

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

EBRO FOODS (EBRO)

Actualización

Sector: Bienes de Consumo (Alimentación y Bebidas)

COMPRAR
 RIESGO: MEDIO

Accionistas

 Familia Hernández: 16,0%
 C.F. Alba: 12,0%
 SA Damm: 11,5%
 Alicesa (SEPI): 10,4%
 Herederos de Juan Luis Gómez-Trenor: 7,8%

Analista: Paula Sampredo, CFA

 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 (10/09/18): EUR 18,32
Precio objetivo (12 meses): EUR 22,59
 # de acciones (mill): 153,87
 Capitalización bursátil (mill): EUR 2.818,81
 Máx/Mín 2018: EUR (21,56/17,86)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (21,56/17,86)
 % Máx/Mín (12 meses): -15/3

 PER 13: 19,7
 PER 14: 14,4
 PER 15: 19,3
 PER 16: 18,0
 PER 17: 12,8
 PER 18 E: 17,5
 PER 19 E: 15,1
 PER 20 E: 14,2
 PER 21 E: 13,5

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	B° Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2013	10,5	282,39	132,76	190,20	0,86	1,24	0,50	58
2014	8,8	287,25	146,01	220,45	0,95	1,43	0,51	54
2015	10,2	314,72	144,85	223,31	0,94	1,45	0,54	57
2016	10,2	344,14	169,72	252,84	1,10	1,64	0,57	52
2017	9,3	359,00	220,60	309,84	1,43	2,01	0,57	40
2018E	10,1	330,24	161,17	254,66	1,05	1,66	0,47	45
2019E	8,9	361,38	186,97	284,32	1,22	1,85	0,55	45
2020E	8,3	373,08	198,03	294,54	1,29	1,91	0,58	45
2021E	7,7	381,30	208,20	303,92	1,35	1,98	0,61	45

(*) EUR millones

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

- **Ebro Foods (EBRO, la Compañía o el Grupo) es la principal multinacional de alimentación española**, operando en los sectores del arroz y la pasta principalmente, en los que tiene posiciones de liderazgo internacional.
- **Su posición es fruto de un proceso de crecimiento y diversificación que, además, le ha permitido enfocarse en los segmentos de mayor valor añadido** en los sectores en los que opera, reduciendo significativamente el peso del negocio industrial.
- **Este posicionamiento marquista**, en los segmentos de mayor valor añadido, **le facilita la protección de sus cuotas de mercado**, especialmente frente a la marca blanca.
- En la misma línea, **le ha permitido defender unos saludables márgenes de explotación**, manteniendo un margen EBITDA/ventas del 12%-16% a lo largo de la última década.
- **EBRO cuenta con una sólida estructura financiera**, con un nivel de endeudamiento neto equivalente a 1,4 veces EBITDA al cierre de 2017, **por lo que tiene capacidad para seguir llevando a cabo operaciones corporativas de cierta magnitud** si identifica oportunidades interesantes que consideren que aportan valor al Grupo.
- No obstante, **los resultados de EBRO en el 1S2018 se han visto fuertemente penalizados debido a factores en su mayoría coyunturales**, entre ellos un fuerte repunte de los precios del arroz, así como de otros costes logísticos, de personal en EEUU, lanzamiento de nuevos productos, etc.
- **Este incremento de costes se ha traducido en un descenso del EBITDA del Grupo del 17% interanual en el 1S2018** y ha provocado un retroceso de la cotización de las acciones de EBRO de alrededor del 15% en el 3T2018 hasta el momento.
- En cualquier caso, **esperamos** que este descenso sea puntual y **que los resultados del Grupo recuperen en 2019 los niveles alcanzados en 2017**. Posteriormente, proyectamos una tasa moderada de crecimiento en los resultados del Grupo, hasta alcanzar un EBITDA de EUR 381 millones en 2021, lo que implica un crecimiento del 1,5% tacc en el periodo proyectado.
- **Hemos establecido un precio objetivo de EUR 22,59 para las acciones de EBRO**, con lo que, a los actuales niveles de cotización, éstas presentan un potencial de revalorización del 23%. Además, el valor ofrece una rentabilidad por dividendo estimada de más del 3,0% anual en los próximos años. Por otro lado, consideramos que el perfil del Grupo, con una posición muy sólida y diversificada en el sector de la alimentación (sector de naturaleza defensiva), que le permite defender unos saludables márgenes de explotación, hace de las acciones de EBRO un valor atractivo para tener en cartera. Así, creemos que el reciente descenso de las acciones del Grupo constituye una oportunidad para entrar en el valor. Por todo ello, **modificamos nuestra Recomendación desde ACUMULAR hasta COMPRAR**

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: MEDIO

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

LOS RESULTADOS DE EBRO EN EL 1S2018 SE VEN PENALIZADOS ESPECIALMENTE POR UNA SERIE DE FACTORES COYUNTURALES EN EL NEGOCIO ARROCERO ESTADOUNIDENSE

Los resultados de EBRO en el primer semestre (1S2018) registraron significativos descensos respecto al mismo periodo del año anterior, con retrocesos pronunciados en la división de Arroz, y en concreto en EEUU, y en menor medida en la división de Pasta, por los motivos que señalamos más adelante. No obstante, recordamos que los resultados alcanzados en 2017 fueron extraordinariamente buenos.

