

Europac (PAC), Diciembre 2017

EUROPAC (PAC)

Actualización

Sector: Papel y Artes Gráficas (Bienes de Consumo)

 ↓ **REDUCIR**
 RIESGO: ALTO

Accionistas

 Familia Isidro (+): 39,3%
 Angel Fernández González: 6,4%
 Norges Bank: 5,0%
 Onchena S.L.: 5,0%
 Autocartera: 5,3%

(+) 10 participaciones individuales

Analista: Juan J. Fdez-Figares

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

Mesa de contratación

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

 Precio acción (12/12/17): EUR 11,26
Precio objetivo (12 meses): EUR 10,67
 # de acciones (mill): 99,24
 Capitalización bursátil (mill): EUR 1.116,92
 Máx/Mín 2017: EUR 11,45 / 5,05
 Máx/Mín (12 meses): EUR 11,45 / 4,62
 % Máx/Mín (12 meses): -2 / 144

 PER 12: 12,3
 PER 13: 12,1
 PER 14: 13,5
 PER 15: 15,0
 PER 16: 22,4
 PER 17E: 14,6
 PER 18E: 13,7
 PER 19E: 13,6

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	10,9	126,57	48,88	97,80	0,50	1,00	0,29	58
2017E	8,9	154,65	76,26	126,29	0,77	1,27	0,38	50
2018E	8,0	170,88	81,39	132,35	0,82	1,33	0,41	50
2019E	7,7	171,35	82,13	133,77	0,83	1,35	0,41	50

(*) EUR millones

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

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

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, y en Francia, 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. 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.
- **PAC ha dado a conocer unas cifras correspondientes a 9M2017 sobresalientes,** y que se han sustentado en la solidez de la demanda de ambos negocios, y en la fuerte subida de precios experimentada por el papel. Los márgenes del negocio de cartón, por su parte, se han visto lastrados algo más de lo que esperábamos por el fuerte repunte de los precios del papel, su principal materia prima.
- Al ser los resultados 9M2017 de PAC algo mejores a lo por nosotros esperado, especialmente a nivel de márgenes de explotación, 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 nuevamente al alza nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2019.** Estas estimaciones contemplan la nueva estrategia de la Compañía, que prima la rentabilidad al volumen.
- Consideramos PAC como una de las pequeñas compañías industriales más atractivas de entre las que están presentes en la Bolsa española. No obstante, la fuerte revalorización que han experimentado las acciones de PAC en lo que va de ejercicio (+121% vs. 10,2% del Ibex-35; +71% desde nuestro informe de abril) hace que, a precios actuales, y siempre en función de nuestra valoración por fundamentales de **EUR 10,67 por acción,** el valor cotice con una prima y a unos multiplicadores que comienzan a ser bastante exigentes a pesar de las buenas perspectivas de negocio que presenta la Compañía.

Europac (PAC), Diciembre 2017

- Es por esta razón que revisamos nuestra recomendación a la baja desde **COMPRAR** hasta **REDUCIR**. Aprovecharíamos el reciente repunte del precio de las acciones de PAC para comenzar a disminuir nuestra posición en 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 450 millones) como por su reducido volumen de contratación en Bolsa, nos hacen catalogar la inversión en PAC como de riesgo **ALTO**.

RECOMENDACIÓN: REDUCIR
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 ES CONSOLIDAR Y RENTABILIZAR LAS INVERSIONES DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

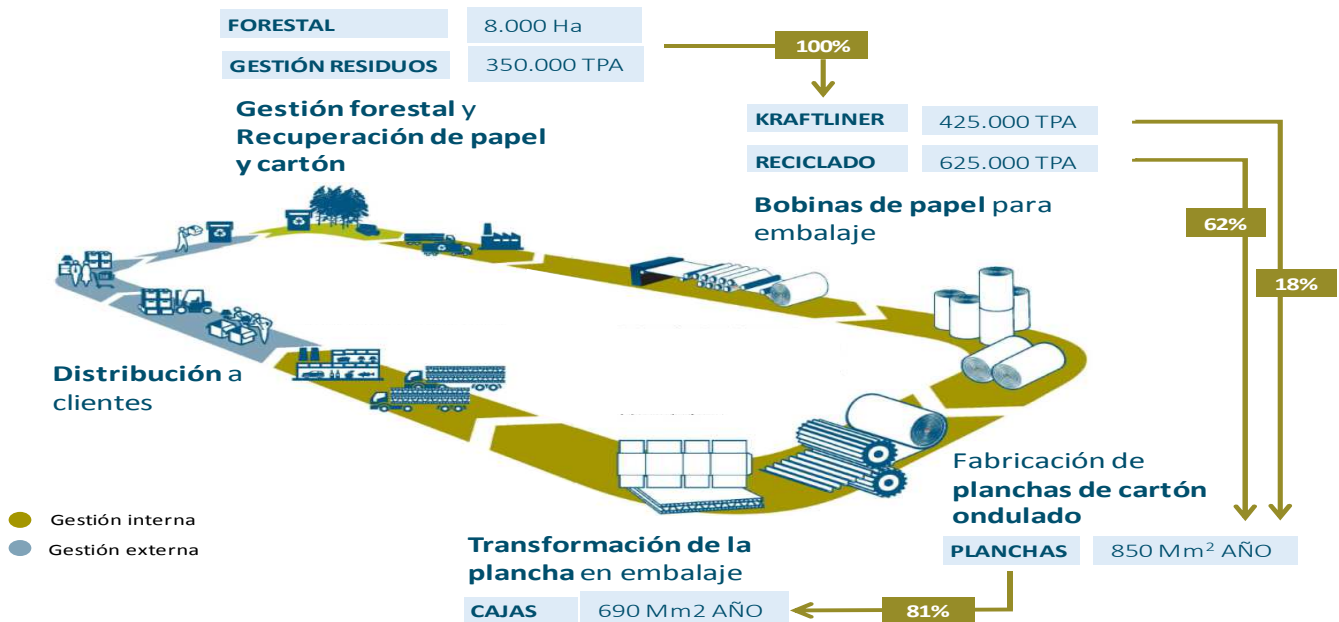
Desde su salida a Bolsa en 1998 la Compañía ha llevado a cabo un fuerte proceso inversor que, tras la adquisición de 25 instalaciones y la mejora de las mismas, le ha permitido posicionarse en todos los sectores de actividad de la industria del embalaje de cartón. Además, le ha permitido apuntalar su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

