

EUROPAC (PAC)

Actualización

Sector: Papel y Artes Gráficas (Bienes de Consumo)

= REDUCIR
 RIESGO: ALTO

Accionistas

 Familia Isidro (+): 40,2%
 Angel Fernández González: 6,4%
 Norges Bank: 3,0%
 Onchena S.L.: 5,0%
 Autocartera: 5,9%

(+) 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 (24/04/18): EUR 15,46
Precio objetivo (12 meses): EUR 14,17
 # de acciones (mill): 99,24
 Capitalización bursátil (mill): EUR 1.534,22
 Máx/Mín 2018: EUR 15,46 / 11,32
 Máx/Mín (12 meses): EUR 15,46 / 6,51
 % Máx/Mín (12 meses): 0 / 137

 PER 12: 12,3
 PER 13: 12,1
 PER 14: 13,5
 PER 15: 15,0
 PER 16: 10,5
 PER 17: 19,7
 PER 18E: 15,1
 PER 19E: 15,6
 PER 20E: 15,8

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	B° 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	6,3	126,57	48,88	97,80	0,50	1,00	0,29	58
2017	11,2	158,25	77,96	129,75	0,79	1,31	0,39	50
2018E	9,0	193,01	101,34	150,68	1,02	1,52	0,51	50
2019E	8,9	189,00	98,52	148,66	0,99	1,50	0,50	50
2020E	8,8	187,16	97,38	148,25	0,98	1,49	0,49	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, 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.
- **Tras analizar los resultados 2017 publicados por PAC**, y dada la fortaleza que sigue mostrando a comienzos del presente ejercicio el negocio de Papel, en el que la Compañía está "largo", **hemos optado por revisar sensiblemente al alza nuestras estimaciones de resultados para los años 2018 y 2019.** Además, aprovechamos el presente informe para dar a conocer por primera vez nuestras estimaciones para 2020.
- Actualmente, PAC sigue manteniendo más de 5,9 millones de acciones en autocartera, equivalentes a un 5,9% de su capital social. **Consideramos que dado el ya reducido *free-float* de PAC, 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 debería aprovechar esta situación para potenciar la política de remuneración de sus accionistas.
- **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 las últimas 52 semanas (+133% vs. -8,9% del Ibex-35; +37% desde nuestro informe de diciembre) hace que, a precios actuales, y siempre en función de nuestra nueva valoración por fundamentales de EUR 14,17 por acción, el valor cotice con sensible 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 hemos optado por mantener nuestra recomendación de **REDUCIR**.
- 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 700 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

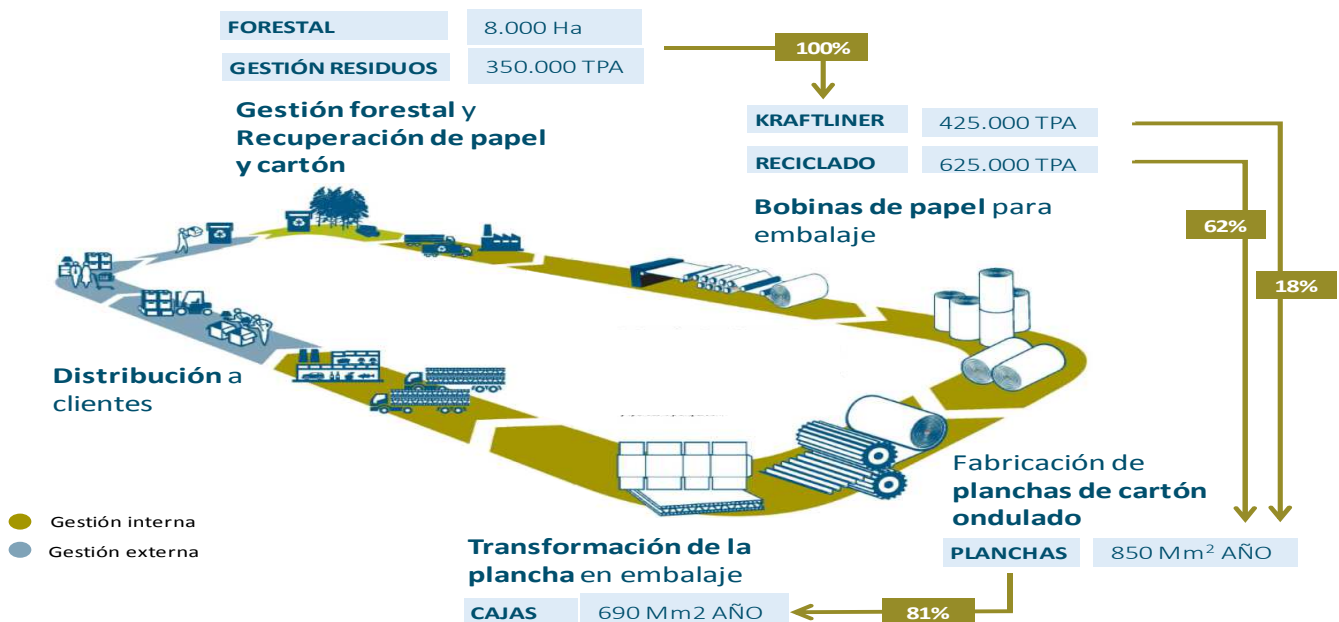
Desde su salida a Bolsa en 1998 la Compañía ha llevado a cabo un fuerte proceso inversor que, tras la adquisición de 25 instalaciones y la mejora de las mismas, le ha permitido posicionarse en todos los sectores de actividad de la industria del embalaje de cartón. Además, le ha permitido apuntalar su 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, ya plasmado en el recientemente finalizado Plan de Negocio 2015 - 2018, cuyo principal objetivo estratégico era la consolidación, vía rentabilidad, de las mencionadas inversiones, lo que serviría de base para el crecimiento futuro de la Compañía. Señalar que los objetivos de este plan se han alcanzado con un año de adelanto.