Así, aunque la cifra de negocio aumentó un 2,3% respecto al 1S2017, hasta EUR 1.277,4 millones, los mayores costes registrados en el semestre resultaron en un descenso del cash flow de explotación (EBITDA) del 16,6%, hasta EUR 151,5 millones y un deterioro del margen EBITDA/ventas desde el 14,6% en el 1S2017 hasta el 11,9% en el 1S2018. Por divisiones la evolución fue la siguiente:

Cuadro n. 1

RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN POR DIVISIÓN 1S2018

ARROZ	1S2018	18/17 (%)
Ventas	688,3	2,3
EBITDA	85,9	(22,2)
EBITDA/ventas (%)	12,5	(3,9) p.p.

PASTA	1S2018	18/17 (%)
Ventas	617,0	2,1
EBITDA	70,5	(7,8)
EBITDA/ventas (%)	11,4	(1,3) p.p.

Fuente: Presentación de resultados de la compañía

- Arroz:** El EBITDA cayó un 22,2% interanual, hasta EUR 85,9 millones, con un descenso de este margen sobre ventas desde el 16,4% en el 1S2017 hasta el 12,5%. Esta mala evolución se ha debido principalmente al negocio en Norteamérica, por una serie de factores: i) incremento de los precios de la materia prima, especialmente en EEUU y con menor repercusión en Europa; ii) altos costes industriales en la puesta en marcha de nuevas líneas microondas y la ampliación de las instalaciones de Bangkok, que ha impedido a la compañía aprovisionarse con normalidad; iii) la falta de trabajadores en EEUU debido a la situación de pleno empleo del país; iv) fuerte subida del coste logístico por la falta de transportistas y el encarecimiento de los carburantes. La Compañía ha comenzado a traspasar a sus precios este incremento de los costes.

Además, EBRO ya está tomando medidas para contrarrestar el incremento de costes en la división arrocera en EEUU y se plantea la reestructuración de la actividad de las instalaciones de Freeport, lo que podría conllevar que se deshaga de las actividades de menor valor añadido y margen.

- Pasta:** El EBITDA retrocedió un 7,8% interanual, hasta EUR 70,5 millones, afectado por una mayor actividad promocional por parte de la industria y por el coste del lanzamiento de la marca Garofalo en distintos mercados, así como por la entrada en pérdidas de Roland Monterrat por la situación de alta competencia que existe en el segmento de sándwiches. En EEUU la división se ha visto afectada, al igual que la división arrocera, también por el encarecimiento de los costes logísticos.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

En la misma línea el beneficio de explotación (EBIT) retrocedió un 23,3%, hasta EUR 109,6 millones y el beneficio neto atribuible un 17,1%, hasta EUR 76,3 millones.

HEMOS REVISADO NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA 2018 Y 2019 A LA BAJA, RECOGIENDO LA PRESIÓN EN LOS MÁRGENES DE EXPLOTACIÓN QUE ESTÁ REGISTRANDO EL GRUPO

Hemos revisado nuestras estimaciones de resultados para 2018 y 2019 a la baja, recogiendo la presión que está registrando el Grupo en sus márgenes de explotación, y que hemos explicado en el punto anterior. Consideramos que dicha presión es en su mayor parte coyuntural, por lo que los márgenes deberían comenzar a recuperarse ya a partir de la segunda mitad de este año (2S2018). No obstante, sí creemos que ciertos incrementos de costes, como los derivados de la escasez de mano de obra en EEUU, persistirán en el tiempo. Esto se traducirá en un descenso de los resultados en 2018 y una progresiva recuperación en 2019 y siguientes ejercicios. En concreto, esperamos que a nivel de EBITDA, EBRO consiga recuperar ya en 2019 los niveles alcanzados en 2017 –no a nivel de beneficio neto ya que recordamos que en el ejercicio 2017 la Compañía contabilizó un impacto extraordinario positivo derivado de la reforma fiscal estadounidense por importe de EUR 50,6 millones.