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), Diciembre 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 2017 – 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 tres ejercicios (incluimos 2017 a pesar de no ser un año cerrado) 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.

EUROPAC HA ALCANZADO UNOS RESULTADOS 9M2017 MUY SOBRESALIENTES, QUE HAN ESTADO APOYADOS EN LA FORTALEZA DEL NEGOCIO DEL PAPEL Y EN LAS MEJORAS DE GESTIÓN IMPLEMENTADAS POR LA COMPAÑÍA

PAC publicó unas cifras correspondientes al 9M2017 que podemos catalogar de sobresalientes. A continuación, pasamos a analizar brevemente las mismas:

RESULTADOS EUROPAC 9M2017 vs. 9M2016

EUR millones	9M2017	9M2016	var 17 / 16
Ventas netas consolidadas	641,12	603,58	6,2%
Ventas netas agregadas	876,91	799,23	9,7%
EBITDA recurrente	103,99	93,14	11,6%
<i>Margen s/ventas agregadas</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,7%</i>	
EBITDA	118,29	89,90	31,6%
<i>Margen s/ventas consolidadas</i>	<i>18,5%</i>	<i>14,9%</i>	
EBIT	78,01	53,92	44,7%
<i>Margen s/ventas consolidadas</i>	<i>12,2%</i>	<i>8,9%</i>	
Beneficio neto atribuible	58,24	32,04	81,8%

Fuente: RRII Europac; Elaboración propia.

- Los **ingresos netos** agregados crecieron (+9,7% en tasa interanual) impulsados por los de la división de Papel (+12,3%). Los de Cartón, por su parte, crecieron en el periodo analizado a una tasa sensiblemente inferior, del 5,4%. Por su parte, los ingresos consolidados, los que se reflejan en la cuenta de resultados del Grupo, aumentaron en 9M2017 el 6,2%:
 - i. Las ventas de papel se han visto favorecidas en el periodo por los mayores precios medios – entre un 27/33% en *kraftliner* en comparación con los de finales de 2016, y un 23/25% en reciclado, que más que compensaron los menores volúmenes, consecuencia de las paradas de mantenimiento programadas en estos meses. Así, los volúmenes de papel *kraftliner* bajaron un 4,8% por la parada programada, mientras que los de reciclado subieron ligeramente (+1,4%), y ello a pesar de la parada programada para la fábrica de Rouen en mayo;
 - ii. Por su parte, las ventas de Packaging (cartón) se han visto impulsadas por las mayores ventas en unidades en todos los mercados de PAC (+5,4%), especialmente en España (+9,5%) y Portugal (+7,0%). No obstante, no reflejan aún las subidas de precio de la materia prima, el papel, que se espera que vayan repercutiéndose poco a poco a los clientes de cartón, especialmente a partir de enero, cuando PAC pretende terminar de repercutir el 100% de las mismas, lo que supondría un incremento de precios del 11% -actualmente ya se ha acordado con los clientes un incremento de tarifas del 7,5% que entrará en vigor en los próximos meses-.
- El cash-flow de explotación o **EBITDA** consolidado creció un 31,6% en el periodo (tasa interanual), hasta los EUR 118,29 millones. Esta cifra incorpora unos EUR 18 millones de las plusvalías generadas por las ventas de filiales y por la liquidación final del acuerdo de compraventa de la planta de Rouen. En términos de margen sobre ventas consolidadas, el EBITDA aumenta sustancialmente, hasta el 18,5% desde el 14,9% del mismo periodo de 2016.

El EBITDA recurrente se sitúa en EUR 103,99 millones, lo que supone un incremento interanual del 11,6%. Este avance es consecuencia del crecimiento del margen del negocio de Papel, que aumenta el 30,8% en 9M2017, hasta los EUR 102,20 millones, a pesar del incremento experimentado por el precio de la materia prima (papel recuperado) y de las paradas programadas ya mencionadas. El EBITDA de Cartón, por su parte, desciende con fuerza en el periodo (-88,1%) debido al impacto del incremento de los precios del papel, su principal materia prima, que, como hemos señalado, todavía no ha podido ser transferido a los clientes en forma de unos mayores precios.

Europac (PAC), Diciembre 2017

- El **beneficio antes de impuestos (BAI)** mejoró en el periodo analizado el 71,7%, hasta EUR 74,63 millones, impulsado por los resultados extraordinarios mencionados y por la fuerte reducción de los gastos financieros netos. Así, el **beneficio neto atribuible** aumentó un 81,8%, hasta los EUR 58,24 millones –EUR 43 millones sin extraordinarios.