Gráfico n. 1

MODELO DE INTEGRACIÓN VERTICAL DE EUROPAC



Fuente: Informe Anual Integrado Europac (2015)

Esta misma orientación se ha mantenido en el nuevo Plan Estratégico 2018 – 2020, con el que PAC persigue consolidar los avances logrados tanto a nivel comercial (producto/cliente) como a nivel organizativo (eficiencia/productividad), manteniendo como prioridad optimizar la rentabilidad de cada uno de sus negocios. Para ello, la Compañía ha establecido tres objetivos estratégicos:

- Situar el margen EBITDA sobre ventas en el 20%
- Mantener el apalancamiento financiero de la Compañía a niveles de 2,0x deuda neta/EBITDA
- Alcanzar una rentabilidad sobre el capital invertido (ROCE) del 20%

Entendemos, como luego analizaremos cuando presentemos nuestras estimaciones de resultados para la Compañía para el periodo 2018 – 2020, que los tres objetivos se lograrán siempre que no se produzca un brusco cambio en el ciclo económico que, de momento, no contemplamos.

El gran objetivo del nuevo Plan Estratégico es ser “mejor” y “más” grande (*Better & Bigger*). Para ello PAC seguirá implantando/consolidando las mejoras operativas alcanzadas con la implementación de su anterior Plan de Negocio y, gracias a su solidez financiera, la Compañía se muestra decidida a afrontar compras corporativas e inversiones orgánicas que le permitan aumentar de tamaño de forma eficiente.

Recordar que para la consecución de los objetivos estratégicos del Plan 2015 - 2018, PAC creó la denominada Oficina de Transformación cuya actividad se enmarcaba 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 pretendía y se ha logrado 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 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.

LA FORTALEZA QUE ESTÁ MOSTRANDO EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES EL NEGOCIO DE PAPEL NOS LLEVA NUEVAMENTE A REVISAR AL ALZA NUESTRAS EXPECTATIVAS DE RESULTADOS DE EUROPAC PARA LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS

- Tras estudiar los resultados 2017 publicados por la Compañía, cifras que muestran 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 2019. Además, en este informe damos a conocer por primera vez nuestras estimaciones para el ejercicio 2020. 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. El hecho de que en los resultados de la Compañía pese más el negocio de Papel, al estar PAC “larga” en este producto, hace que en conjunto los resultados del Grupo salgan favorecidos en un escenario positivo para este negocio como el que contemplamos.

Reiterar que a nivel explotación (EBITDA y EBIT), PAC ha continuado 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 tienen todavía “recorrido”, lo que supone que dichos márgenes seguirán favoreciéndose de los mismos en los próximos años.

En lo que hace referencia a las ventas del Grupo, seguimos siendo optimistas. Ello es consecuencia de que los precios del papel, tanto del kraftliner como el reciclado han seguido subiendo en los últimos meses, impulsados por la fortaleza de la demanda y por los bajos niveles de inventarios. Además, en el caso concreto del kraftliner, su precio se ha visto favorecido por las menores importaciones procedentes de EEUU, ya que los productores de este país están aprovechando la fortaleza de la demanda interna para colocar su producto localmente. Igualmente, señalar que ahora esperamos mayores producciones tanto en este negocio como en el del cartón, producto de las inversiones que está llevando a cabo PAC para mejorar la eficiencia de sus plantas.

