

Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017

# EBRO FOODS (EBRO)

## Actualización

Sector: Bienes de Consumo (Alimentación y Bebidas)

**ACUMULAR**  
**RIESGO: MEDIO**

### Accionistas

 Familia Hernández: 16,0%  
 Alicesa (SEPI): 10,4%  
 SA Damm: 10,0%  
 C.F. Alba: 10,0%  
 Herederos de Juan Luis Gómez-Trenor: 7,8%

 Precio acción (26/05/17): EUR 20,85  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 24,85**  
 # de acciones (mill): 153,87  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 3.208,09  
 Máx/Mín 2017: EUR (21,15/18,71)  
 Máx/Mín (12 meses): EUR (21,38/18,59)  
 % Máx/Mín (12 meses): -2/13

### Analista: Paula Sampedro

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

 PER 12: 14,6  
 PER 13: 19,7  
 PER 14: 14,4  
 PER 15: 19,3  
 PER 16: 18,9  
 PER 17 E: 16,5  
 PER 18 E: 16,4  
 PER 19 E: 16,0

### Mesa de contratación

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

### Principales Ratios

|       | EV/Ebitda | Ebitda<br>(*) | B° Neto<br>(*) | Cash-flow<br>(*) | BPA  | CF acción | Dividendo<br>acción | Pay-out<br>(%) |
|-------|-----------|---------------|----------------|------------------|------|-----------|---------------------|----------------|
| 2012  | 8,5       | 299,23        | 158,59         | 213,54           | 1,03 | 1,39      | 0,67                | 65             |
| 2013  | 10,5      | 282,39        | 132,76         | 190,20           | 0,86 | 1,24      | 0,50                | 58             |
| 2014  | 8,8       | 287,25        | 146,01         | 220,45           | 0,95 | 1,43      | 0,51                | 54             |
| 2015  | 10,2      | 314,72        | 144,85         | 223,31           | 0,94 | 1,45      | 0,54                | 57             |
| 2016  | 10,6      | 344,14        | 169,72         | 252,84           | 1,10 | 1,64      | 0,57                | 52             |
| 2017E | 9,8       | 364,72        | 194,08         | 278,06           | 1,26 | 1,81      | 0,71                | 56             |
| 2018E | 9,5       | 370,98        | 195,71         | 282,19           | 1,27 | 1,83      | 0,70                | 55             |
| 2019E | 9,1       | 380,38        | 200,65         | 289,92           | 1,30 | 1,88      | 0,72                | 55             |

(\*) EUR millones

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017

## Factores Claves de la Inversión

- **Ebro Foods (EBRO, la Compañía o el Grupo) es la principal multinacional de alimentación española**, operando en los sectores del arroz y la pasta principalmente, en los que tiene posiciones de liderazgo internacional.
- **Este posicionamiento es fruto de un proceso de crecimiento y diversificación que, además, le ha permitido enfocarse en los segmentos de mayor valor añadido** en los sectores en los que opera, reduciendo significativamente el peso del negocio industrial.
- **Este posicionamiento marquista**, en los segmentos de mayor valor añadido, **le facilita la protección de sus cuotas de mercado**, especialmente frente a la marca blanca.
- **El Grupo continúa adquiriendo pequeñas empresas que encajan en su estrategia, y abriendo nuevos mercados** en los segmentos de mayor valor añadido. En esta línea se sitúa su más reciente adquisición, Vegetalia, especializada en productos ecológicos.
- **EBRO cuenta con una sólida estructura financiera**, con un nivel de endeudamiento neto equivalente a 1,3 veces EBITDA al cierre de 2016, **por lo que tiene capacidad para seguir llevando a cabo operaciones corporativas de cierta magnitud** si identifica oportunidades interesantes.
- **Esperamos que en los próximos ejercicios los resultados del Grupo registren un crecimiento moderado**. Así, proyectamos un incremento del 3,4% tacc del EBITDA y del 5,7% del beneficio atribuible hasta 2019, sin tener en cuenta posibles nuevas operaciones corporativas.
- **Hemos establecido un precio objetivo de EUR 24,85 para las acciones del Grupo**, con lo que, a los actuales niveles de cotización, las acciones de EBRO presentan un potencial de revalorización del 19%. Además, el valor ofrece una rentabilidad por dividendo estimada superior al 3,0% anual en los próximos años. Por otro lado, consideramos que el perfil del Grupo, con una posición muy sólida y diversificada en el sector de la alimentación (sector de naturaleza defensiva) hace de las acciones de EBRO un valor atractivo para tener en cartera, por lo que aprovecharíamos recortes en el mismo para tomar posiciones. Reiteramos nuestra recomendación de **ACUMULAR**.