En conjunto, resultados muy positivos de PAC, apoyados en la solidez de la demanda de ambos negocios, y en la fuerte subida de precios experimentada por el Papel. Los márgenes del negocio de Cartón, por su parte, se han visto lastrados algo más de lo que esperábamos por el fuerte repunte de los precios del papel, su principal materia prima. Esperamos que en los próximos meses se corrija algo esta situación, ya que entendemos que PAC comenzará a traspasar a los precios del cartón las mencionadas alzas de precios en papel. No obstante, las tensiones que esperamos continúen en el mercado de papel, debido a que la fortaleza de la demanda está siendo capaz de absorber sin problemas la nueva capacidad instalada, llevando a los inventarios a niveles muy bajos en términos históricos, hacen previsibles nuevas subidas de precios del papel y nuevas presiones en los márgenes del Cartón. No obstante, este escenario beneficia a los resultados del PAC, al estar la Compañía “larga” en papel –produce más de lo que consumen sus cartoneras, vendiendo el excedente al mercado-. Así, el 82% de la producción de papel *Kraftliner* se vende fuera, a otras cartoneras, al no ser consumido por PAC. Este porcentaje es sensiblemente inferior en reciclado, ya que el proceso de producción presenta una mayor integración (62% del papel reciclado producido por PAC es consumido por las cartoneras del Grupo).

Por otra parte, y como señalamos en nuestro informe de abril 2017 sobre la Compañía, esperamos que tanto en el negocio de Papel, primero, y en el de Cartón, ahora en el 1T2018, PAC sea capaz de incrementar sus precios de venta. De hecho, en Papel lo está haciendo aprovechando la ya mencionada fortaleza de la demanda y el bajo nivel de stocks. Ello, junto al cambio de *mix* de ventas hacia productos de mayor valor añadido, las mejoras operativas implementadas y la mencionada fortaleza que está mostrando la demanda final, nos ha llevado a revisar ligeramente al alza nuestras estimaciones de resultados para el actual ejercicio, así como para el periodo 2018 / 2019.

TRAS ANALIZAR LOS RESULTADOS DE LA COMPAÑÍA EN 9M2017, HEMOS OPTADO POR REVISAR SENSIBLEMENTE AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES PARA EL PERIODO 2017 / 2019

- Tras estudiar las cifras publicadas por la Compañía correspondientes a 9M2017, cifras que como hemos analizado han mostrado un excelente comportamiento de los márgenes de explotación del Grupo gracias a la fuerte mejora de los del negocio del Papel, y tras analizar el escenario de mercado al que se enfrenta la Compañía en los próximos años, hemos optado por modificar sensiblemente al alza nuestras estimaciones de resultados para el ejercicio corriente y para 2018 y 2019. Así, ahora contemplamos una mejor evolución del negocio de Papel en este periodo y algo peor del de Cartón, al verse penalizado los márgenes de este último por la fuerte escalada de los precios del papel. Además, incluimos en 2017 los resultados de corte extraordinario que ha generado PAC en 9M2017, resultados que no incluíamos en nuestras anteriores estimaciones, publicadas en abril de 2017.

Reiterar que a nivel explotación (EBITDA y EBIT) PAC sigue sorprendiéndonos muy gratamente, consecuencia en gran medida del mayor impacto en los márgenes de explotación 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.

Europac (PAC), Diciembre 2017

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 al alza nuestras expectativas de facturación para la Compañía tanto en 2018 como en 2019. Así, las principales modificaciones de nuestras estimaciones de resultados para el periodo proyectado se pueden resumir de la siguiente forma: i) mayores ventas y ii) márgenes de explotación superiores en términos homogéneos (sin tener en cuenta extraordinarios). 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.