Debemos destacar, del mismo modo, la revisión a la baja que hemos realizado del precio del papel recuperado, que situamos ahora de media para el periodo proyectado entre los EUR 90 y los EUR 120 por Tm. Antes barajábamos un precio medio muy superior, cercano a los EUR 140 por Tm. Este hecho está directamente relacionado con la decisión de China de revisar a fondo su política de importaciones de residuos, entre ellos los del papel recuperado, en un intento de impulsar esta actividad a nivel interno por motivos medioambientales.

Por todos estos motivos, hemos optado por revisar al alza nuestras expectativas de márgenes para la Compañía tanto en 2018 como en 2019. 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 2018 / 2019, como pasamos a mostrar a continuación. De cara a 2020 esperamos unas cifras muy en línea con las que estimamos obtenga el Grupo en 2019.

Además, nuestras estimaciones para el periodo 2018 / 2020 creemos que son acordes con las expectativas de crecimiento económico que manejan las principales instituciones para los tres países en los que opera PAC. Así, para España se espera un incremento del Producto Interior Bruto (PIB) de aproximadamente el 2,7% para 2018 y del 2,3% para 2019; para Francia uno del 2,2% para 2018 y del 1,9% en 2019; y para Portugal del 2,3% para 2018 y del 1,9% para 2019. En todos los casos en línea o por encima de lo que se espera para la Zona Euro (2,3% en 2018 y 2,0% en 2019).

- Así, ahora estimamos que PAC logre alcanzar unas **ventas agregadas** de EUR 1.227 millones en 2018, de EUR 1.248 millones en 2019 y de EUR 1.269 millones en 2020 (tacc para el periodo del 2,7%). Por su parte, nuestra estimación de **ventas consolidadas** para 2018 es ahora de EUR 908 millones, la de 2019 de EUR 923 millones y la del 2020 de EUR 939 millones (tacc de 2,3%).

Mientras que a nivel ventas nuestras estimaciones no han variado en exceso, sí hemos modificado sensiblemente al alza nuestras estimaciones a nivel explotación, siempre en términos recurrentes. Dos son los principales motivos de esta revisión y los dos atañen, como ya hemos señalado, al negocio del Papel: i) los mayores precios del producto en sus dos variedades, y ii) la caída del precio del papel recuperado, materia prima con la que se produce papel reciclado. En sentido contrario, hemos revisado

a la baja ligeramente nuestras expectativas de EBITDA para el negocio de Cartón, ya que entendemos que el fuerte repunte de los precios de papel hará ahora algo más complicado el traspaso de los mismos a los precios del cartón, especialmente en el mercado francés, donde la mayor competencia está retrasando este proceso. Así, esperamos ahora que el **EBITDA consolidado recurrente** del Grupo alcance en 2018 los EUR 193,01 millones cuando antes teníamos una estimación de EUR 170,88 millones. En términos de margen EBITDA sobre ventas consolidadas, señalar que esperamos ahora que éste se sitúe en 2018 en el 21,3%, muy por encima del 18,2% de 2017 y de nuestra anterior estimación, que era del 18,0%. Para 2019 esperamos ahora un EBITDA de EUR 189,00 millones, ligeramente inferior al de 2018 (vemos difícilmente sostenibles los amplios márgenes que alcanzará el área de Papel en 2018), que en términos de ventas consolidadas se situará en el 20,5% (17,8% en nuestras anteriores estimaciones). Por último, esperamos para 2020 un EBITDA de 187,16 millones y un margen del 19,9%, en ambos casos muy elevados en términos relativos históricos.

El menor apalancamiento financiero que presenta ahora la Compañía tendrá un efecto positivo en los gastos financieros netos, que irán progresivamente bajando en los próximos ejercicios. Ello, y una tasa impositiva estable a niveles del 25%, permitirá que el **beneficio neto atribuido** de PAC se sitúe en el 2018 en los EUR 101,34 millones, cifra muy superior a los EUR 77,96 millones de 2017 (+30%) y a los EUR 81,39 millones de nuestra anterior estimación. Para 2019 esperamos ahora un beneficio neto atribuible de EUR 98,52 millones (-2,8% vs. 2018), que también supera con creces los EUR 82,13 millones de nuestra anterior estimación. Por último, esperamos que este margen se sitúe en los EUR 97,38 millones en 2020.