**RECOMENDACIÓN: ACUMULAR**  
**RIESGO: MEDIO**

Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017

## LA ESTABILIDAD DE LAS MATERIAS PRIMAS Y EL BUEN DESARROLLO DE LAS MARCAS DEL GRUPO SE REFLEJÓ EN UNA NUEVA EXPANSIÓN DE LOS MÁRGENES DE EXPLOTACIÓN DE EBRO EN EL 1T2017

EBRO obtuvo un beneficio neto de EUR 51,6 millones en el primer trimestre del año (1T2017), un 19,1% superior al alcanzado en el mismo periodo del ejercicio precedente, gracias principalmente a la evolución de los márgenes de explotación, sobre todo de la división de arroz de la Compañía.

La cifra de negocio aumentó un 3,4%, hasta EUR 634,2 millones, con crecimientos más o menos similares en ambas divisiones, mientras que la mencionada mejora de los márgenes de explotación resultó en un incremento interanual del cash flow de explotación (EBITDA) del Grupo del 13,5%, hasta EUR 94,1 millones, y del beneficio de explotación (EBIT) del 14,1%, hasta EUR 74,5 millones. El margen EBITDA/ventas mejoró desde el 13,5% en el 1T2016 hasta el 14,8% en el 1T2017, mientras que el EBIT/ventas mejoró desde el 10,6% hasta el 11,7%, respectivamente. Por área de negocio destacamos:

**Cuadro n. 1**

### PRINCIPALES MAGNITUDES DE LOS RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN DEL 1T2017

| ARROZ             | 1T2017 | 17/16 (%) |
|-------------------|--------|-----------|
| Ventas            | 339,7  | 3,6       |
| EBITDA            | 59,4   | 18,3      |
| EBITDA/ventas (%) | 17,5   | 2,2 p.p.  |

  

| PASTA             | 1T2017 | 17/16 (%) |
|-------------------|--------|-----------|
| Ventas            | 307,2  | 2,5       |
| EBITDA            | 36,9   | 4,9       |
| EBITDA/ventas (%) | 12,0   | 0,3 p.p.  |

Fuente: Estados financieros de Ebro Foods.

- **Arroz:** Los márgenes de la división se han beneficiado de un mercado de materias primas muy estable, con precios bajos, salvo alguna excepción, mientras los productos de valor añadido de la Compañía siguen desarrollándose. Cabe señalar que la mejora del margen en el 1T2017 se produce sobre la ya registrada en el ejercicio 2016 (1,5 p.p.) cuando la división consiguió recuperar los niveles de la rentabilidad que tenía previos al impacto de la compra de SOS (año 2011) y de la sequía que sufrió Texas (EEUU) entre los años 2010 y 2015 – y a pesar de que este último impacto todavía no se había recuperado totalmente.

- **Pasta:** Esta división también se ha beneficiado de un entorno estable del precio de la materia prima. La mejora del margen es marginal, lo que resulta en un crecimiento del 4,9% en el EBITDA, si bien hay que tener en cuenta que el Grupo incrementó la inversión en publicidad en casi un 30% en tasa interanual (hasta EUR 22,1 millones), con el fin de reforzar especialmente el valor de las marcas del Grupo en EEUU y Canadá, tras ejercicios en los que la categoría se ha visto afectada por diversas modas en los hábitos alimenticios.

Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017

## HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS REFLEJANDO LA MEJORÍA DE LOS MÁRGENES LOGRADA POR EL GRUPO EN EL ÚLTIMO AÑO

Tras analizar los resultados obtenidos por EBRO en los últimos trimestres hemos procedido a revisar nuestras estimaciones de resultados para los próximos ejercicios –las anteriores estimaciones son las publicadas en marzo de 2016. Además, presentamos por primera vez nuestras estimaciones para el ejercicio 2019. Señalar que las principales modificaciones que hemos incluido respecto a nuestras estimaciones precedentes son los mayores márgenes de explotación en la división de arroz que ahora contemplamos.

Así, esperamos que el beneficio neto aumente en 2017 un 14,4%, hasta EUR 194,1 millones, manteniéndose alrededor de ese nivel en 2018 (EUR 195,7 millones) y 2019 (EUR 200,7 millones), respectivamente. En nuestras previsiones precedentes contemplábamos un beneficio neto atribuible de EUR 156,0 millones en 2017 y EUR 163,0 millones en 2018.

