Esta sustancial revisión al alza (+12%) de la valoración de la Compañía es consecuencia principalmente de nuestras nuevas estimaciones de resultados, más optimistas que las anteriores, y ello a pesar de que ahora utilizamos para descontar los flujos de caja que generará PAC un coste medio ponderado de capital (WACC) superior (6,03% vs. 5,24% en noviembre

**Europac (PAC), Abril 2017**

2016) debido básicamente al repunte de la prima de riesgo del mercado español en este periodo (6,69% vs. 5,99% en noviembre).

Así, la valoración por acción se sitúa ahora en EUR 9,87, sensiblemente superior a los EUR 8,82 alcanzados en noviembre. Como siempre, a este resultado hemos decidido aplicarle un descuento del 30% por tres razones: i) la no pertenencia de la Compañía al Ibex-35, lo que reduce el número de casas de análisis que cubren el valor e impide a algunas instituciones tomar posiciones en el mismo; ii) su porcentaje de capital que fluctúa libremente en el mercado o "free-float", del 32% neto de autocartera, que es reducido ya que en términos de capitalización bursátil se limita a aproximadamente EUR 205 millones y iii) la liquidez bursátil del valor, que es baja en términos relativos a los principales valores del mercado bursátil español.

Por tanto, y tras aplicar el mencionado descuento al resultado obtenido mediante este método, alcanzamos un valor por acción de EUR 6,91 (EUR 6,17; anterior valoración), lo que supone que a precios actuales los títulos de PAC estarían cotizando con un potencial adicional de revalorización del 5,0%.

- ii) El segundo método utilizado consiste en **valorar la Compañía comparando una serie de múltiplos bursátiles estimados para el ejercicio 2017** para un grupo de referencia compuesto por las principales compañías europeas y estadounidenses especializadas en el negocio del papel para cartón ondulado, cartón ondulado y embalaje. Así, hemos obtenido una valoración para PAC de EUR 867,94 millones, muy superior a la que obtuvimos en noviembre de 2016, que fue de EUR 694,69 millones (+24%). En este sentido señalar que ahora los múltiplos aplicados son más exigentes como consecuencia de la positiva evolución en bolsa de las acciones de la mayoría de las compañías que integran el grupo de referencia. En términos por acción supondría un precio objetivo de EUR 8,91 (EUR 7,13; anterior valoración). En función de este nuevo precio objetivo, las acciones de PAC presentan un potencial de revalorización en la actualidad del 36%.

En el cuadro siguiente presentamos los resultados obtenidos:

**Cuadro n. 5**
**VALORACIÓN DE EUROPAC POR RELATIVOS**

Grupo Referencia	Precio EUR 21-abr-17	capitalización EUR millones	País	PER 2017E	EV/EBITDA 2017E	Precio/CF libre 2017E	renta. Dividendo 2017E
DS Smith Plc	5,01	4.747	UK	12,5 x	7,9 x	12,9 x	3,69%
Mondi plc	23,24	8.535	UK	15,3 x	8,6 x	20,9 x	2,65%
Smurfit Kappa Group Plc	23,71	5.612	Irlanda	11,5 x	6,6 x	13,0 x	3,50%
Packaging Corporation of America	87,70	8.262	EEUU	16,6 x	8,7 x	14,8 x	2,64%
International Paper Company	49,38	20.390	EEUU	14,5 x	7,9 x	15,2 x	3,49%
Grupo Referencia (múltiplos mediana)				14,5 x	7,9 x	14,8 x	3,49%
Valoración Europac - EUR				8,60	9,13	9,46	8,47
<b>Valoración Media Europac - EUR</b>							<b>8,91</b>

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

Aplicados los dos métodos procedemos ahora a la obtención de la valoración definitiva de la Compañía. Antes hemos de señalar que consideramos una mejor referencia del valor real de PAC la valoración obtenida por el método de DFC, al poder plantear cierta controversia los valores utilizados como referencia para la valoración por relativos, por no ser sus actividades exactamente iguales a las del Grupo.

Dicho esto, y tras hacer una media simple de ambas valoraciones, señalar que hemos obtenido un valor para PAC de EUR 770,27 millones (EUR 647,83 millones; anterior valoración) equivalente a **EUR 7,91 por acción** (EUR 6,65 por acción; anterior valoración). Este precio objetivo supondría que en la actualidad los títulos de PAC ofrecen al inversor un potencial de revalorización del 20%.