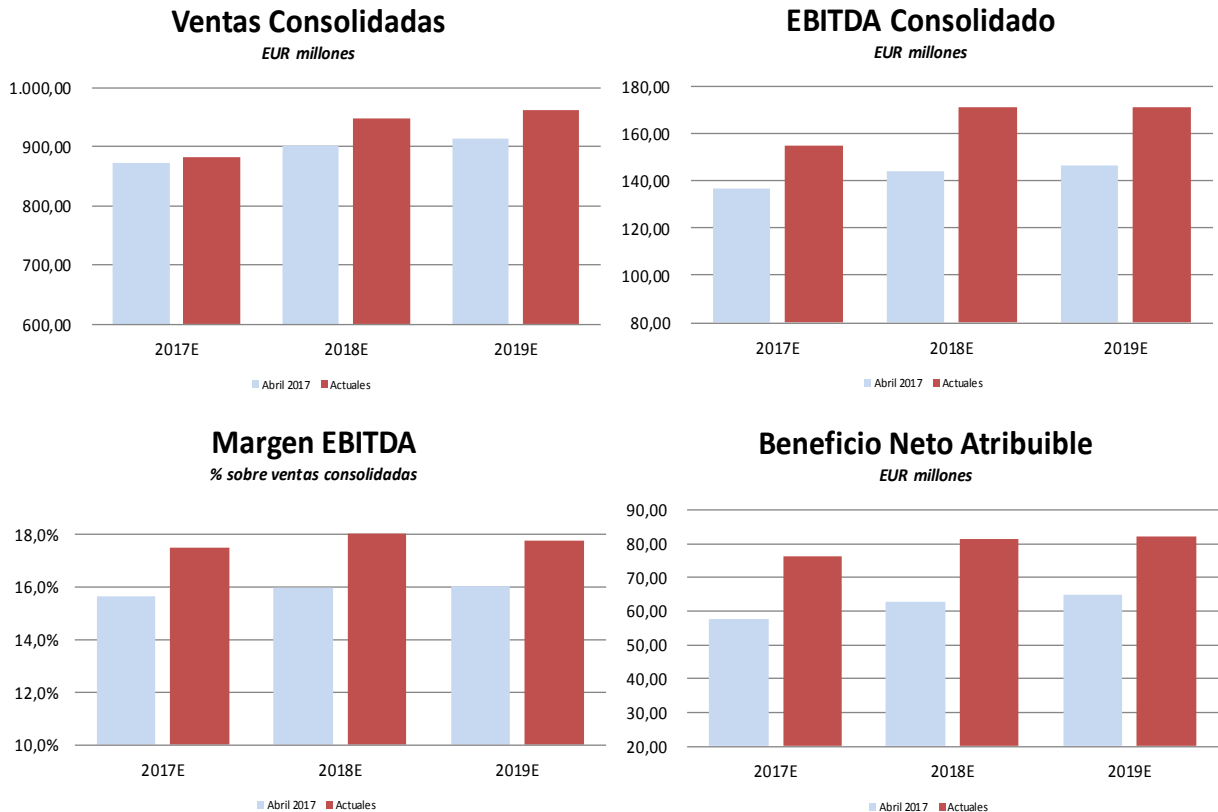
Creemos conveniente señalar, no obstante, que nuestras nuevas estimaciones son consistentes con un entorno macro algo más positivo que el que contemplábamos en abril, fecha en la que publicamos nuestro último informe sobre la Compañía. En este sentido, destacar que, en línea con las estimaciones que 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, nuestro escenario macro base contempla que el Producto Interior Bruto (PIB) de España crezca un 3,1% 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 1,6% y el 1,7% en los próximos tres años, tasas de crecimiento algo inferiores a las que esperamos alcance el PIB de Portugal. No obstante, 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.

- Esperamos ahora que en **2017** PAC alcance unas **ventas agregadas** de EUR 1.174 millones, muy en línea con los EUR 1.162 millones de nuestra estimación de abril. Por su parte, nuestra estimación de **ventas consolidadas** para 2017 tampoco experimenta grandes cambios, siendo ahora de EUR 882 millones frente a los EUR 874 millones de nuestra anterior estimación.

Además, hemos modificado ligeramente al alza nuestras estimaciones a nivel explotación, siempre en términos recurrentes. Así, esperamos ahora que el **EBITDA consolidado recurrente** del Grupo alcance los EUR 140,65 millones, cifra algo superior a los EUR 136,97 millones de nuestra anterior estimación. No obstante, y como hemos señalado en nuestro análisis de los resultados 9M2017 del Grupo, durante el ejercicio actual PAC ha generado unos EUR 18 millones en plusvalías por la venta de activos, principalmente, lo que eleva nuestra estimación de **EBITDA consolidado** hasta los EUR 154,65 millones en 2017 -en nuestra anterior estimación solo habíamos incluido la plusvalía de EUR 2,3 millones generada por la venta de Europac Logística-. En términos de **margen EBITDA sobre ventas** esperamos ahora por este motivo una lectura de 17,5% frente al 15,7% de nuestra estimación anterior.

Por último, señalar que estimamos que PAC alcance en el ejercicio 2017 un **beneficio neto atribuido** de EUR 76,26 millones, muy superior a los EUR 57,63 millones de nuestra anterior estimación, aunque en ella no incluíamos las cifras de corte extraordinario generadas en 2017. Así, a los EUR 18 millones de plusvalías generadas hay que sumar unos EUR 4,1 millones obtenidos de la enajenación de instrumentos financieros, así como restar unos EUR 2 millones en costes de dimensionamiento de plantilla (indemnizaciones).

Gráfico n. 2

COMPARATIVA ESTIMACIONES DE RESULTADOS EUROPAC
 (estimaciones Link Securities abril 2017 vs. estimaciones actuales)


Fuente: Estimaciones Link Securities.

- De cara al periodo **2018 / 2019** señalar que las principales modificaciones que hemos realizado afectan principalmente a las ventas y a los márgenes de Papel (al alza) y a los márgenes de Cartón (a la baja). Así, y en conjunto, esperamos ahora unas ventas superiores de lo que reflejábamos en nuestras estimaciones anteriores, tanto agregadas como consolidadas y unos mayores márgenes de explotación, lo que también repercutirá en un mayor beneficio neto atribuido.

Por áreas de negocio, señalar que en la de Papel lo más relevante es el anuncio de la entrada de 1,2 millones de toneladas de nueva capacidad en reciclado marrón en Europa 2018 y de 1,0 millón en 2019, capacidad que dada la fortaleza de la demanda actual y el históricamente bajo nivel de los inventarios tanto de *kraftliner* como de reciclado, debe ser absorbida sin problemas por el mercado. 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, siendo la mayor parte de la nueva capacidad de papel marrón. No obstante, entendemos que ello puede limitar a partir de mediados de 2018 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

Europac (PAC), Diciembre 2017

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 se verá condicionado por la política que adopte finalmente China en lo que hace referencia a la entrada de este producto en el país, política que está siendo algo errática en los últimos meses, provocando una elevada volatilidad en el precio de esta materia prima. Es por ello que no contemplamos un escenario de estabilidad para los precios del recuperado hasta bien entrado 2018, cuando entendemos las autoridades chinas habrán establecido un marco de actuación definitivo.