Esperamos un crecimiento de la cifra de negocio del 2,2%, hasta EUR 2.625,6 millones en 2019, con una mejoría del margen EBITDA/ventas desde el 14,0% hasta el 14,5%, situándose el EBITDA en EUR 380,4 millones en 2019, lo que supone una tasa de crecimiento del 3,4% tacc. En la misma línea, proyectamos un crecimiento del 3,7% tacc a nivel de EBIT, hasta EUR 298,5 millones en 2019. Además, en 2017 hemos incluido EUR 6,6 millones de beneficios no recurrentes por la venta de la antigua planta de Houston, elevando en dicho ejercicio el resultado operativo hasta EUR 294,5 millones –en 2018 y 2019 no hemos incluido resultados de este tipo en nuestro modelo por no poder preverlos. Respecto a nuestras estimaciones anteriores, señalar que contemplamos ahora una menor cifra de negocio, pero unos mayores márgenes, tal y como reflejamos en el cuadro a continuación.

### Cuadro n. 2

#### REVISIÓN ESTIMACIONES DE VENTAS Y EBITDA (2016–2019E)

| Estimaciones         | EUR millones      | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | TACC 19/16 (%) |
|----------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| actuales             | Ventas            | 2.459,2 | 2.529,9 | 2.580,5 | 2.625,6 | 2,2            |
|                      | EBITDA            | 344,1   | 364,7   | 371,0   | 380,4   | 3,4            |
|                      | EBITDA/ventas (%) | 14,0    | 14,4    | 14,4    | 14,5    |                |
| Estimaciones previas | Ventas            | 2.559,8 | 2.605,6 | 2.644,7 |         |                |
|                      | EBITDA            | 328,2   | 334,8   | 344,2   |         |                |
|                      | EBITDA/ventas (%) | 12,8    | 12,9    | 13,0    |         |                |

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016. Estimaciones propias.

**Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017**

Nuestras estimaciones por línea de negocio son las siguientes:

**Cuadro n. 3**
**ESTIMACIONES PARA LA DIVISIÓN DE ARROZ (2016–2019E)**

| Estimaciones actuales | EUR millones | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | TACC 19/16 (%) |
|-----------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| Ventas                |              | 1.283,9 | 1.322,4 | 1.348,8 | 1.369,0 | 2,2            |
| EBITDA                |              | 196,3   | 211,6   | 211,8   | 216,3   | 3,3            |
| EBITDA/ventas (%)     |              | 15,3    | 16,0    | 15,7    | 15,8    |                |
| Estimaciones previas  | EUR millones | 2016E   | 2017E   | 2018E   |         |                |
| Ventas                |              | 1.297   | 1.316   | 1.336   |         |                |
| EBITDA                |              | 180     | 183     | 187     |         |                |
| EBITDA/ventas (%)     |              | 13,9    | 13,9    | 14,0    |         |                |

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016. Estimaciones propias.

- **Arroz:** Esperamos un moderado crecimiento orgánico de la cifra de negocio del 2,2% tacc hasta 2019. Igualmente, hemos recogido en nuestras estimaciones la mejora registrada por el margen EBITDA/ventas desde finales de 2015, si bien no esperamos que los elevados márgenes alcanzados en el 1T2017 se mantengan, previendo cierto descenso de los mismos en los próximos trimestres. Las inversiones que está realizando el Grupo para mejorar la competitividad de sus instalaciones no esperamos que se reflejen a corto plazo en la cuenta de resultados de una forma significativa.

**Cuadro n. 4**
**ESTIMACIONES PARA LA DIVISIÓN DE PASTA (2016–2019E)**

| Estimaciones actuales | EUR millones | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | TACC 19/16 (%) |
|-----------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| Ventas                |              | 1.236,2 | 1.272,5 | 1.297,9 | 1.323,9 | 2,3            |
| EBITDA                |              | 157,1   | 162,9   | 168,7   | 173,4   | 3,4            |
| EBITDA/ventas (%)     |              | 12,7    | 12,8    | 13,0    | 13,1    |                |
| Estimaciones previas  | EUR millones | 2016E   | 2017E   | 2018E   |         |                |
| Ventas                |              | 1.315   | 1.342   | 1.362   |         |                |
| EBITDA                |              | 158,4   | 162,6   | 167,6   |         |                |
| EBITDA/ventas (%)     |              | 12,0    | 12,1    | 12,3    |         |                |

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016. Estimaciones propias.