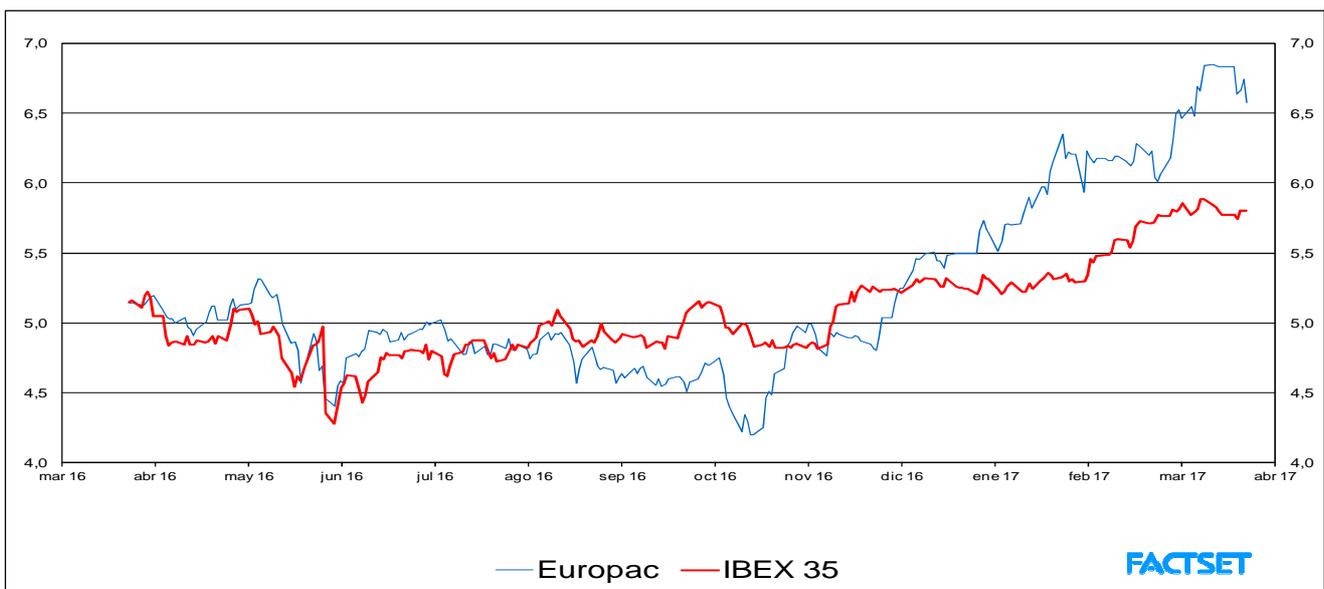
**Europac (PAC), Abril 2017**

Cabe destacar que metodológicamente hemos optado por no restar la autocartera a la hora de calcular los precios por acción de PAC ya que entendemos que a lo largo de los próximos meses los gestores adoptarán una decisión sobre qué hacer con la misma, decisión que a día de hoy desconocemos cuál será y que, por ello, no queremos que afecte a nuestra valoración. No obstante, hemos optado por sumar el valor actual de dicha autocartera a nuestra valoración de la Compañía por DFC, al considerar la misma como un activo ajeno a la explotación.

**MANTENEMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DE COMPRA SOBRE EL VALOR A PESAR DE LA FUERTE REVALORIZACIÓN QUE HA EXPERIMENTADO EL MISMO RECIENTEMENTE**

El cartón ondulado representa a día de hoy el 75% del consumo total de embalaje a nivel mundial. Además, sus perspectivas de desarrollo son positivas gracias a las ventajas que presenta frente a otros materiales, sobre todo en aspectos medioambientales, habiendo sido potenciado por la legislación de la Unión Europea en este campo. Así, señalar que como principales ventajas competitivas frente a otros tipos de embalaje el cartón ondulado ofrece el ser sólido, resistente y ligero, el estar hecho a medida, el ser higiénico, reciclable y biodegradable, y el ser un soporte fácilmente imprimible, además de su fácil logística (transporte y manejo) y el hecho de ser producido de forma industrial.

Este sector está muy ligado al consumo privado, por lo que históricamente ha mantenido una elevada correlación con la evolución de la economía y, más en concreto, con el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) y de la Producción Industrial, por lo que debe salir muy potenciado a medio plazo a medida que se consolida la recuperación económica mundial.

**Gráfico n. 3**
**EVOLUCIÓN DE LAS ACCIONES DE EUROPAC vs. IBEX-35 -12 meses-  
 (Base: precio acción PAC; euros)**


Fuente: FactSet; Elaboración propia.