En lo que hace referencia al área de negocio de Packaging, señalar que esperamos que PAC sea capaz de traspasar poco a poco los incrementos de precio de la materia prima (papel para cartón) a lo largo de los próximos meses, recuperando así parte del margen perdido en 2017. A ello ayudará 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 recuperen desde los bajos niveles actuales -esperamos que sea del 0,6% en 2017- hasta situarse en niveles cercanos o superiores al 3%.

Cuadro n. 2
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	882,45	10,1%	947,50	7,4%	962,75	1,6%	6,3%
Ventas agregadas	1.069,00	1.173,91	9,8%	1.262,73	7,6%	1.282,22	1,5%	6,2%
EBITDA consolidado	126,57	154,65	22,2%	170,88	10,5%	171,35	0,3%	10,6%
<i>margen s/ventas consolidadas</i>	15,8%	17,5%		18,0%		17,8%		n.s.
Beneficio neto atribuible	48,88	76,26	56,0%	81,39	6,7%	82,13	0,9%	18,9%
ROE (fondos propios medios)	13,5%	19,4%	5,9 p.p.	18,5%	-0,8 p.p.	17,1%	-1,5 p.p.	n.s.
ROCE (capital invertido medio)	7,8%	10,6%	2,8 p.p.	11,2%	0,6 p.p.	10,9%	-0,3 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 en 2018 y 2019, tal y como se muestra en el cuadro n. 2 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.

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.

LA COMPAÑÍA GENERARÁ EN EL PERIODO PROYECTADO 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 en el periodo generará anualmente un cash-flow cercano a los EUR 130 millones; y ii) la estabilización de sus inversiones (capex) en aproximadamente unos EUR 60 millones anuales (cifra algo superior a la de las

Europac (PAC), Diciembre 2017

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 210 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 120 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 205 millones, unas 1,2x (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 140 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 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.

CREEMOS QUE LA YA DE POR SÍ ATRACTIVA POLÍTICA DE REMUNERACIÓN DEL ACCIONISTA DE EUROPAC PODRÍA POTENCIARSE UTILIZANDO PARA ELLO LA AUTOCARTEA QUE PRESENTA EN LA ACTUALIDAD LA COMPAÑÍA

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 3,0%, atractivas a pesar de la fuerte revalorización experimentada por el valor en Bolsa.

Por otro lado, recordar que la Junta General de Accionistas celebrada el 28 de junio de 2017 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 recientemente. 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, parte de la cual, 1,9 millones de acciones (cerca del 2% del capital) fue amortizada en una operación llevada a cabo el pasado mes de septiembre, operación aprobada en la Junta General de Accionistas de junio.

Consideramos que dado el ya reducido *free-float* de PAC, cercano al 45% (40% 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 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:

- **Continuar amortizando 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

Europac (PAC), Diciembre 2017

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.

TRAS MODIFICAR AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA EL PERIODO 2017 / 2019 HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRA VALORACIÓN DE EUROPAC, SIENDO NUESTRO NUEVO PRECIO OBJETIVO DE EUR 10,67 POR ACCIÓN

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 1.489,69 millones (EUR 960,87 millones; anterior valoración de abril 2017). Esta sustancial revisión al alza de la valoración de la Compañía es consecuencia principalmente de nuestras nuevas estimaciones de resultados, más optimistas que las anteriores, y que elevan sensiblemente la capacidad de PAC para generar flujos de caja libres.

Así, la valoración por acción se sitúa ahora en EUR 15,01, muy por encima de los EUR 9,87 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*", de aproximadamente el 40% neto de autocartera, que es reducido ya que en términos de capitalización bursátil se limita a aproximadamente EUR 450 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 10,51 (EUR 6,91; anterior valoración), lo que supone que a precios actuales los títulos de PAC estarían cotizando con una prima (+7%) en relación a esta valoración.

- ii) El segundo método utilizado consiste en **valorar la Compañía comparando una serie de múltiplos bursátiles estimados para el ejercicio 2018** (2017 en nuestra anterior valoración) 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 1.075,52 millones, sensiblemente superior a los EUR 867,94 millones de nuestra valoración de abril. En términos por acción supondría un precio objetivo de EUR 10,84 (EUR 8,91; anterior valoración). En función de este nuevo precio objetivo, las acciones de PAC cotizarían también con una ligera prima, de caso el 4%.