- **Pasta:** Igualmente, esperamos que la cifra de negocio de la división de pasta registre un moderado crecimiento de alrededor del 2,3% tacc, prácticamente en su totalidad orgánico, a excepción de la incorporación de Vegetalia –dedicada a la elaboración y distribución de productos ecológicos– en enero de 2017, pero cuyo impacto es limitado (en 2016 facturó EUR 11,5 millones). Sí esperamos cierta mejoría de los márgenes de explotación, apoyada en el afloramiento de sinergias generadas tras las adquisiciones de Celnat (enero 2016) y Roland Monterra (septiembre 2015), así como en la expansión de los productos de mayor valor añadido de la división.

**Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017**

Contemplamos un descenso de los costes financieros netos, desde EUR 8,0 millones en 2016 hasta EUR 4,6 millones en 2019 a medida que se reduce el endeudamiento financiero neto de la Compañía. En concreto, contemplamos un descenso de la deuda neta desde EUR 446,1 millones (1,3 x EBITDA) en 2016 hasta EUR 268,2 millones (0,7 x EBITDA) en 2019. En nuestras previsiones anteriores contemplábamos unos costes financieros netos de EUR 13,6 millones en 2017 y EUR 11,8 millones en 2018, como consecuencia del mayor endeudamiento así como del mayor coste de la deuda estimado.

Por otro lado, hemos recortado nuestras previsiones de tasa impositiva desde el 35,0% que contemplábamos en todo el periodo proyectado en nuestras proyecciones de marzo de 2016 hasta un 31,0% en 2017 y un 30,0% en 2018 y 2019, en línea con las reformas impositivas aprobadas en España y Francia.

Con todo ello, esperamos que el beneficio neto atribuible de EBRO crezca a una tasa del 5,7% tacc hasta 2019.

**IGUALMENTE, REVISAMOS AL ALZA NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA EL VALOR DESDE EUR 21,95 HASTA 24,85 POR ACCIÓN, POR LO QUE ACTUALMENTE LAS ACCIONES DE EBRO PRESENTAN UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 19%**

Hemos valorado EBRO utilizando dos metodologías: un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos y una valoración por multiplicadores bursátiles.

Utilizando el modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 3.664,98 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 23,82. Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017–2019. El coste medio ponderado del capital del Grupo (*WACC*), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 5,71% –su cálculo se recoge en el anexo 3. En nuestra valoración de marzo de 2016 habíamos calculado un valor para la Compañía de EUR 3.077,33 millones o EUR 20,00 por acción, aplicando un *WACC* del 5,73%.

Asimismo, hemos valorado el Grupo en función de los multiplicadores bursátiles a los que cotizan las principales compañías de alimentación internacionales cuyos negocios consideramos más comparables a los de EBRO, según las estimaciones de resultados para el 2017 del consenso de analistas *FactSet*. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de EBRO de EUR 25,89, lo que supone un valor para el 100% del Grupo de EUR 3.983,58 millones (EUR 23,90 por acción y EUR 3.677,00 millones para el 100% de la Compañía en marzo de 2016).

**Cuadro n. 5**
**VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS BURSÁTILES – 26/05/2017**

|  | PER 2017E | EV/EBITDA 2017E | PCF 2017E    |
|--|-----------|-----------------|--------------|
| Multiplicadores medianos (veces) grupo de referencia (*) | 19,9 x    | 15,6 x          | 12,7 x       |
| Valoración EBRO (EUR /acción)                            | 25,10     | 26,30           | 26,27        |
| <b>Valoración media EBRO (EUR/acción)</b>                |           |                 | <b>25,89</b> |

Fuente: *FactSet*. Elaboración propia.

Grupo de referencia: Danone, Nestlé, General Mills, Kellogg Company, Associated British Foods, Campbell Soup Company, Conagra Brands, Hershey Company, Maple Leaf Foods, Tate&Lyle, Orkla ASA, LDC SA, Kerry Group, Tyson Foods, Hormel Foods Corp., Hain Celestial Group, Snyder's-Lance, Saputo, Mondelez International, J. M. Smucker, Sanderson Farms, Suedzucker, Greencore Group, Emmi, TreeHouse Foods, B&G Foods, Kraft Heinz Co, Pinnacle Foods, Nomad Foods, AdvancePierre Foods Holdings, Lamb Weston Holdings.

**Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017**

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para EBRO de EUR 3.824,28 millones o EUR 24,85 por acción, lo que a los precios actuales supone un potencial de revalorización del 19%. En marzo de 2016 habíamos establecido un precio objetivo de EUR 21,95 por acción (EUR 3.377,17 millones para el 100% de la Compañía).

**REITERAMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DE ACUMULAR EL VALOR EN CARTERA**

EBRO lleva años impulsando un proceso de crecimiento y diversificación en el que se ha deshecho casi en su totalidad de los negocios industriales para apostar por el negocio marquista y por los productos de mayor valor añadido en los dos principales segmentos de alimentación en los que opera: arroz y pasta. Igualmente, y siguiendo su estrategia hacia productos que aportan un mayor valor añadido ha realizado una importante apuesta por las *meal solutions* (soluciones de alimentación), uniendo en sus productos los conceptos de calidad, salud y *convenience* (conveniencia). Este posicionamiento, con marcas líderes en sus categorías, le ha permitido defenderse en entornos del sector muy competitivos, manteniendo unos márgenes saludables. En esta línea, destacar la última incorporación al Grupo, Vegetalia, dedicada a la fabricación y distribución de productos ecológicos. La operación se realizó en enero de 2017 por un importe de EUR 15 millones.

Además, EBRO cuenta con una sólida estructura financiera, habiendo cerrado el ejercicio 2016 con un endeudamiento neto equivalente a 1,3 veces EBITDA, lo que le otorga una importante flexibilidad financiera a la hora de plantearse nuevas incorporaciones al Grupo complementarias a su posicionamiento o que le permitan entrar en nuevos segmentos de mercado.

Sin tener en cuenta nuevas operaciones corporativas, a excepción de la ya mencionada, prevemos un moderado crecimiento de los resultados del Grupo en los próximos años, apoyado en un leve crecimiento de las ventas y cierta mejoría de los márgenes de explotación. Así, contemplamos un crecimiento del beneficio neto de explotación (EBIT) del 3,7% tacc hasta 2019.

Hemos establecido un precio objetivo de **EUR 24,85** para las acciones de EBRO, con lo que, a los actuales niveles de cotización, éstas presentan un potencial de revalorización del 19%. Además, el valor ofrece una rentabilidad por dividendo estimada de más del 3,0% anual en los próximos años. Por otro lado, consideramos que el perfil del Grupo, con una posición muy sólida y diversificada en el sector de la alimentación (sector de naturaleza defensiva) hace de las acciones de EBRO un valor atractivo para tener en cartera, por lo que aprovecharíamos recortes en el mismo para tomar posiciones. Reiteramos nuestra Recomendación de **ACUMULAR**.