## Europac (PAC), Abril 2017

---

En lo que hace referencia a la Compañía, destacar que está integrada por un conjunto de empresas que operan en el sector del embalaje de cartón ondulado. PAC tiene presencia en la península Ibérica, España y Portugal, y Francia siendo una de las principales compañías europeas del sector. Desde hace poco tiempo también está presente en Marruecos, mercado de gran potencial en el que recientemente ha inaugurado una fábrica de cartón que, en principio, será abastecida de papel desde España, Francia y Portugal.

Igualmente, creemos importante señalar que en los últimos seis años PAC ha llevado a cabo importantes inversiones con el objetivo de potenciar la integración de su proceso productivo, penetrar en nuevos mercados como el francés y marroquí, y fortalecer su posicionamiento en su mercado natural, la península Ibérica. Tras este fuerte esfuerzo inversor, la Compañía ha iniciado una nueva etapa en la que el principal objetivo es consolidar y rentabilizar las inversiones realizadas en los últimos años. No obstante, su elevada capacidad de generar *cash-flow* libre le permitirá, además de hacer frente a unas inversiones de unos EUR 45/50 millones anuales, mantener un atractivo *payout* del 50% y rebajar su endeudamiento hasta niveles de 1,5x veces Deuda Neta/EBITDA en 2019.

En un entorno no demasiado positivo para el negocio del Papel dada la negativa evolución de los precios del *kraftliner* y del reciclado en el 2S2016 y el incremento del precio del papel recuperado, principal materia prima para la elaboración del papel reciclado, PAC obtuvo el pasado ejercicio unos resultados más que satisfactorios. En ello ha contribuido en gran medida el impacto positivo que en los márgenes de los negocios de Papel y de Packaging está teniendo la implementación de los programas de gestión ESS y EOS, programas que están permitiendo a la Compañía alcanzar importantes hitos estratégicos tanto a nivel productivo como en su relación con sus clientes y con los mercados en los que opera en su conjunto.

Al ser las cifras presentadas por PAC sensiblemente mejores a lo por nosotros esperado, especialmente a nivel de márgenes de explotación, tanto en Papel como en Packaging, y habiendo mejorado sustancialmente el entorno de mercado en el que opera la Compañía, en línea con la mejora global del escenario económico europeo, hemos optado por revisar al alza nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2018. Estas estimaciones contemplan la nueva estrategia de la Compañía, que prima la rentabilidad al volumen. Además, en este documento hemos dado a conocer por primera vez nuestras estimaciones para el ejercicio 2019.

En línea con lo anterior, señalar que en 2019, si la Compañía decide ceñirse al objetivo de situar el ratio deuda neta sobre EBITDA en las 2x (veces), dispondrá de una capacidad adicional de financiación cercana a los EUR 70 millones que podrá destinar a mejorar sus políticas de remuneración del accionista o a nuevas inversiones que pueda identificar. En este sentido, señalar que el actual nivel de autocartera que presenta la Compañía, unido a su solidez financiera, creemos que le ofrece una importante oportunidad para mejorar la remuneración de sus accionistas, bien amortizando la misma (el problema en este caso es que reduciría el ya de por sí limitado *free-float* del valor) o bien repartiéndola entre los accionistas como un dividendo extraordinario. Además, existe la opción de colocar la autocartera en el mercado, lo que incrementaría el *free-float* real del valor, algo que debe terminar favoreciendo la liquidez del mismo en Bolsa.

Seguimos pensando que la falta de liquidez del valor es su principal “talón de Aquiles”, ya que un inversor que desee tomar o deshacer una importante posición en el valor provoca fuertes fluctuaciones en la cotización del mismo.

No obstante, seguimos siendo positivos con el devenir de los negocios de PAC a medio/largo plazo. Esperamos que a medida que mejore el escenario económico global la Compañía pueda alcanzar todo su potencial en lo que a resultados hace referencia.

**Europac (PAC), Abril 2017**

---

Consideramos PAC como una de las más atractivas inversiones que ofrece la Bolsa española dentro de la categoría de pequeñas compañías industriales, siempre que el horizonte inversor sea a largo plazo. En este sentido, esperamos que a medio/largo plazo los inversores terminen por reconocer el valor real de las acciones de PAC, que nosotros situamos ahora en **EUR 7,91**, sensiblemente por encima de nuestro anterior precio objetivo (EUR 6,65 por acción), lo que dota todavía a las acciones de la Compañía de un atractivo potencial, a pesar de la fuerte revalorización que han experimentado desde que publicamos nuestro anterior informe sobre la misma en noviembre de 2016 (+42%). Además, y a precios actuales, PAC ofrece una interesante rentabilidad por dividendo 2017E superior al 4%. Por todo ello hemos decidido mantener nuestra recomendación de **COMPRA** para el valor.