Europac (PAC), Diciembre 2017

En el cuadro siguiente presentamos los resultados obtenidos:

Cuadro n. 3

VALORACIÓN DE EUROPAC POR RELATIVOS

Grupo Referencia	Precio EUR 12-dic-17	capitalización EUR millones	País	PER 2018E	EV/EBITDA 2018E	Precio/CF libre 2018E	renta. Dividendo 2018E
DS Smith Plc	5,95	6.349	UK	14,0 x	8,6 x	14,0 x	3,40%
Mondi plc	19,53	7.174	UK	12,2 x	7,0 x	20,7 x	3,49%
Smurfit Kappa Group Plc	26,70	6.314	Irlanda	11,6 x	6,5 x	11,9 x	3,32%
Packaging Corporation of America	99,71	9.408	EEUU	17,4 x	9,2 x	16,8 x	2,22%
International Paper Company	48,28	19.936	EEUU	13,0 x	7,5 x	12,4 x	3,38%
Grupo Referencia (múltiplos mediana)				13,0 x	7,5 x	14,0 x	3,38%
Valoración Europac - EUR				10,66	11,56	8,99	12,14
Valoración Media Europac - EUR				10,84			

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 1.059,15 millones (EUR 770,27 millones; anterior valoración) equivalente a **EUR 10,67 por acción** (EUR 7,91 por acción; anterior valoración). Este precio objetivo supondría que en la actualidad los títulos de PAC estarían cotizando con una prima del 6% en relación a nuestra valoración por fundamentales.

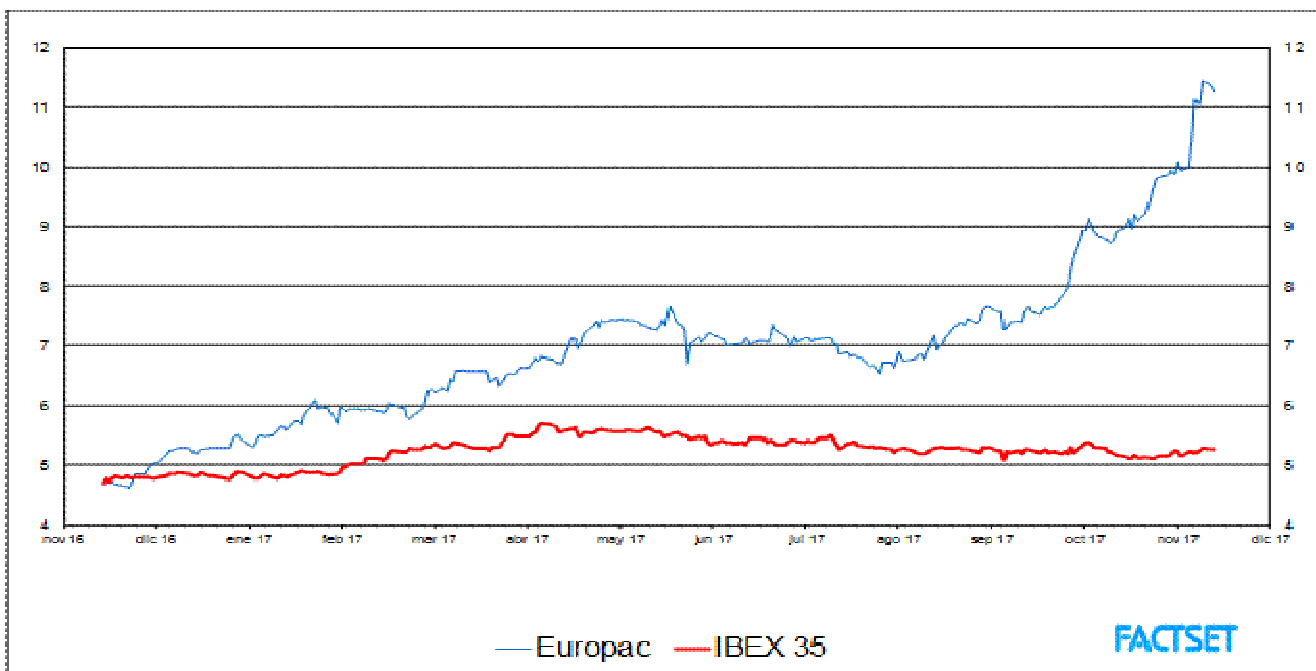
Cabe destacar que metodológicamente hemos optado por no restar la autocartera a la hora de calcular los precios por acción de PAC ya que entendemos que a lo largo de los próximos meses los gestores adoptarán una decisión sobre qué hacer con la misma, decisión que a día de hoy desconocemos cuál será y 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.

LA FUERTE REVALORIZACIÓN QUE HA EXPERIMENTADO EL VALOR EN LOS ÚLTIMOS MESES NOS LLEVA A REVISAR A LA BAJA NUESTRA RECOMENDACIÓN DESDE COMPRAR HASTA REDUCIR

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.

Europac (PAC), Diciembre 2017

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.

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.

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 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 60 millones anuales, mantener un atractivo *payout* del 50% y rebajar su endeudamiento hasta niveles de 1,2x veces Deuda Neta/EBITDA en 2019.

PAC publicó unas cifras correspondientes al 9M2017 que podemos catalogar de sobresalientes, y que se han sustentado en la solidez de la demanda de ambos negocios, y en la fuerte subida de precios experimentada por el papel. Los márgenes del negocio de cartón, por su parte, se han visto lastrados algo más de lo que esperábamos por el fuerte repunte de los precios del papel, su principal materia prima. Esperamos que en los próximos meses se corrija algo esta situación, ya que entendemos que PAC comenzará a traspasar a los precios del cartón las mencionadas alzas de precios en papel. No obstante, las tensiones que esperamos

Europac (PAC), Diciembre 2017

continúen en el mercado de papel, debido a que la fortaleza de la demanda está siendo capaz de absorber sin problemas la nueva capacidad instalada, llevando a los inventarios a niveles muy bajos en términos históricos, hacen previsible nuevas subidas de precios del papel y nuevas presiones en los márgenes del cartón. No obstante, este escenario beneficia a los resultados del PAC, al estar la compañía “larga” en papel –produce más de lo que consumen sus cartoneras, vendiendo el excedente al mercado-. Así, el 82% de la producción de papel *Kraftliner* se vende fuera, a otras cartoneras, al no ser consumido por PAC. Este porcentaje es sensiblemente inferior en reciclado, ya que el proceso de producción presenta una mayor integración (62% del papel reciclado producido por PAC es consumido por las cartoneras del Grupo).