Con esto, esperamos que la cifra de negocio registre una moderada tasa de crecimiento del 2,5% tacc hasta 2021 (cifras que no difieren significativamente de las estimaciones anteriores, de mayo de 2017, que alcanzaban hasta el ejercicio 2019, tal y como mostramos en el cuadro n. 2). Por el contrario, sí hemos recogido en nuestras estimaciones el deterioro del margen de explotación que está registrando el Grupo en 2018 y que esperamos se vaya recuperando paulatinamente en los próximos ejercicios. Con esto, esperamos un descenso del EBITDA desde EUR 359,0 millones en 2017 hasta EUR 330,2 millones en 2018, descenso que se revertirá totalmente en 2019, con un EBITDA de EUR 361,4 millones proyectado, y que esperamos que siga aumentando hasta EUR 373,1 millones en 2020 y EUR 381,3 millones en 2021.

Cuadro n. 2
ESTIMACIONES DE VENTAS Y EBITDA GRUPO CONSOLIDADO –2017–2021E

Estimaciones actuales	EUR millones	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	TACC 21/17 (%)
Ventas		2.507,0	2.609,6	2.671,9	2.718,6	2.766,0	2,5%
EBITDA		359,0	330,2	361,4	373,1	381,3	1,5%
EBITDA/ventas (%)		14,3%	12,7%	13,5%	13,7%	13,8%	

Estimaciones anteriores	EUR millones	2017E	2018E	2019E
Ventas		2.529,9	2.580,5	2.625,6
EBITDA		364,7	371,0	380,4
EBITDA/ventas (%)		14,4%	14,4%	14,5%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

Por divisiones nuestras estimaciones son las siguientes:

- Arroz:** Así, contemplamos una sustancial reducción del margen EBITDA/ventas de 1,6 puntos porcentuales hasta el 13,7%, lo que supone mejorar la evolución de los márgenes registrados en el 1S2018, ya que esperamos que vayan desapareciendo los factores coyunturales que han afectado al 1S2018. Así, esperamos que el impacto del encarecimiento de la materia prima se vaya corrigiendo tanto vía una moderación de la misma como por su repercusión en los precios finales al consumidor por parte de EBRO. Igualmente, esperamos que las medidas que el Grupo está tomando para solventar las ineficiencias en EEUU se vean reflejadas en cierta mejora de los márgenes también a partir de 2019.

No hemos proyectado una reestructuración de las actividades en Freeport ya que es una decisión que todavía no se ha adoptado. En caso de llevarse a cabo, se produciría un importante descenso en las ventas de la división, y un impacto en EBITDA ligeramente positivo, ya que se trata de una actividad de gran volumen en ventas, pero sin apenas margen, margen que posiblemente sea negativo en 2018.

Cuadro n. 3
ESTIMACIONES DE VENTAS Y EBITDA DIVISIÓN DE ARROZ –2017–2021E

Estimaciones actuales	EUR millones	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	TACC 21/17 (%)
Ventas		1.345,0	1.374,5	1.395,1	1.416,0	1.437,3	1,7%
EBITDA		206,0	187,7	207,0	212,2	216,8	1,3%
EBITDA/ventas (%)		15,3%	13,7%	14,8%	15,0%	15,1%	

Estimaciones anteriores	EUR millones	2017E	2018E	2019E
Ventas		1.322	1.349	1.369
EBITDA		212	212	216
EBITDA/ventas (%)		16,0%	15,7%	15,8%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.

- Pasta:** En el caso de la Pasta, esperamos una recuperación más paulatina, ya que creemos que ciertos de los costes extra en que está incurriendo el Grupo seguirán manteniéndose todavía durante un tiempo, diluyéndose de forma más gradual. Por el lado contrario, contemplamos cierto efecto positivo (2-3 puntos básicos) en los márgenes de la inclusión en los resultados del Grupo de la compañía italiana de pasta fresca Bertagni, recientemente adquirida, a partir de abril de este año.

Cuadro n. 4
ESTIMACIONES DE VENTAS Y EBITDA DIVISIÓN DE PASTA –2017–2021E

Estimaciones actuales	EUR millones	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	TACC 21/17 (%)
Ventas		1.218,4	1.296,5	1.339,7	1.366,5	1.393,8	3,4%
EBITDA		163,0	152,1	164,4	170,8	174,2	1,7%
EBITDA/ventas (%)		13,4%	11,7%	12,3%	12,5%	12,5%	

Estimaciones anteriores	EUR millones	2017E	2018E	2019E
Ventas		1.272,5	1.297,9	1.323,9
EBITDA		162,9	168,7	173,4
EBITDA/ventas (%)		12,8%	13,0%	13,1%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.