*"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)"*

**Ebro Foods (EBRO), Mayo 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)                     | 1,99   | 1,93   | 1,87   | 1,86   | 1,74   | 1,44   | 1,58   | 1,60   |
| . Activo disponible (ef+real)/pcirc                  | 1,13   | 1,10   | 1,07   | 1,11   | 1,03   | 0,83   | 0,83   | 0,97   |
| . Fondo de maniobra (Euro. mill.)                    | 483,84 | 475,02 | 465,89 | 470,37 | 414,23 | 420,58 | 384,98 | 381,29 |
| <b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| . F.Propios+Int.Min./pasivo total                    | 0,65   | 0,63   | 0,62   | 0,58   | 0,59   | 0,59   | 0,62   | 0,62   |
| . F.Propios+Int.Min./pasivo l/p                      | 3,44   | 3,15   | 2,92   | 2,41   | 2,54   | 3,28   | 3,38   | 3,51   |
| . F.Propios+Int.Min./activo fijo                     | 0,96   | 0,93   | 0,91   | 0,87   | 0,86   | 0,88   | 0,89   | 0,92   |
| . Fondos accionista/activo fijo                      | 0,94   | 0,91   | 0,89   | 0,86   | 0,85   | 0,87   | 0,88   | 0,92   |
| . Recursos permanentes/activo fijo                   | 1,23   | 1,22   | 1,22   | 1,24   | 1,20   | 1,15   | 1,16   | 1,18   |
| . Recursos ajenos/activo total                       | 0,35   | 0,37   | 0,38   | 0,42   | 0,41   | 0,41   | 0,38   | 0,38   |
| . Deuda neta/fondos accionista                       | 11%    | 14%    | 17%    | 21%    | 22%    | 22%    | 20%    | 14%    |
| . EBIT/gastos financieros brutos                     | 64,72  | 57,57  | 47,72  | 33,18  | 20,41  | -29,47 | 43,01  | 7,53   |
| . Gastos financieros netos/ventas n.                 | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,5%   | -0,4%  | 0,3%   | 1,6%   |
| . CF explot./gtos.financieros netos                  | 82,5   | 73,2   | 60,5   | 42,7   | 26,1   | -37,2  | 53,7   | 9,2    |
| . Endeudamiento neto (EUR millones)                  | 268,2  | 321,0  | 365,4  | 446,1  | 428,2  | 406,4  | 336,9  | 244,7  |
| <b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |
| . ROA (**)   | 5,6%   | 5,6%   | 5,4%   | 5,1%   | 4,7%   | 5,3%   | 5,5%   | 5,0%   |
| . ROE (**)   | 8,7%   | 8,8%   | 8,8%   | 8,5%   | 7,7%   | 8,7%   | 8,8%   | 8,4%   |
| . ROCE   | 7,4%   | 7,4%   | 7,1%   | 6,8%   | 6,4%   | 7,1%   | 7,1%   | 7,5%   |
| . BAII/fondos accionista (A)                         | 12,8%  | 13,0%  | 13,6%  | 12,8%  | 12,0%  | 12,1%  | 12,4%  | 15,2%  |
| . BAII/recursos permanentes (A1)                     | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,3%   | 9,4%   | 9,7%   | 10,3%  | 11,3%  |
| . A/A1   | 1,3    | 1,3    | 1,4    | 1,4    | 1,3    | 1,2    | 1,2    | 1,4    |
| <b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>                        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| . Margen bruto                                       | 46,5%  | 46,5%  | 46,5%  | 46,9%  | 43,8%  | 43,9%  | 44,7%  | 44,9%  |
| . EBITDA/ventas                                      | 14,5%  | 14,4%  | 14,4%  | 14,0%  | 12,8%  | 13,5%  | 14,4%  | 15,1%  |
| . Margen explotación                                 | 11,4%  | 11,3%  | 11,4%  | 10,9%  | 10,0%  | 10,7%  | 11,6%  | 12,3%  |
| . BAII/ventas  | 11,3%  | 11,2%  | 11,5%  | 10,5%  | 9,3%   | 10,2%  | 10,8%  | 12,6%  |
| . Bº Neto/ventas                                     | 7,9%   | 7,9%   | 7,9%   | 7,1%   | 6,1%   | 7,1%   | 7,2%   | 8,1%   |
| <b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>                        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| . Ventas/tesorería                                   | 12,61  | 12,62  | 10,25  | 9,78   | 12,19  | 14,80  | 14,60  | 14,59  |
| . Ventas/cuentas a cobrar                            | 6,72   | 6,73   | 6,70   | 6,56   | 6,82   | 6,49   | 6,20   | 5,95   |
| . Ventas/existencias                                 | 5,31   | 5,32   | 5,22   | 5,30   | 5,68   | 5,22   | 5,34   | 5,58   |
| . Ventas/activo total                                | 0,71   | 0,71   | 0,70   | 0,70   | 0,75   | 0,71   | 0,71   | 0,73   |
| <b>DATOS POR ACCIÓN</b>                              |        |        |        |        |        |        |        |        |
| . Beneficio neto por acción (Euro)                   | 1,30   | 1,27   | 1,26   | 1,10   | 0,94   | 0,95   | 0,86   | 1,03   |
| . Dividendo por acción (Euro)                        | 0,72   | 0,70   | 0,71   | 0,57   | 0,54   | 0,51   | 0,50   | 0,67   |
| . Cash-flow por acción (Euro)                        | 1,88   | 1,83   | 1,81   | 1,64   | 1,45   | 1,43   | 1,24   | 1,39   |
| . Valor contable por acción (Euro)                   | 15,38  | 14,77  | 14,21  | 13,51  | 12,78  | 12,02  | 11,09  | 11,00  |
| . Precio/valor contable (*)                          | 1,4    | 1,4    | 1,5    | 1,5    | 1,4    | 1,1    | 1,5    | 1,4    |
| <b>RATIOS BURSÁTILES</b>                             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| . Precio (Euro) (*)                                  | 20,85  | 20,85  | 20,85  | 20,85  | 18,16  | 13,71  | 17,03  | 15,00  |
| . PER (veces)  | 16,0   | 16,4   | 16,5   | 18,9   | 19,3   | 14,4   | 19,7   | 14,6   |
| . Precio/Cash-flow                                   | 11,1   | 11,4   | 11,5   | 12,7   | 12,5   | 9,6    | 13,8   | 10,8   |
| . Rentabilidad por dividendo                         | 3,4%   | 3,4%   | 3,4%   | 2,7%   | 3,0%   | 3,7%   | 2,9%   | 4,4%   |
| . Pay-out  | 55,0%  | 55,0%  | 56,0%  | 51,7%  | 57,4%  | 53,7%  | 57,9%  | 64,7%  |

(\*) La cotización utilizada para los ejercicios 2016-2019 es la actual.