Al ser las cifras 9M2017 presentadas por PAC algo mejores a lo por nosotros esperado, especialmente a nivel de márgenes de explotación, 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 nuevamente al alza nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2019. Estas estimaciones contemplan la nueva estrategia de la Compañía, que prima la rentabilidad al volumen.

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 140 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. Es por ello que apostamos por el reparto de la misma entre los accionistas como un dividendo extraordinario, opción que nos parece la más atractiva. 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 ya que pensamos que la reducida liquidez del valor es su principal “talón de Aquiles”, puesto 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.

Consideramos PAC como una de las pequeñas compañías industriales más atractivas de entre las que están presentes en la Bolsa española. No obstante, la fuerte revalorización que han experimentado las acciones de PAC en lo que va de ejercicio (+121% vs. 10,2% del Ibex-35; +71% desde nuestro informe de abril) hace que, a precios actuales, y siempre en función de nuestra valoración por fundamentales de **EUR 10,67 por acción**, el valor cotice con una fuerte prima y a unos multiplicadores que comienzan a ser bastante exigentes a pesar de las buenas perspectivas de negocio que presenta la Compañía. Es por esta razón que revisamos nuestra recomendación a la baja desde COMPRAR hasta **REDUCIR**. Aprovecharíamos el reciente repunte del precio de las acciones de PAC para comenzar a disminuir nuestra posición en 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 450 millones) como por su reducido volumen de contratación en Bolsa, nos hacen catalogar la inversión en PAC como de riesgo **ALTO**.