Cuadro n. 1
ESTIMACIONES DE RESULTADOS EUROPAC (2018 / 2020)

EUR millones	2017	2018E	% 18 / 17	2019E	% 19 / 18	2020E	% 20 / 19	tacc 20 / 17
Ventas netas consolidadas	868,22	907,58	4,5%	923,22	1,7%	939,44	1,8%	2,7%
Ventas agregadas	1.185,86	1.227,24	3,5%	1.247,67	1,7%	1.269,19	1,7%	2,3%
EBITDA consolidado	158,25	193,01	22,0%	189,00	-2,1%	187,16	-1,0%	5,8%
margen s/ventas consolidadas	18,2%	21,3%		20,5%		19,9%		n.s.
Beneficio neto atribuible	77,96	101,34	30,0%	98,52	-2,8%	97,38	-1,2%	7,7%
ROE (fondos propios medios)	20,0%	22,9%	2,9 p.p.	19,8%	-3,1 p.p.	17,8%	-1,9 p.p.	n.s.
ROCE (capital invertido medio)	11,1%	14,4%	3,3 p.p.	13,4%	-1,0 p.p.	12,8%	-0,6 p.p.	n.s.

Fuente: Europa resultados 2017; Estimaciones Link Securities.

Con estos resultados las rentabilidades en términos de fondos propios medios (ROE) y en términos de recursos empleados medios (ROCE) aumentarán sensiblemente en 2018 para luego ir reduciéndose en 2019 y 2020, tal y como se muestra en el cuadro n. 1 adjunto, principalmente penalizados por el menor apalancamiento financieros que presentará el Grupo, todo ello 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 EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT logrado por el Grupo en el ejercicio supera al coste de oportunidad del capital invertido, medido en términos de fondos propios y deuda bruta, cifra a la que se aplica el WACC, siempre según nuestras estimaciones.

DE NO MEDIAR NUEVAS INVERSIONES, QUE CREEMOS QUE ES FACTIBLE QUE SE PRODUZCAN, EL APALANCAMIENTO FINANCIERO DEL GRUPO SE REDUCIRÁ SENSIBLEMENTE EN LOS PRÓXIMOS AÑOS

Esperamos que el endeudamiento de PAC en el periodo proyectado (2018 / 2020) 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 150 millones (EUR 20 millones anuales más que en nuestras anteriores estimaciones) ; y ii) la estabilización de sus inversiones (capex) en aproximadamente unos EUR 60 millones anuales (cifra algo superior 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 270 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 150 millones en el periodo-, y para reducir su endeudamiento a un ritmo anual de unos EUR 40 millones.

De esta forma, calculamos que al cierre de 2020 la deuda neta del Grupo rondará los EUR 115 millones, unas 0,6x (veces) el EBITDA estimado para el año. Cabe recordar que el objetivo establecido por la Compañía en su nuevo plan de negocio 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 de más de EUR 250 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.

ENTENDEMOS QUE, DADAS LAS EXPECTATIVAS DE RESULTADOS QUE MANEJAMOS PARA LA COMPAÑÍA, ÉSTA DEBERÍA PLANTEARSE UNA MEJORA SUSTANCIAL DE SU YA DE POR SÍ ATRACTIVA POLÍTICA DE REMUNERACIÓN DEL ACCIONISTA

La Compañía ha instaurado un *payout* que fluctuará entre el 40 y el 50% según los ejercicios. En el periodo proyectado 2018 / 2020 hemos considerado que esta ratio no bajará del 50%. De ser así, las rentabilidades estimadas por dividendo que ofrece la Compañía a precios actuales de la acción son sensiblemente 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 el año pasado. 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 en septiembre de 2017, operación aprobada en la Junta General de Accionistas de junio. Actualmente, PAC sigue manteniendo más de 5,9 millones de acciones en autocartera, equivalentes al 5,9% de su capital social. Consideramos que dado el ya reducido *free-float* de PAC, cercano al 46% (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

Europac (PAC), Abril 2018

la liquidez del valor. En este sentido, entendemos que PAC debería aprovechar esta situación para potenciar la 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 la reducida 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, que es la “solución” que más nos gusta.