Por último, señalar que el carácter cíclico de su actividad, muy dependiente, por tanto, de la evolución económica, y la estrechez del valor, tanto por su reducido *free-float* (aproximadamente EUR 205 millones) como por su reducido volumen de contratación en Bolsa, nos hacen catalogar la inversión en PAC como de riesgo **ALTO**.



*"Link Securities SV, S.A. no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este documento, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV, S.A. y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que se hace referencia en este documento".*

*"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)"*

**Europac (PAC), Abril 2017**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS**  
*(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)*

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>								
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,13	1,13	1,05	0,92	0,89	0,94	0,80	0,74
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,79	0,79	0,73	0,64	0,61	0,63	0,54	0,52
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	(44,56)	(38,40)	(54,69)	(56,06)	(51,08)	(61,49)	(68,86)	(63,51)
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>								
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,40	0,37	0,35	0,33	0,33	0,31	0,31	0,30
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,13	0,97	0,87	0,83	0,82	0,73	0,83	0,81
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,60	0,56	0,52	0,48	0,48	0,46	0,46	0,44
. Fondos accionista/activo fijo	0,63	0,58	0,54	0,50	0,50	0,48	0,48	0,46
. Recursos permanentes/activo fijo	1,16	1,16	1,13	1,09	1,08	1,10	1,03	1,00
. Recursos ajenos/activo total	0,59	0,61	0,64	0,65	0,66	0,67	0,67	0,69
. Deuda neta/fondos accionista	46%	53%	65%	75%	72%	86%	85%	90%
. EBIT/gastos financieros brutos	8,24	7,79	6,78	5,90	3,62	2,04	2,50	1,48
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	2,1%	2,8%	2,7%	3,8%
. EBITDA/gtos.financieros netos	13,9	13,1	11,5	12,0	6,6	4,4	4,9	3,4
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	221,00	237,76	269,88	289,87	266,92	304,58	298,33	298,41
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>								
. ROA	5,5%	5,4%	5,1%	4,4%	3,0%	2,3%	2,6%	1,3%
. ROE	14,4%	15,1%	15,0%	13,5%	9,4%	7,4%	8,4%	4,5%
. ROCE	9,2%	9,1%	8,5%	7,8%	6,0%	6,2%	6,0%	5,5%
. Fondos propios/capital social	3,5	3,2	3,0	2,8	2,8	2,8	3,0	2,8
. BA/fondos accionista (A)	17,9%	18,6%	18,7%	17,4%	12,4%	6,7%	9,7%	4,4%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	10,8%	10,6%	10,0%	9,3%	7,7%	5,5%	7,3%	5,6%
. A/A1	1,7	1,8	1,9	1,9	1,6	1,2	1,3	0,8
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>								
. Margen bruto	51%	51%	51%	50%	49%	48%	49%	49%
. Margen explotación	10,6%	10,5%	10,0%	9,7%	7,8%	5,7%	6,8%	5,7%
. BA/ventas	9,4%	9,3%	8,9%	8,4%	5,7%	3,1%	4,2%	2,0%
. Bº Neto/ventas	7,1%	6,9%	6,6%	6,1%	4,0%	3,2%	3,4%	2,0%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>								
. Ventas netas/tesorería	7,7	8,0	8,5	8,3	8,8	7,1	7,2	6,6
. Ventas netas/cuentas a cobrar	9,32	8,82	9,15	9,08	10,05	13,14	13,10	11,59
. Ventas netas/existencias	9,32	8,82	9,15	9,08	10,05	13,14	13,10	11,59
. Ventas netas/activo total	78%	77%	76%	72%	74%	72%	75%	68%
<b>DATOS POR ACCIÓN (**)</b>								
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,67	0,64	0,59	0,50	0,35	0,28	0,32	0,17
. Dividendo por acción (EUR)	0,33	0,32	0,30	0,29	0,18	0,16	0,14	0,12
. Cash-flow por acción (EUR)	1,18	1,15	1,10	1,00	0,87	0,77	0,89	0,73
. Valor contable por acción (EUR)	4,79	4,44	4,10	3,79	3,81	3,87	3,86	3,68
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,37	1,48	1,61	1,73	1,37	0,99	1,00	0,55
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>								
. Precio (EUR) (*)	6,58	6,58	6,58	6,58	5,20	3,83	3,85	2,04
. PER	9,9	10,2	11,1	13,1	15,0	13,5	12,1	12,3
. Precio/cash-flow	5,6	5,7	6,0	6,6	6,0	5,0	4,3	2,8
. Rentabilidad por dividendo	5,1%	4,9%	4,5%	4,4%	3,5%	4,2%	3,5%	5,7%
. Pay-out	50%	50%	50%	58%	52%	56%	43%	70%