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

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO								
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,10	1,17	1,05	0,92	0,89	0,94	0,80	0,74
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,76	0,81	0,73	0,64	0,61	0,63	0,54	0,52
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	(49,52)	(37,39)	(54,36)	(56,06)	(51,08)	(61,49)	(68,86)	(63,51)
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO								
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,41	0,38	0,36	0,33	0,33	0,31	0,31	0,30
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,25	1,02	0,92	0,83	0,82	0,73	0,83	0,81
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,62	0,58	0,53	0,48	0,48	0,46	0,46	0,44
. Fondos accionista/activo fijo	0,65	0,60	0,55	0,50	0,50	0,48	0,48	0,46
. Recursos permanentes/activo fijo	1,15	1,17	1,13	1,09	1,08	1,10	1,03	1,00
. Recursos ajenos/activo total	0,57	0,60	0,63	0,65	0,66	0,67	0,67	0,69
. Deuda neta/fondos accionista	39%	52%	61%	75%	72%	86%	85%	90%
. EBIT/gastos financieros brutos	10,50	9,63	8,14	5,90	3,62	2,04	2,50	1,48
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	2,1%	2,8%	2,7%	3,8%
. EBITDA/gtos.financieros netos	16,9	15,0	13,1	12,0	6,6	4,4	4,9	3,4
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	203,64	248,83	266,06	289,87	266,92	304,58	298,33	298,41
RENDIMIENTO INVERSIÓN								
. ROA	6,8%	6,9%	6,7%	4,4%	3,0%	2,3%	2,6%	1,3%
. ROE	17,1%	18,5%	19,4%	13,5%	9,4%	7,4%	8,4%	4,5%
. ROCE	10,9%	11,2%	10,6%	7,8%	6,0%	6,2%	6,0%	5,5%
. Fondos propios/capital social	3,7	3,4	3,1	2,8	2,8	2,8	3,0	2,8
. BA/fondos accionista (A)	21,1%	22,7%	22,5%	17,4%	12,4%	6,7%	9,7%	4,4%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	13,0%	12,9%	11,8%	9,3%	7,7%	5,5%	7,3%	5,6%
. A/A1	1,6	1,8	1,9	1,9	1,6	1,2	1,3	0,8
RESULTADOS EXPLOTACIÓN								
. Margen bruto	51%	51%	51%	50%	49%	48%	49%	49%
. Margen explotación	12,4%	12,7%	11,9%	9,7%	7,8%	5,7%	6,8%	5,7%
. BA/ventas	11,4%	11,5%	11,1%	8,4%	5,7%	3,1%	4,2%	2,0%
. B°Neto/ventas	8,5%	8,6%	8,6%	6,1%	4,0%	3,2%	3,4%	2,0%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO								
. Ventas netas/tesorería	7,7	8,7	8,5	8,3	8,8	7,1	7,2	6,6
. Ventas netas/cuentas a cobrar	9,57	8,58	9,07	9,08	10,05	13,14	13,10	11,59
. Ventas netas/existencias	9,57	8,58	9,07	9,08	10,05	13,14	13,10	11,59
. Ventas netas/activo total	79%	79%	76%	72%	74%	72%	75%	68%
DATOS POR ACCIÓN (**)								
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,83	0,82	0,77	0,50	0,35	0,28	0,32	0,17
. Dividendo por acción (EUR)	0,41	0,41	0,38	0,29	0,18	0,16	0,14	0,12
. Cash-flow por acción (EUR)	1,35	1,33	1,27	1,00	0,87	0,77	0,89	0,73
. Valor contable por acción (EUR)	5,06	4,64	4,21	3,79	3,81	3,87	3,86	3,68
. Precio/valor contable (veces) (*)	2,22	2,42	2,68	2,97	1,37	0,99	1,00	0,55
RATIOS BURSÁTILES								
. Precio (EUR) (*)	11,26	11,26	11,26	11,26	5,20	3,83	3,85	2,04
. PER	13,6	13,7	14,6	22,4	15,0	13,5	12,1	12,3
. Precio/cash-flow	8,3	8,4	8,8	11,2	6,0	5,0	4,3	2,8
. Rentabilidad por dividendo	3,7%	3,6%	3,4%	2,6%	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), Diciembre 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	962,75	947,50	882,45	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	(476,56)	(469,01)	(436,81)	(396,84)	(407,34)	(403,77)	(406,56)	(366,99)
MARGEN BRUTO	486,19	478,49	445,64	401,56	397,96	371,57	394,83	357,13
Gastos Explotación	(324,84)	(319,60)	(312,99)	(293,82)	(302,17)	(291,35)	(299,22)	(277,97)
Otros ingresos explotación	10,00	12,00	22,00	18,82	15,34	11,10	8,50	10,90
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	171,35	170,88	154,65	126,57	111,12	91,33	104,11	90,06
Amortización inmovilizado	(51,64)	(50,96)	(50,03)	(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
BENEFICIO EXPLOTACIÓN	119,71	119,92	104,62	77,66	62,46	44,45	54,90	41,11
Rdos. financieros netos	(10,16)	(11,36)	(11,82)	(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
BENEFICIO ORDINARIO	109,55	108,56	92,80	67,22	45,86	23,70	34,04	14,81
Rdos. Extraordinarios y atípicos	0,00	0,00	5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	109,55	108,56	97,80	67,22	45,86	23,70	34,04	14,81
Impuesto de sociedades	(27,39)	(27,14)	(21,52)	(18,32)	(13,41)	1,08	(6,61)	(0,52)
BENEFICIO NETO	82,16	81,42	76,28	48,90	32,45	24,78	27,43	14,29
Minoritarios	(0,03)	(0,03)	(0,03)	(0,02)	0,00	0,00	(0,01)	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	82,13	81,39	76,26	48,88	32,45	24,78	27,43	14,29
<i>EBITDA</i>	<i>171,35</i>	<i>170,88</i>	<i>154,65</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>119,71</i>	<i>119,92</i>	<i>104,62</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>133,77</i>	<i>132,35</i>	<i>126,29</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
INMOVILIZADO	794,72	784,91	765,43	748,87	738,63	727,52	726,49
FONDO COMERCIO CONSOLIDACION	89,42	89,42	89,42	89,42	89,42	89,42	87,64
GASTOS DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ACTIVO CIRCULANTE	316,00	288,28	264,42	251,38	250,41	255,16	248,06
TOTAL ACTIVO	1.200,15	1.162,61	1.119,28	1.089,67	1.078,46	1.072,11	1.062,19
FONDOS PROPIOS	460,63	417,36	369,46	356,45	337,11	334,29	318,65
. Capital y prima emisión	194,74	194,74	194,74	187,25	180,05	173,12	173,12
. Reservas	184,49	146,37	125,84	136,76	132,28	133,74	131,24
. Beneficio sociedad dominante	81,39	76,26	48,88	32,45	24,78	27,43	14,29
SOCIOS EXTERNOS	0,09	0,09	0,09	0,00	0,00	0,04	0,04
DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CONSOLIDACIÓN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	16,84	16,84	16,84	14,82	16,57	15,49	14,27
ACREEDORES LARGO PLAZO	452,42	453,90	445,30	434,80	459,77	402,25	395,66
ACREEDORES CORTO PLAZO	270,17	274,41	287,59	283,60	265,01	320,04	333,58
TOTAL PASIVO	1.200,15	1.162,61	1.119,28	1.089,67	1.078,46	1.072,11	1.062,19
Número acciones (millones) (*)	99,2	99,2	97,4	93,6	90,0	86,6	86,6

(*) Numero 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), Diciembre 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%	5,81%	--	5,81%	3,26%
Deuda neta 31/12/16 (EUR millones)	289,87	44%	7,85%	25,00%	5,89%	2,59%
Total	659,33	100%				5,85%

(*) 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.)	196,26		
Valor residual	1.595,62		
Total	1.791,88	59,85	(362,04)
Valoración por acción - EUR			15,01
Valoración con descuento del 30%			10,51

Tir bono 10 años:	1,46%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	7,13%
Beta:	0,61
Prima de riesgo	4,4%
PER Residual:	23,0

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	62,46	77,66	104,62	119,92	119,71
Impuestos imputables al EBIT	(1,45)	(10,66)	2,02	(18,26)	(21,17)	(24,12)	(29,98)	(29,93)
EBIT ajustado (NOPLAT)	39,66	44,24	46,47	44,19	56,49	80,50	89,94	89,78
Amortización	48,95	49,21	46,88	48,67	48,91	50,03	50,96	51,64
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
Cash-flow explotación ajustado	88,61	93,45	93,35	92,86	105,41	130,53	140,90	141,42



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

Europac (PAC), Diciembre 2017