(\*\*) Ajustados descontando resultados no recurrentes

Fuente: Memorias anuales de EBRO. Estimaciones propias.

**Ebro Foods (EBRO), Mayo 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          |
|--------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| Cifra de negocio                     | 2.625,58        | 2.580,55        | 2.529,95        | 2.459,25        | 2.461,92        | 2.120,72      | 1.956,65      | 1.981,13      |
| Variación de existencias             | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 16,23           | 12,42           | 0,95          | 6,04          | (5,90)        |
| Coste de ventas                      | (1.404,69)      | (1.380,59)      | (1.353,52)      | (1.314,48)      | (1.391,65)      | (1.189,29)    | (1.084,45)    | (1.088,69)    |
| <b>MARGEN BRUTO</b>                  | <b>1.220,90</b> | <b>1.199,96</b> | <b>1.176,43</b> | <b>1.161,00</b> | <b>1.082,69</b> | <b>932,39</b> | <b>878,24</b> | <b>886,54</b> |
| Gastos Explotación                   | (948,65)        | (934,05)        | (913,83)        | (932,06)        | (859,34)        | (743,64)      | (682,36)      | (678,49)      |
| Otros ingresos explotación           | 26,26           | 25,81           | 31,90           | 35,67           | 19,03           | 28,63         | 17,03         | 73,34         |
| <b>RESULTADO DE LAS OPERACIONES</b>  | <b>298,51</b>   | <b>291,71</b>   | <b>294,49</b>   | <b>264,61</b>   | <b>242,38</b>   | <b>217,38</b> | <b>212,91</b> | <b>281,39</b> |
| Resultado financiero                 | (4,61)          | (5,07)          | (6,03)          | (8,06)          | (12,07)         | 7,71          | (5,26)        | (32,46)       |
| Otros ajustes y resultados           | 3,05            | 2,98            | 2,92            | 2,86            | (0,58)          | (9,34)        | 3,00          | 1,51          |
| <b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>  | <b>296,94</b>   | <b>289,63</b>   | <b>291,38</b>   | <b>259,41</b>   | <b>229,72</b>   | <b>215,75</b> | <b>210,65</b> | <b>250,44</b> |
| Impuesto de sociedades               | (89,08)         | (86,89)         | (90,33)         | (83,59)         | (79,03)         | (64,41)       | (69,16)       | (89,46)       |
| Resultado operaciones discontinuadas | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | (2,22)        | (7,51)        | (2,52)        |
| <b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>         | <b>207,86</b>   | <b>202,74</b>   | <b>201,05</b>   | <b>175,82</b>   | <b>150,69</b>   | <b>149,12</b> | <b>133,98</b> | <b>158,45</b> |
| Socios externos                      | (7,21)          | (7,03)          | (6,97)          | (6,10)          | (5,84)          | (3,11)        | (1,22)        | 0,14          |
| <b>RESULTADO ATRIBUIDO</b>           | <b>200,65</b>   | <b>195,71</b>   | <b>194,08</b>   | <b>169,72</b>   | <b>144,85</b>   | <b>146,01</b> | <b>132,76</b> | <b>158,59</b> |
| <i>EBITDA</i>                        | <i>380,38</i>   | <i>370,98</i>   | <i>364,72</i>   | <i>344,14</i>   | <i>314,72</i>   | <i>287,25</i> | <i>282,39</i> | <i>299,23</i> |
| <i>EBIT</i>                          | <i>298,51</i>   | <i>291,71</i>   | <i>287,89</i>   | <i>267,31</i>   | <i>246,31</i>   | <i>227,24</i> | <i>226,36</i> | <i>244,32</i> |
| <i>Cash-flow ejercicio</i>           | <i>289,92</i>   | <i>282,19</i>   | <i>278,06</i>   | <i>252,84</i>   | <i>223,31</i>   | <i>220,45</i> | <i>190,20</i> | <i>213,54</i> |