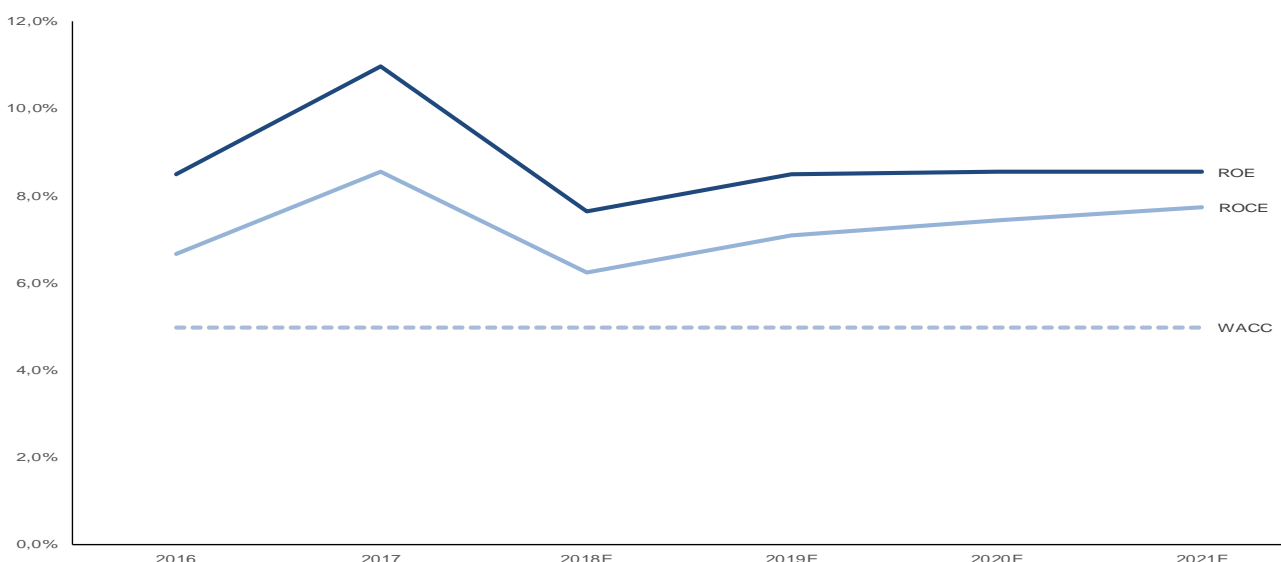
Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

Además, esperamos cierto incremento de los costes de amortización en 2018 derivado del incremento en la inversión en 2018, pasando de EUR 79,7 millones en 2017 hasta un nivel de EUR 86–89 millones anuales en el periodo proyectado. Con ello, proyectamos un descenso del EBIT desde EUR 279,3 millones en 2017 hasta EUR 243,8 millones en 2018 y una posterior recuperación progresiva hasta EUR 294,6 millones en 2021, lo que implica una tasa de crecimiento compuesto (tacc) del 1,3% en el periodo proyectado.

Igualmente, esperamos un ligero incremento de los gastos financieros en 2018 hasta EUR 14,6 millones desde EUR 11,1 millones en 2017, derivado de un leve incremento del endeudamiento, fruto de una mayor actividad inversora en el ejercicio –principalmente por la adquisición de Bertagni por importe de EUR 130 millones. Posteriormente, contemplamos un progresivo descenso de los gastos financieros hasta EUR 7,8 millones en 2021. En cuanto al endeudamiento neto, nuestras estimaciones contemplan un incremento desde EUR 513,1 millones en 2017, hasta EUR 518,1 millones en 2018 y a partir de entonces un progresivo descenso, hasta 125,0 millones en 2021. Estas estimaciones tienen en cuenta una inversión orgánica de unos EUR 70 millones anuales y un reparto de dividendos equivalente a un *pay-out* del 45%.

Por último, hemos calculado una tasa impositiva del 28% en 2018 y del 26% en el resto del periodo proyectado, frente al 12,9% en 2017 (porcentaje que recoge el impacto positivo extraordinario de la reforma fiscal estadounidense) y al 32,2% en 2016. Con esto, calculamos que el beneficio neto de EBRO se situará en EUR 161,2 millones en 2018, frente a EUR 220,6 millones en 2017, para volver a subir a EUR 187,0 millones en 2019, EUR 198,0 millones en 2020 y EUR 208,2 millones en 2021.

Con estas proyecciones, tal y como se muestra en el gráfico n.1, la rentabilidad sobre el capital invertido (ROCE) seguirá siendo superior al coste medio ponderado del capital (WACC), por lo que el Grupo seguirá creando valor en términos de Economic Value Added (EVA). Igualmente, la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) superará al ROCE en todo el periodo proyectado, lo que indica que la estructura financiera seguirá siendo eficiente en términos de la rentabilidad alcanzable por el accionista.

