

Ebro Foods: ¿nuevo dividendo extraordinario en 2021?

Miércoles, 27 de enero de 2021

César Sánchez-Grande – Head of Institutional Research

Durante el 2S20, EBRO materializó la venta de parte del negocio de pasta en Norteamérica por un importe de alrededor de 315 mln eur, repartiendo posteriormente un dividendo extraordinario de 298,5 mln eur.

¿Qué debemos esperar a partir de ahora?:

1- Venta del negocio restante de pasta en Norteamérica: todavía contaría con presencia a través de Olivieri, la marca Ronzoni y la fábrica Winchester). Estimamos que el importe restante a recaudar podría ascender a alrededor de 150 mln eur (40 mln eur Olivieri, 110 mln eur por Ronzoni y Winchester). En el caso particular de Olivieri, a pesar de que sigue sin alcanzar los niveles de rentabilidad esperados (break-even actual), tanto los activos como la marca tiene un valor que estimamos podría alcanzar los 40 mln eur, cifra que se sitúa en la mitad de los 84 mln eur que pagó EBRO en 2013.

2- Analizamos los rumores surgidos en prensa sobre un posible interés por parte de inversores por Panzani, filial francesa de pasta. El pasado mes de noviembre, diversos medios de prensa comentaban el posible acercamiento de Rothschild a EBRO para analizar una hipotética venta de Panzani ante el interés de varios inversores en el sector.

Desde R4, aunque por el momento no hay nada en relación con esta hipotética operación, analizamos desde nuestro punto de vista, las principales implicaciones que podría acarrear de materializarse:

- a.** Tras la operación realizada en Estados Unidos, **no descartamos que EBRO lo repita en Francia con Panzani**, en línea con la estrategia de la compañía de centrarse en producto Premium.
- b.** A pesar de que el posicionamiento de Panzani en Francia es excelente y que, por el momento, no hay una competencia voraz por parte de la competencia, **los elevados múltiplos que se están pagando en operaciones similares** (10x VE/EBITDA pastas Gallo, 11/12x VE/EBITDA y 1,6x ventas del negocio de pasta en Norteamérica de EBRO), **pueden decantar al Consejo a valorar una venta parcial de este negocio.**
- c.** Si finalmente se realizara esta operación, **estimamos que lo que se vendería es el negocio de pasta seca, quedándose EBRO con la pasta fresca, el negocio de salsas y las marcas de arroz.** Desde R4, nuestras estimaciones de EBITDA para el potencial negocio en venta podría rondar los 60 mln eur. El EBITDA total de Panzani superaría los 100 mln eur.
- d.** A los múltiplos de las últimas operaciones realizadas en el mercado, **el valor empresa de la transacción se situaría en el rango de los 600/750 mln eur.** Cabe recordar que EBRO Foods adquirió la totalidad de Panzani en febrero de 2005 por 639 mln eur (337 mln eur +302 mln eur de deuda).

Ebro Foods

¿Cuál sería el destino de los fondos recaudados?

- 1- Estimamos que el importe total podría llegar a ascender a 750/900 mln eur.
- 2- **Sin problemas de endeudamiento:** EBRO Foods cerró 9M2020 con una deuda neta de 898 mln eur (886 mln eur R4e para 2020). Si tomamos como referencia un EBITDA recurrente de 300 mln eur, eliminando el efecto positivo de la pandemia y las desinversiones del negocio de pasta en Norteamérica y de pasta seca de Panzani, estimamos que, aunque la compañía no destine nada a reducción de la deuda, la ratio deuda neta / EBITDA se situaría en el rango de las 3,0x, niveles perfectamente asumibles.
- 3- **Potenciales adquisiciones:** uno de los puntos sobre los que gira la estrategia de EBRO es en continuar aumentando su presencia en el negocio de arroz y pasta Premium. En este sentido, **no descartamos que parte del importe total pueda destinarse a realizar adquisiciones.** Sin embargo, como hemos comentado anteriormente y como ha sucedido en los últimos años, los elevados múltiplos exigidos en este tipo de operaciones pueden frenar las intenciones de EBRO a este respecto.
- 4- **¿Posible dividendo extraordinario?:** como hemos podido comprobar en las últimas operaciones de venta relevantes realizadas por EBRO (pasta Norteamérica, negocio lácteo y negocio de azúcar), la compañía siempre se ha decantado por el reparto de un dividendo extraordinario significativo ante la imposibilidad de encontrar una alternativa de inversión con los suficientes niveles de rentabilidad exigidos por la compañía y siempre a precios que justifiquen la operación. **Desde R4 no descartamos el pago de otro dividendo extraordinario en 2021.**

¿Cuál sería el importe de este posible dividendo extraordinario?

- 1- **Alrededor de 100 mln eur:** si sólo se materializa lo anunciado en la actualidad, la venta del negocio restante de pasta en Norteamérica.
- 2- **Rango de 450/500 mln eur:** si se produjera finalmente la venta del negocio de pasta seca de Panzani.
- 3- **Asumimos reducción de deuda y alguna adquisición:** en el caso de venderse Panzani, asumimos un dividendo de 450/500 mln eur, 150/200 mln eur para reducción de deuda y otros 150/200 mln eur para realizar adquisiciones.

Conclusión

Estimamos que los precios actuales de cotización no descuentan las buenas previsiones de la compañía para 2021, ni el potencial pago de otro dividendo extraordinario. Dicho esto, a pesar de que gracias a las vacunas se esté viendo la luz al final del túnel, desde R4 estimamos que el camino será largo y no exentos de altibajos ante noticias puntuales. En este sentido, mantenemos una estrategia de ir girando a ciclo, pero de forma cautelosa en una proporción de 60% ciclo 40% defensivos. En este escenario, **consideramos que EBRO es una excelente opción de formar parte de este fondo de armario más defensivo por:**

- 1- **Buenas perspectivas de resultados:** el recrudescimiento en las últimas semanas de la crisis sanitaria y el endurecimiento de las medidas de restricción del movimiento impactarán positivamente en los resultados del grupo al menos durante el 1S21.

Ebro Foods

- 2- Posible reparto de un nuevo dividendo extraordinario:** estimamos que en 2021 la compañía reparta otro dividendo extraordinario de alrededor de 100 mln eur, pudiendo llegar a los 450/500 mln eur en caso de que se confirmasen los rumores sobre Panzani.
- 3- Saneada posición financiera:** aunque se materializasen las desinversiones del negocio restante de pasta en Norteamérica y del negocio de pasta seca de Panzani, y no se destinará nada de lo recaudado para reducir deuda, el EBITDA resultante pro-forma de alrededor de 300 mln eur, ofrecería una ratio deuda neta / EBITDA de alrededor de 3,0x.

Reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR con P.O. de 22,5 eur/acción.

Ebro Foods

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., asesoramiento a accionista significativo en Mediaset España y cobertura de Análisis en Clínica Baviera y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 54% Sobreponderar, 36% Mantener y 10% Infraponderar..