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

LA SUSTANCIAL MODIFICACIÓN AL ALZA DE NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS DE EUROPAC PARA EL PERIODO 2018 / 2020 NOS LLEVA A INCREMENTAR TAMBIÉN DE FORMA SENSIBLE NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA LAS ACCIONES DE LA COMPAÑÍA

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 1.920,66 millones (EUR 1.489,69 millones; anterior valoración de diciembre 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 19,35 muy por encima de los EUR 15,01 alcanzados en diciembre. 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 46% neto de autocartera, que es reducido ya que en términos de capitalización bursátil se limita a aproximadamente EUR 700 millones y iii) la liquidez bursátil del valor, que es baja en términos relativos a los principales valores del mercado bursátil español.

Europac (PAC), Abril 2018

Por tanto, y tras aplicar el mencionado descuento al resultado obtenido mediante este método, alcanzamos un valor por acción de EUR 13,55 (EUR 10,51; anterior valoración), lo que supone que a precios actuales los títulos de PAC estarían cotizando con una prima (+14%) 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** 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 1.468,02 millones, sensiblemente superior a los EUR 1.075,52 millones de nuestra valoración de diciembre. En términos por acción supondría un precio objetivo de EUR 14,79 (EUR 10,84; anterior valoración). En función de este nuevo precio objetivo, las acciones de PAC cotizarían también con una ligera prima, del 4,5%.

En el cuadro siguiente presentamos los resultados obtenidos:

Cuadro n. 2
VALORACIÓN DE EUROPAC POR RELATIVOS

Grupo Referencia	Precio EUR 24-abr-18	capitalización EUR millones	País	PER 2018E	EV/EBITDA 2018E	Precio/CF libre 2018E	renta. Dividendo 2018E
DS Smith Plc	5,90	6.336	UK	13,5 x	8,1 x	14,0 x	3,47%
Mondi plc	23,43	8.603	UK	14,3 x	8,3 x	23,4 x	2,95%
Smurfit Kappa Group Plc	35,42	8.420	Irlanda	14,9 x	8,0 x	16,7 x	2,61%
Packaging Corporation of America	93,33	8.806	EEUU	14,8 x	8,7 x	15,4 x	2,28%
International Paper Company	43,19	17.887	EEUU	10,8 x	7,0 x	10,0 x	3,63%
Grupo Referencia (múltiplos mediana)				14,3 x	8,1 x	15,4 x	2,95%
Valoración Europac - EUR				14,56	14,72	12,57	17,32
Valoración Media Europac - EUR							14,79

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 1.406,24 millones (EUR 1.059,15 millones; anterior valoración) equivalente a **EUR 14,17 por acción** (EUR 10,67 por acción; anterior valoración). Este precio objetivo supondría que en la actualidad los títulos de PAC estarían cotizando con una prima del 9% 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.

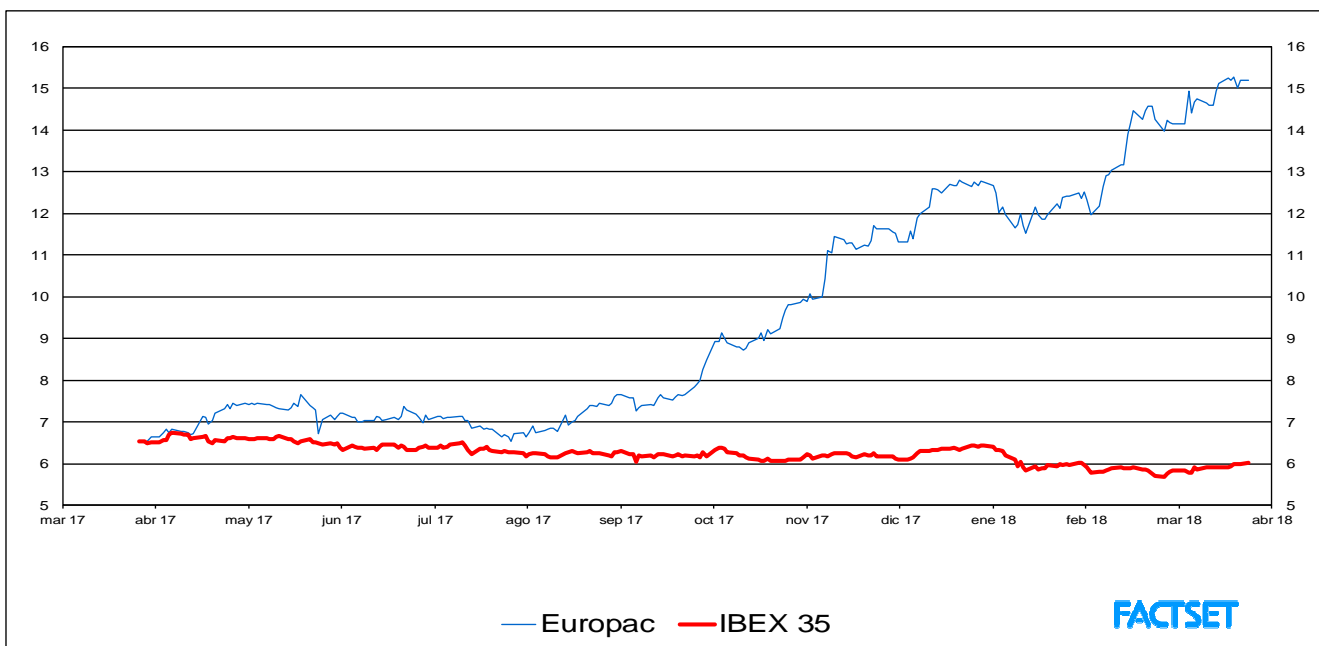
LAS ACCIONES DE EUROPAC HAN SEGUIDO REVALORIZÁNDOSE CON FUERZA EN LOS ÚLTIMOS MESES, SITUÁNDOSE SU PRECIO POR ENCIMA DE NUESTRA ACTUAL VALORACIÓN. ES POR ELLO QUE MANTENEMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DE REDUCIR PARA EL VALOR