(\*) El precio de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 es el actual. Para el resto de años el precio es el de cierre de ejercicio.

(\*\*) Los datos por acción no se han ajustado en función de la autocartera ya que esperamos que ésta se reduzca sustancialmente en el corto plazo.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

**Europac (PAC), Abril 2017**
**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**  
*(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)*

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas	915,04	902,85	873,83	801,15	805,66	775,14	801,96	723,79
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	(2,74)	(0,37)	0,21	(0,57)	0,33
Coste de Ventas	(452,94)	(446,91)	(432,55)	(396,84)	(407,34)	(403,77)	(406,56)	(366,99)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>462,09</b>	<b>455,94</b>	<b>441,29</b>	<b>401,56</b>	<b>397,96</b>	<b>371,57</b>	<b>394,83</b>	<b>357,13</b>
Gastos Explotación	(315,47)	(311,72)	(304,31)	(293,82)	(302,17)	(291,35)	(299,22)	(277,97)
Otros ingresos explotación	0,00	0,00	0,00	18,82	15,34	11,10	8,50	10,90
<b>CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA</b>	<b>146,62</b>	<b>144,22</b>	<b>136,97</b>	<b>126,57</b>	<b>111,12</b>	<b>91,33</b>	<b>104,11</b>	<b>90,06</b>
Amortización inmovilizado	(49,62)	(49,56)	(49,49)	(48,91)	(48,67)	(46,88)	(49,21)	(48,95)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>	<b>97,00</b>	<b>94,66</b>	<b>87,48</b>	<b>77,66</b>	<b>62,46</b>	<b>44,45</b>	<b>54,90</b>	<b>41,11</b>
Rdos. financieros netos	(10,58)	(11,03)	(11,87)	(10,55)	(16,73)	(20,99)	(21,05)	(26,54)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	0,12	0,13	0,25	0,20	0,24
<b>BENEFICIO ORDINARIO</b>	<b>86,42</b>	<b>83,64</b>	<b>75,60</b>	<b>67,22</b>	<b>45,86</b>	<b>23,70</b>	<b>34,04</b>	<b>14,81</b>
Rdos. Extraordinarios y atípicos	0,00	0,00	2,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>86,42</b>	<b>83,64</b>	<b>77,90</b>	<b>67,22</b>	<b>45,86</b>	<b>23,70</b>	<b>34,04</b>	<b>14,81</b>
Impuesto de sociedades	(21,60)	(20,91)	(20,26)	(18,32)	(13,41)	1,08	(6,61)	(0,52)
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>64,81</b>	<b>62,73</b>	<b>57,65</b>	<b>48,90</b>	<b>32,45</b>	<b>24,78</b>	<b>27,43</b>	<b>14,29</b>
Minoritarios	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	0,00	0,00	(0,01)	0,00
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>64,79</b>	<b>62,70</b>	<b>57,63</b>	<b>48,88</b>	<b>32,45</b>	<b>24,78</b>	<b>27,43</b>	<b>14,29</b>
<i>EBITDA</i>	<i>146,62</i>	<i>144,22</i>	<i>136,97</i>	<i>126,57</i>	<i>111,12</i>	<i>91,33</i>	<i>104,11</i>	<i>90,06</i>
<i>EBIT</i>	<i>97,00</i>	<i>94,66</i>	<i>87,48</i>	<i>77,66</i>	<i>62,45</i>	<i>44,45</i>	<i>54,90</i>	<i>41,11</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>114,41</i>	<i>112,26</i>	<i>107,12</i>	<i>97,80</i>	<i>81,11</i>	<i>66,66</i>	<i>76,64</i>	<i>63,24</i>

**BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado**  
*(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2018)*