Gráfico n. 1
ROE Y ROCE VS WACC (2016–2021E)


Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016–2017; estimaciones propias.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

REVISAMOS A LA BAJA NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA EL VALOR DESDE EUR 24,85 HASTA EUR 22,59 POR ACCIÓN, LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 23%

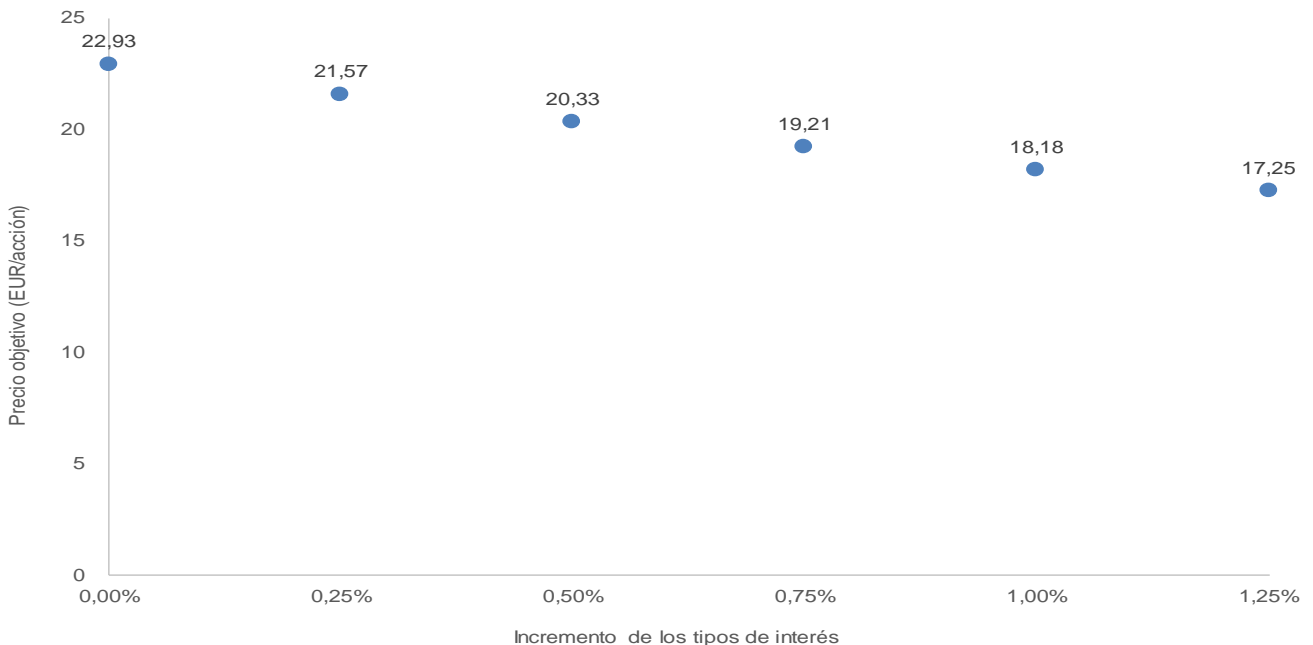
Hemos valorado EBRO utilizando dos metodologías: un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos y una valoración por multiplicadores bursátiles.

Utilizando el modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 3.528,50 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 22,93. Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2018–2021. El coste medio ponderado del capital del Grupo (*WACC*), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 4,97% –su cálculo se recoge en el anexo 3. En nuestra valoración de mayo de 2017 habíamos calculado un valor para la Compañía de EUR 3.664,98 millones o EUR 23,82 por acción, aplicando un *WACC* del 5,71%.

Señalar que el actual bajo nivel de los tipos de interés en la Zona Euro y la baja Beta del valor hacen que el *WACC* calculado sea reducido y que la valoración sea muy sensible a variaciones en los tipos de interés, tal y como exponemos a modo ilustrativo en el gráfico n. 2

Gráfico n. 2

SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO A VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS



Fuente: Estimaciones propias.

Nota: Impacto calculado a modo ilustrativo a partir del incremento producido en el *WACC* como consecuencia de un incremento tanto en el bono a 10 años español como en los costes de financiación de la empresa en los importes señalados, *ceteris paribus*.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

Asimismo, hemos valorado el Grupo en función de los multiplicadores bursátiles a los que cotizan las principales compañías de alimentación internacionales cuyos negocios consideramos más comparables a los de EBRO, según las estimaciones de resultados para el 2019 del consenso de analistas *FactSet*. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de EBRO de EUR 22,25, lo que supone un valor para el 100% del Grupo de EUR 3.423,94 millones (EUR 25,89 por acción y EUR 3.983,58 millones para el 100% de la Compañía en mayo de 2017).

Cuadro n. 5
VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS BURSÁTILES – 10/09/2018

	PER 2019E	EV/EBITDA 2019E	PCF 2019E
Multiplicadores medianos grupo de referencia (*)	17,0 x	11,2 x	12,1 x
Valoración EBRO (EUR /acción)	20,69	23,77	22,30
Valoración media EBRO (EUR/acción)			22,25

Fuente: *FactSet*. Elaboración propia.