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. 2

**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.

Europac (PAC), Abril 2018

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 inferiores a 1,0x Deuda Neta/EBITDA en 2020.

Tras analizar los resultados 2017 publicados por PAC, y dada la fortaleza que sigue mostrando a comienzos del presente ejercicio el negocio de Papel, en el que la Compañía está “largo”, hemos optado por revisar sensiblemente al alza nuestras estimaciones de resultados para los años 2018 y 2019. Además, aprovechamos el presente informe para dar a conocer por primera vez nuestras estimaciones 2020. Señalar que esperamos ahora que la Compañía alcance unos márgenes de explotación sensiblemente superiores a los que estimábamos anteriormente gracias a la fortaleza de los precios de las dos variedades de papel y a la fuerte caída de los precios del papel recuperado, materia prima utilizada para la producción de papel reciclado. No prevemos, además, cambios sustanciales en el escenario macroeconómico en los tres países en los que opera la Compañía: Francia, España y Portugal, por lo que entendemos que la solidez de la demanda de cartón para embalaje continuará en los próximos ejercicios. Aún así, y como mostramos en nuestras estimaciones, creemos que 2018 será el año pico del ciclo para los resultados de PAC, ya que pensamos que a partir de 2019 los márgenes de explotación, aún permaneciendo elevados en términos relativos históricos, bajarán ligeramente, concretamente en el negocio de Papel.

En línea con lo anterior, señalar que, en 2020, 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 250 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, algo que animaríamos a los gestores de PAC a plantearse. En nuestra opinión, la solución más atractiva sería el reparto de la autocartera entre los accionistas como un dividendo extraordinario. No obstante, 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.

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 las últimas 52 semanas (+133% vs. -8,9% del Ibex-35; +37% desde nuestro informe de diciembre) hace que, a precios actuales, y siempre en función de nuestra nueva valoración por fundamentales de **EUR 14,17 por acción**, el valor cotice con sensible 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 hemos optado por mantener nuestra recomendación de **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 700 millones) como por su limitado volumen de contratación en Bolsa en relación a valores más líquidos, nos hacen catalogar la inversión en PAC como de riesgo **ALTO**.

ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
 (Evolución 2012/2017; Proyecciones 2018/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,20	1,13	1,10	0,90	0,92	0,89	0,94	0,80	0,74
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,85	0,79	0,75	0,59	0,64	0,61	0,63	0,54	0,52
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	(53,89)	(55,71)	(52,05)	(68,03)	(56,06)	(51,08)	(61,49)	(68,86)	(63,51)
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,48	0,45	0,42	0,38	0,33	0,33	0,31	0,31	0,30
. F.Propios+int.min./pasivo lp	1,70	1,47	1,23	1,08	0,83	0,82	0,73	0,83	0,81
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,74	0,68	0,63	0,55	0,48	0,48	0,46	0,46	0,44
. Fondos accionista/activo fijo	0,76	0,70	0,65	0,58	0,50	0,50	0,48	0,48	0,46
. Recursos permanentes/activo fijo	1,19	1,17	1,16	1,09	1,09	1,08	1,10	1,03	1,00
. Recursos ajenos/activo total	0,51	0,53	0,57	0,61	0,65	0,66	0,67	0,67	0,69
. Deuda neta/fondos accionista	19%	29%	40%	55%	75%	72%	86%	85%	90%
. EBIT/gastos financieros brutos	17,70	16,11	15,10	9,72	5,90	3,62	2,04	2,50	1,48
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,8%	0,9%	1,0%	1,3%	1,6%	2,1%	2,8%	2,7%	3,8%
. EBITDA/gtos.financieros netos	29,0	25,2	22,6	16,4	12,0	6,6	4,4	4,9	3,4
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	112,98	155,64	197,31	232,97	289,87	266,92	304,58	298,33	298,41
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
. ROA	8,3%	8,6%	9,1%	7,1%	4,4%	3,0%	2,3%	2,6%	1,3%
. ROE	17,8%	19,8%	22,9%	20,0%	13,5%	9,4%	7,4%	8,4%	4,5%
. ROCE	12,8%	13,4%	14,4%	11,1%	7,8%	6,0%	6,2%	6,0%	5,5%
. Fondos propios/capital social	4,1	3,8	3,4	3,0	2,8	2,8	2,8	3,0	2,8
. BA/fondos accionista (A)	22,2%	24,4%	27,6%	23,7%	17,4%	12,4%	6,7%	9,7%	4,4%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	14,8%	15,5%	16,4%	13,2%	9,3%	7,7%	5,5%	7,3%	5,6%
. A/A1	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,6	1,2	1,3	0,8
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
. Margen bruto	51%	51%	51%	51%	50%	49%	48%	49%	49%
. Margen explotación	14,5%	15,0%	15,8%	12,3%	9,7%	7,8%	5,7%	6,8%	5,7%
. BA/ventas	13,8%	14,2%	14,9%	11,7%	8,4%	5,7%	3,1%	4,2%	2,0%
. Bº Neto/ventas	10,4%	10,7%	11,2%	9,0%	6,1%	4,0%	3,2%	3,4%	2,0%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
. Ventas netas/tesorería	7,5	8,3	9,3	10,1	8,3	8,8	7,1	7,2	6,6
. Ventas netas/cuentas a cobrar	9,39	9,66	9,39	11,22	9,08	10,05	13,14	13,10	11,59
. Ventas netas/existencias	9,39	9,66	9,39	11,22	9,08	10,05	13,14	13,10	11,59
. Ventas netas/activo total	79%	80%	80%	80%	72%	74%	72%	75%	68%
DATOS POR ACCIÓN (**)									
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,98	0,99	1,02	0,79	0,50	0,35	0,28	0,32	0,17
. Dividendo por acción (EUR)	0,49	0,50	0,51	0,39	0,29	0,18	0,16	0,14	0,12
. Cash-flow por acción (EUR)	1,49	1,50	1,52	1,31	1,00	0,87	0,77	0,89	0,73
. Valor contable por acción (EUR)	5,75	5,26	4,78	4,15	3,79	3,81	3,87	3,86	3,68
. Precio/valor contable (veces) (*)	2,69	2,94	3,24	3,72	1,38	1,37	0,99	1,00	0,55
RATIOS BURSÁTILES									
. Precio (EUR) (*)	15,46	15,46	15,46	15,46	5,25	5,20	3,83	3,85	2,04
. PER	15,8	15,6	15,1	19,7	10,5	15,0	13,5	12,1	12,3
. Precio/cash-flow	10,3	10,3	10,2	11,8	5,2	6,0	5,0	4,3	2,8
. Rentabilidad por dividendo	3,2%	3,2%	3,3%	2,5%	5,5%	3,5%	4,2%	3,5%	5,7%
. Pay-out	50%	50%	50%	50%	58%	52%	56%	43%	70%

(*) El precio de los años 2017, 2018, 2019 y 2020 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.

ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas	939,44	923,22	907,58	868,22	801,15	805,66	775,14	801,96	723,79
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	4,41	(2,74)	(0,37)	0,21	(0,57)	0,33
Coste de Ventas	(460,55)	(452,60)	(444,93)	(427,80)	(396,84)	(407,34)	(403,77)	(406,56)	(366,99)
MARGEN BRUTO	478,89	470,62	462,65	444,83	401,56	397,96	371,57	394,83	357,13
Gastos Explotación	(309,73)	(299,62)	(287,64)	(315,41)	(293,82)	(302,17)	(291,35)	(299,22)	(277,97)
Otros ingresos explotación	18,00	18,00	18,00	28,83	18,82	15,34	11,10	8,50	10,90
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	187,16	189,00	193,01	158,25	126,57	111,12	91,33	104,11	90,06
Amortización inmovilizado	(50,88)	(50,14)	(49,34)	(51,79)	(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	0,00
BENEFICIO EXPLOTACIÓN	136,28	138,87	143,67	106,47	77,66	62,46	44,45	54,90	41,11
Rdos. financieros netos	(6,45)	(7,51)	(8,54)	(9,63)	(10,55)	(16,73)	(20,99)	(21,05)	(26,54)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	0,37	0,12	0,13	0,25	0,20	0,24
BENEFICIO ORDINARIO	129,84	131,36	135,12	97,20	67,22	45,86	23,70	34,04	14,81
Rdos. Extraordinarios y atípicos	0,00	0,00	0,00	4,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	129,84	131,36	135,12	101,31	67,22	45,86	23,70	34,04	14,81
Impuesto de sociedades	(32,46)	(32,84)	(33,78)	(23,34)	(18,32)	(13,41)	1,08	(6,61)	(0,52)
BENEFICIO NETO	97,38	98,52	101,34	77,96	48,90	32,45	24,78	27,43	14,29
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,02)	0,00	0,00	(0,01)	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	97,38	98,52	101,34	77,96	48,88	32,45	24,78	27,43	14,29
<i>EBITDA</i>	<i>187,16</i>	<i>189,00</i>	<i>193,01</i>	<i>158,25</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>136,28</i>	<i>138,87</i>	<i>143,67</i>	<i>106,47</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>148,25</i>	<i>148,66</i>	<i>150,68</i>	<i>129,75</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 2012/2017; Proyecciones 2018/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
INMOVILIZADO	764,44	753,77	742,29	765,43	748,87	738,63	727,52	726,49
FONDO COMERCIO CONSOLIDACION	94,45	94,45	94,45	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	0,00
ACTIVO CIRCULANTE	297,36	283,04	251,88	264,42	251,38	250,41	255,16	248,06
TOTAL ACTIVO	1.156,25	1.131,26	1.088,61	1.119,28	1.089,67	1.078,46	1.072,11	1.062,19

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013	2012
FONDOS PROPIOS	522,09	474,24	411,88	369,46	356,45	337,11	334,29	318,65
. Capital y prima emisión	198,48	198,48	198,48	194,74	187,25	180,05	173,12	173,12
. Reservas	225,09	174,42	135,44	125,84	136,76	132,28	133,74	131,24
. Beneficio sociedad dominante	98,52	101,34	77,96	48,88	32,45	24,78	27,43	14,29
SOCIOS EXTERNOS	0,09	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	0,00
INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	15,55	15,55	15,55	16,84	14,82	16,57	15,49	14,27
ACREEDORES LARGO PLAZO	356,37	384,15	381,83	445,30	434,80	459,77	402,25	395,66
ACREEDORES CORTO PLAZO	262,15	257,23	279,27	287,59	283,60	265,01	320,04	333,58
TOTAL PASIVO	1.156,25	1.131,26	1.088,61	1.119,28	1.089,67	1.078,46	1.072,11	1.062,19
Número acciones (millones) (*)	99,2	99,2	99,2	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.

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 31/12/17	411,88	64%	6,29%	--	6,29%	4,02%
Deuda neta 31/12/17 (EUR millones)	232,97	36%	8,48%	25,00%	6,36%	2,30%
Total	644,85	100%				6,32%

(*) 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.)	238,89		
Valor residual	1.909,03		
Total	2.147,92	91,21	(318,47)
Valoración por acción - EUR			19,35
Valoración con descuento del 30%			13,55

Tir bono 10 años:	1,31%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	5,86%
Beta:	0,85
Prima de riesgo:	5,0%
PER Residual:	20,8

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS
(Evolución 2012/2017; Proyecciones 2018/2020)**

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	41,11	54,90	44,45	62,45	77,66	106,47	143,67	138,87	136,28
Impuestos imputables al EBIT	(1,45)	(10,66)	2,02	(18,26)	(21,17)	(25,49)	(35,92)	(34,72)	(34,07)
EBIT ajustado (NOPLAT)	39,66	44,24	46,47	44,19	56,49	80,99	107,75	104,15	102,21
Amortización	48,95	49,21	46,88	48,67	48,91	51,79	49,34	50,14	50,88
Amortización fondo de comercio	0,00	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	0,00
Cash-flow explotación ajustado	88,61	93,45	93,35	92,86	105,41	132,78	157,09	154,29	153,09



Europac (PAC), Abril 2018