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>770,79</b>	<b>769,91</b>	<b>765,43</b>	<b>748,87</b>	<b>738,63</b>	<b>727,52</b>	<b>726,49</b>
<b>FONDO COMERCIO CONSOLIDACION</b>	<b>89,42</b>	<b>89,42</b>	<b>89,42</b>	<b>89,42</b>	<b>89,42</b>	<b>89,42</b>	<b>87,64</b>
<b>GASTOS DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS</b>	<b>0,00</b>						
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>	<b>307,18</b>	<b>284,34</b>	<b>264,42</b>	<b>251,38</b>	<b>250,41</b>	<b>255,16</b>	<b>248,06</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.167,39</b>	<b>1.143,67</b>	<b>1.119,28</b>	<b>1.089,67</b>	<b>1.078,46</b>	<b>1.072,11</b>	<b>1.062,19</b>

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>432,62</b>	<b>398,73</b>	<b>369,46</b>	<b>356,45</b>	<b>337,11</b>	<b>334,29</b>	<b>318,65</b>
. Capital y prima emisión	194,74	194,74	194,74	187,25	180,05	173,12	173,12
. Reservas	175,18	146,37	125,84	136,76	132,28	133,74	131,24
. Beneficio sociedad dominante	62,70	57,63	48,88	32,45	24,78	27,43	14,29
<b>SOCIOS EXTERNOS</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>
<b>DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CONSOLIDACIÓN</b>	<b>0,00</b>						
<b>INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS</b>	<b>0,00</b>						
<b>PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS</b>	<b>16,84</b>	<b>16,84</b>	<b>16,84</b>	<b>14,82</b>	<b>16,57</b>	<b>15,49</b>	<b>14,27</b>
<b>ACREEDORES LARGO PLAZO</b>	<b>445,04</b>	<b>456,45</b>	<b>445,30</b>	<b>434,80</b>	<b>459,77</b>	<b>402,25</b>	<b>395,66</b>
<b>ACREEDORES CORTO PLAZO</b>	<b>272,80</b>	<b>271,55</b>	<b>287,59</b>	<b>283,60</b>	<b>265,01</b>	<b>320,04</b>	<b>333,58</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.167,39</b>	<b>1.143,67</b>	<b>1.119,28</b>	<b>1.089,67</b>	<b>1.078,46</b>	<b>1.072,11</b>	<b>1.062,19</b>
Número acciones (millones) (*)	97,4	97,4	97,4	93,6	90,0	86,6	86,6

(\*) Número de acciones utilizado para el cálculo de los datos por acción (media para los ejercicios teniendo en cuenta ampliaciones de capital).  
 Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

**Europac (PAC), Abril 2017**
**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva tipo	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/16	369,46	56%	6,11%	--	6,11%	3,42%
Deuda neta 31/12/16 (EUR millones)	289,87	44%	7,92%	25,00%	5,94%	2,61%
<b>Total</b>	<b>659,33</b>	<b>100%</b>				<b>6,03%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

	Valor inversiones no explotación	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	220,09		
Valor residual	1.064,39		
<b>Total</b>	<b>1.284,49</b>	<b>38,43</b>	<b>(362,04)</b>
<b>Valoración por acción - EUR</b>			<b>9,87</b>
<b>Valoración con descuento del 30%</b>			<b>6,91</b>

Tir bono 10 años:	1,69%
g (crecimiento perpétuo):	1,50%
Prima mercado:	6,69%
Beta:	0,66
Prima de riesgo	4,4%
PER Residual:	22,1

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS  
(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)**

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Beneficio explotación (EBIT)	41,11	54,90	44,45	62,45	77,66	87,48	94,66	97,00
Impuestos imputables al EBIT	(1,45)	(10,66)	2,02	(18,26)	(21,17)	(23,34)	(23,67)	(24,25)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>39,66</b>	<b>44,24</b>	<b>46,47</b>	<b>44,19</b>	<b>56,49</b>	<b>64,14</b>	<b>71,00</b>	<b>72,75</b>
Amortización	48,95	49,21	46,88	48,67	48,91	49,49	49,56	49,62
Amortización fondo de comercio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros cargos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>88,61</b>	<b>93,45</b>	<b>93,35</b>	<b>92,86</b>	<b>105,41</b>	<b>113,63</b>	<b>120,56</b>	<b>122,37</b>



**Mesa de Contratación**  
Javier de Pedro  
Enrique Zamácola  
Enrique Ramos  
**Tel Directo: 915 733 027**  
**Fax: 915 044 046**

Europac (PAC), Abril 2017

---