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

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para EBRO de EUR 3.476,22 millones o EUR 22,59 por acción, lo que a los precios actuales supone un potencial de revalorización del 23%. Anteriormente, nuestro precio objetivo era de EUR 24,85 por acción (EUR 3.824,28 para el 100% de la Compañía).

CREEMOS QUE EL DESCENSO REGISTRADO POR LA COTIZACIÓN DE EBRO ES UNA OPORTUNIDAD PARA ENTRAR EN EL VALOR. MODIFICAMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DESDE ACUMULAR HASTA COMPRAR

EBRO lleva años impulsando un proceso de crecimiento y diversificación en el que se ha deshecho casi en su totalidad de los negocios industriales para apostar por el negocio marquista y por los productos de mayor valor añadido en los dos principales segmentos de alimentación en los que opera: arroz y pasta. Igualmente, y siguiendo su estrategia hacia productos que aportan un mayor valor añadido ha realizado una importante apuesta por las *meal solutions* (soluciones de alimentación), uniendo en sus productos los conceptos de calidad, salud y *convenience* (conveniencia). Este posicionamiento, con marcas líderes en sus categorías, le ha permitido defenderse en entornos del sector muy competitivos, manteniendo unos márgenes saludables del 12%-16% EBITDA/ventas en la última década.

Además, EBRO cuenta con una sólida estructura financiera, habiendo cerrado el ejercicio 2017 con un endeudamiento neto equivalente a 1,4 veces EBITDA, lo que le otorga una importante flexibilidad financiera a la hora de plantearse nuevas incorporaciones al Grupo complementarias a su posicionamiento o que le permitan entrar en nuevos segmentos de mercado. La fuerte generación de caja del Grupo le permite además mantener una atractiva remuneración a su accionista. En nuestras estimaciones contemplamos un pay-out del 45%, lo que implica una rentabilidad por dividendo anual a los precios actuales de alrededor del 3%. De no llevarse a cabo operaciones corporativas de calado en los próximos años no descartamos que el Grupo incremente esta remuneración.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

No obstante, los resultados del Grupo han sufrido un fuerte deterioro en el 1S2018, debido a factores puntuales, entre ellos un fuerte incremento de los precios del arroz y otros incrementos de costes de estructura, que se han traducido en un descenso del EBITDA del Grupo del 17% interanual. Este fuerte deterioro de los resultados ha provocado un importante descenso de la cotización de las acciones de EBRO de alrededor del 15% en el 3T2018.

En cualquier caso, no esperamos que este efecto se mantenga en el tiempo y prevemos una recuperación de los resultados ya a partir de la segunda mitad de 2018 para volver en 2019 a los niveles alcanzados en 2017. Posteriormente, hemos proyectado un moderado crecimiento de los resultados de EBRO, hasta alcanzar un EBITDA de EUR 381,3 millones en 2021, lo que implica una tasa de crecimiento compuesto (tacc) del 1,5% respecto al ejercicio 2017.

Hemos establecido un precio objetivo de **EUR 22,59** para las acciones de EBRO, con lo que, a los actuales niveles de cotización, éstas presentan un potencial de revalorización del 23%. Además, tal y como hemos señalado, el valor ofrece una rentabilidad por dividendo estimada de alrededor del 3,0% anual en los próximos años. Por otro lado, consideramos que el perfil del Grupo, con una posición muy sólida y diversificada en el sector de la alimentación (sector de naturaleza defensiva) que le permite defender unos saludables márgenes de explotación hace de las acciones de EBRO un valor atractivo para tener en cartera siempre que el horizonte de inversión sea a largo plazo. Así, creemos que el reciente descenso de las acciones del Grupo constituye una oportunidad para entrar en el valor. Por todo ello, modificamos nuestra Recomendación desde ACUMULAR hasta **COMPRAR**.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2021)