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

| EUR millones                 | 2018E           | 2017E           | 2016            | 2015            | 2014            | 2013            | 2012            |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b> | <b>2.489,34</b> | <b>2.448,61</b> | <b>2.410,43</b> | <b>2.311,88</b> | <b>2.133,78</b> | <b>1.931,57</b> | <b>1.841,66</b> |
| <b>ACTIVOS CORRIENTES</b>    | <b>1.163,27</b> | <b>1.142,02</b> | <b>1.235,05</b> | <b>1.091,80</b> | <b>1.028,29</b> | <b>841,11</b>   | <b>890,15</b>   |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>          | <b>3.652,61</b> | <b>3.590,63</b> | <b>3.645,48</b> | <b>3.403,68</b> | <b>3.162,07</b> | <b>2.772,68</b> | <b>2.731,81</b> |

| EUR millones                 | 2018E           | 2017E           | 2016            | 2015            | 2014            | 2013            | 2012            |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>FONDOS PROPIOS</b>        | <b>2.272,73</b> | <b>2.185,71</b> | <b>2.079,33</b> | <b>1.966,26</b> | <b>1.849,49</b> | <b>1.705,76</b> | <b>1.692,21</b> |
| <b>SOCIOS EXTERNOS</b>       | <b>41,07</b>    | <b>34,04</b>    | <b>27,08</b>    | <b>26,66</b>    | <b>24,32</b>    | <b>22,51</b>    | <b>1,03</b>     |
| <b>PASIVOS NO CORRIENTES</b> | <b>734,57</b>   | <b>761,48</b>   | <b>874,40</b>   | <b>784,55</b>   | <b>572,04</b>   | <b>512,03</b>   | <b>482,29</b>   |
| <b>PASIVOS CORRIENTES</b>    | <b>604,24</b>   | <b>609,40</b>   | <b>664,68</b>   | <b>626,21</b>   | <b>716,22</b>   | <b>532,39</b>   | <b>556,28</b>   |
| <b>TOTAL PASIVO</b>          | <b>3.652,61</b> | <b>3.590,63</b> | <b>3.645,48</b> | <b>3.403,68</b> | <b>3.162,07</b> | <b>2.772,68</b> | <b>2.731,81</b> |
| Número acciones (millones)   | 153,87          | 153,87          | 153,87          | 153,87          | 153,87          | 153,87          | 153,87          |

Fuente: Memorias anuales EBRO. Estimaciones propias

**Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017**
**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

| <b>WACC</b><br>(Weighted average cost of capital) | recursos<br>empleados | proporción<br>recursos<br>empleados | coste (*)<br>oportunidad | tasa<br>impositiva<br>2012E | coste<br>después<br>tasa imp. | contribución<br>tasa actualización |
|---|-----------------------|-------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| Fondos Propios 31/12/16                           | 2.079,33              | 82%                                 | 6,41%                    | --                          | 6,41%                         | 5,28%                              |
| Deuda neta 31/12/16<br>(Euro mill.)               | 446,11                | 18%                                 | 3,46%                    | 30,00%                      | 2,42%                         | 0,43%                              |
| <b>Total</b>                                      | <b>2.525,44</b>       | <b>100%</b>                         |                          |                             |                               | <b>5,71%</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<br>no explotación | Deuda bruta  | Valor<br>compañía        |
|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------|--------------------------|
| <b>DCF ajustado (Euro mill.)</b>    | 426,97                              |              |                          |
| <b>Valor residual</b>               | 3.604,12                            |              |                          |
| <b>Total</b>                        | <b>4.031,09</b>                     | <b>80,00</b> | <b>(446,11) 3.664,98</b> |
| <b>Valoración por acción - Euro</b> |                                     |              | <b>23,82</b>             |

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Tir bono 10 años:         | 1,52% |
| g (crecimiento perpetuo): | 1,00% |
| Prima mercado:            | 7,41% |
| Beta:                     | 0,66  |
| Prima de riesgo           | 4,89% |
| PER Residual:             | 21,2  |

**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)          | 244,32        | 226,36        | 227,24        | 246,31        | 267,31        | 287,89        | 291,71        | 298,51        |
| Impuestos imputables al EBIT          | (101,06)      | (70,88)       | (62,10)       | (83,19)       | (86,19)       | (92,20)       | (88,41)       | (90,47)       |
| <b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>         | <b>143,26</b> | <b>155,47</b> | <b>165,14</b> | <b>163,13</b> | <b>181,12</b> | <b>195,69</b> | <b>203,30</b> | <b>208,04</b> |
| Amortización                          | 54,91         | 56,04         | 60,01         | 68,41         | 76,83         | 76,82         | 79,27         | 81,87         |
| <b>Cash-flow explotación ajustado</b> | <b>198,17</b> | <b>211,51</b> | <b>225,15</b> | <b>231,54</b> | <b>257,95</b> | <b>272,52</b> | <b>282,57</b> | <b>289,92</b> |



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

Ebro Foods (EBRO), Mayo 2017

---