	2021E	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,14	1,98	1,84	1,72	1,68	1,86	1,74	1,44	1,58
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,22	1,13	1,06	0,98	0,94	1,11	1,03	0,83	0,83
. Fondo de maniobra (Euro. mill.)	506,22	497,23	487,75	472,28	511,90	470,37	414,23	420,58	384,98
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
. F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,70	0,66	0,63	0,60	0,58	0,58	0,59	0,59	0,62
. F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	4,87	3,97	3,31	2,81	2,77	2,41	2,54	3,28	3,38
. F.Propios+Int.Min./activo fijo	1,06	1,00	0,94	0,88	0,90	0,87	0,86	0,88	0,89
. Fondos accionista/activo fijo	1,02	0,97	0,92	0,86	0,88	0,86	0,85	0,87	0,88
. Recursos permanentes/activo fijo	1,27	1,25	1,22	1,20	1,22	1,24	1,20	1,15	1,16
. Recursos ajenos/activo total	0,30	0,33	0,37	0,40	0,42	0,42	0,41	0,41	0,38
. Deuda neta/fondos accionista	5%	11%	17%	24%	25%	21%	22%	22%	20%
. EBIT/gastos financieros brutos	37,74	27,40	21,10	16,68	25,26	33,18	20,41	-29,47	43,01
. Gastos financieros netos/ventas n.	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,4%	0,3%	0,5%	-0,4%	0,3%
. CF explot./gts.financieros netos	48,8	35,9	28,0	22,6	32,5	42,7	26,1	-37,2	53,7
. Endeudamiento neto (EUR millones)	125,0	260,8	391,7	518,1	513,1	446,1	428,2	406,4	336,9
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
. ROA (**)	5,9%	5,6%	5,3%	4,6%	6,5%	5,0%	4,7%	5,3%	5,5%
. ROE (**)	8,5%	8,5%	8,5%	7,6%	11,0%	8,5%	7,7%	8,7%	8,8%
. ROCE	7,7%	7,4%	7,1%	6,2%	8,6%	6,6%	6,4%	7,1%	7,1%
. BAII/fondos accionista (A)	11,9%	12,0%	11,9%	11,0%	12,7%	12,8%	12,0%	12,1%	12,4%
. BAII/recursos permanentes (A1)	9,6%	9,4%	9,1%	8,3%	9,5%	9,3%	9,4%	9,7%	10,3%
. A/A1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
. Margen bruto	46,5%	46,5%	46,5%	45,5%	47,4%	46,9%	43,8%	43,9%	44,7%
. EBITDA/ventas	13,8%	13,7%	13,5%	12,7%	14,3%	14,0%	12,8%	13,5%	14,4%
. Margen explotación	10,7%	10,5%	10,2%	9,3%	11,1%	10,9%	10,0%	10,7%	11,6%
. BAII/ventas	10,5%	10,3%	9,9%	8,9%	10,5%	10,5%	9,3%	10,2%	10,8%
. B°Neto/ventas	7,8%	7,6%	7,3%	6,4%	9,2%	7,1%	6,1%	7,1%	7,2%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
. Ventas/tesorería	12,61	12,61	12,65	10,91	8,94	9,78	12,19	14,80	14,60
. Ventas/cuentas a cobrar	6,72	6,72	6,75	6,78	6,65	6,56	6,82	6,49	6,20
. Ventas/existencias	5,31	5,31	5,33	4,95	4,79	5,30	5,68	5,22	5,34
. Ventas/activo total	0,75	0,74	0,73	0,71	0,69	0,70	0,75	0,71	0,71
DATOS POR ACCIÓN									
. Beneficio neto por acción (Euro)	1,35	1,29	1,22	1,05	1,43	1,10	0,94	0,95	0,86
. Dividendo por acción (Euro)	0,61	0,58	0,55	0,47	0,57	0,57	0,54	0,51	0,50
. Cash-flow por acción (Euro)	1,98	1,91	1,85	1,66	2,01	1,64	1,45	1,43	1,24
. Valor contable por acción (Euro)	16,22	15,44	14,70	13,96	13,48	13,51	12,78	12,02	11,09
. Precio/valor contable (*)	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4	1,1	1,5
RATIOS BURSÁTILES									
. Precio (Euro) (*)	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	19,91	18,16	13,71	17,03
. PER (veces)	13,5	14,2	15,1	17,5	12,8	18,0	19,3	14,4	19,7
. Precio/Cash-flow	9,3	9,6	9,9	11,1	9,1	12,1	12,5	9,6	13,8
. Rentabilidad por dividendo	3,3%	3,2%	3,0%	2,6%	3,1%	2,9%	3,0%	3,7%	2,9%
. Pay-out	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	39,8%	51,7%	57,4%	53,7%	57,9%

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2017-2021 es la actual.

(**) Ajustados descontando resultados no recurrentes

Fuente: Memorias anuales de EBRO. Estimaciones propias.

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018
ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
(Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2021E	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013
Cifra de negocio	2.766,01	2.718,56	2.671,93	2.609,56	2.506,97	2.459,25	2.461,92	2.120,72	1.956,65
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	23,88	16,23	12,42	0,95	6,04
Coste de ventas	(1.479,82)	(1.454,43)	(1.429,48)	(1.422,21)	(1.331,01)	(1.314,48)	(1.391,65)	(1.189,29)	(1.084,45)
MARGEN BRUTO	1.286,19	1.264,13	1.242,45	1.187,35	1.199,84	1.161,00	1.082,69	932,39	878,24
Gastos Explotación	(1.019,25)	(1.006,14)	(997,00)	(969,67)	(949,69)	(932,06)	(859,34)	(743,64)	(682,36)
Otros ingresos explotación	27,66	27,19	26,72	26,10	20,93	35,67	19,03	28,63	17,03
RESULTADO DE LAS OPERACIONES	294,61	285,17	272,16	243,78	271,08	264,61	242,38	217,38	212,91
Resultado financiero	(7,81)	(10,41)	(12,90)	(14,62)	(11,06)	(8,06)	(12,07)	7,71	(5,26)
Otros ajustes y resultados	4,46	4,37	4,28	4,19	4,11	2,86	(0,58)	(9,34)	3,00
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	291,27	279,14	263,54	233,36	264,13	259,41	229,72	215,75	210,65
Impuesto de sociedades	(74,21)	(72,69)	(68,63)	(65,34)	(34,16)	(83,59)	(79,03)	(64,41)	(69,16)
Resultado operaciones descontinuadas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(2,22)	(7,51)
RESULTADO CONSOLIDADO	217,05	206,45	194,92	168,02	229,97	175,82	150,69	149,12	133,98
Socios externos	(8,85)	(8,42)	(7,95)	(6,85)	(9,37)	(6,10)	(5,84)	(3,11)	(1,22)
RESULTADO ATRIBUIDO	208,20	198,03	186,97	161,17	220,60	169,72	144,85	146,01	132,76
<i>EBITDA</i>	<i>381,30</i>	<i>373,08</i>	<i>361,38</i>	<i>330,24</i>	<i>359,00</i>	<i>344,14</i>	<i>314,72</i>	<i>287,25</i>	<i>282,39</i>
<i>EBIT</i>	<i>294,61</i>	<i>285,17</i>	<i>272,16</i>	<i>243,78</i>	<i>279,31</i>	<i>267,31</i>	<i>246,31</i>	<i>227,24</i>	<i>226,36</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>303,92</i>	<i>294,54</i>	<i>284,32</i>	<i>254,66</i>	<i>309,84</i>	<i>252,84</i>	<i>223,31</i>	<i>220,45</i>	<i>190,20</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
(Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013
ACTIVOS NO CORRIENTES	2.473,23	2.492,45	2.367,42	2.410,76	2.311,88	2.133,78	1.931,57
ACTIVOS CORRIENTES	1.209,02	1.182,83	1.293,28	1.235,05	1.091,80	1.028,29	841,11
TOTAL ACTIVO	3.682,26	3.675,28	3.660,70	3.645,80	3.403,68	3.162,07	2.772,68

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013
FONDOS PROPIOS	2.262,55	2.148,10	2.074,64	2.079,33	1.966,26	1.849,49	1.705,76
SOCIOS EXTERNOS	62,08	54,14	47,29	27,08	26,66	24,32	22,51
PASIVOS NO CORRIENTES	702,18	783,52	767,34	874,73	784,55	572,04	512,03
PASIVOS CORRIENTES	655,45	689,52	771,43	664,68	626,21	716,22	532,39
TOTAL PASIVO	3.682,26	3.675,28	3.660,70	3.645,80	3.403,68	3.162,07	2.772,68
Número acciones (millones)	153,87	153,87	153,87	153,87	153,87	153,87	153,87

Fuente: Memorias anuales EBRO. Estimaciones propias

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018
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 2012E	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17	2.074,64	80%	5,64%	--	5,64%	4,52%
Deuda neta 31/12/17 (Euro mill.)	513,14	20%	3,17%	28,00%	2,28%	0,45%
Total	2.587,77	100%				4,97%

(*) Coste oportunidad: i) FFP: 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 (Euro mill.)	644,62		
Valor residual	3.397,02		
Total	4.041,63	0,00	(513,14)
Valoración por acción - Euro			22,93

Tir bono 10 años:	1,46%
g (crecimiento perpetuo):	0,50%
Prima mercado:	6,43%
Beta:	0,65
Prima de riesgo	4,18%
PER Residual:	22,4

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Beneficio explotación (EBIT)	226,36	227,24	246,31	267,31	279,31	243,78	272,16	285,17	294,61
Impuestos imputables al EBIT	(70,88)	(62,10)	(83,19)	(86,19)	(35,59)	(69,43)	(71,99)	(75,40)	(76,20)
EBIT ajustado (NOPLAT)	155,47	165,14	163,13	181,12	243,73	174,34	200,18	209,78	218,41
Amortización	56,04	60,01	68,41	76,83	79,69	86,47	89,22	87,91	86,69
Cash-flow explotación ajustado	211,51	225,15	231,54	257,95	323,41	260,81	289,39	297,69	305,10



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

Ebro Foods (EBRO), Septiembre 2018

