

Vidrala 2T22: logra revertir la complicada situación de los trimestres anteriores.

Jueves, 21 de julio de 2022

Álvaro Arístegui Echevarría

Fruto de lo acertado de las medidas implementadas por el equipo gestor, Vidrala ha registrado unos **muy buenos resultados en el 2T22**, más aún al situarlos en el contexto de complicado entorno de mercado en el que se ha movido la industria. El **recargo energético** aplicado a los precios medios desde el 1 de abril, ha permitido a Vidrala **registrar un margen EBITDA del 23,9% durante el 2T22**, lejos del 29,6% del 2T21, pero que supera ampliamente nuestra previsión (R4 19,7%) y que se puede considerar más que satisfactorio dado el entorno extraordinariamente inflacionista del periodo, principalmente en el apartado energético. De cara a los próximos trimestres, prevemos, por un lado, cierta **continuidad en la situación de fortaleza actual de la demanda**, que debiera continuar a la vista de los niveles de inventarios y capacidad de producción de la industria. No obstante, **la volatilidad en lo concerniente a los costes de producción determinará en gran medida la evolución de los resultados en el corto plazo**. A este respecto, reseñar que **Vidrala ha puesto en práctica una serie de medidas, en lo concerniente a la política comercial/precio, cobertura de necesidades energéticas y de eficiencia, que entendemos imprimirán de una mayor estabilidad a la rentabilidad de las operaciones en el medio y largo plazo**, a pesar de que la actual volatilidad de los mercados energéticos pueda pasar factura en el corto plazo. Habida cuenta de que los resultados trimestrales han superado ampliamente nuestra previsión, hemos procedido a revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio y años posteriores y con ello **nuestro precio objetivo que situamos actualmente en 79 eur/acc** (vs 73 eur/acc anteriormente) implicando un **potencial de revalorización del 17,8%** por lo que mejoramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR**.



Sobreponderar

| (mln de euros) | 2T21 | 2T22 | Var % | Real vs R4e | 12M21 | 12M22e R4 | Var % | 12M22e cons. | Var % |
|-------------------|-------|-------|--------|-------------|---------|-----------|--------|--------------|--------|
| Ingresos Netos | 294,6 | 371,9 | 26,2% | 3,7% | 1.084,2 | 1.303,7 | 20,2% | 1.284,0 | 18,4% |
| EBITDA | 87,3 | 88,7 | 1,6% | 25,8% | 267,8 | 206,5 | -22,9% | 215,0 | -19,7% |
| Margen EBITDA | 29,6% | 23,9% | -5,8pp | 4,2pp | 24,7% | 15,8% | -8,9pp | 16,7% | -8,0pp |
| EBIT | 64,6 | 66,3 | 2,6% | 40,8% | 178,7 | 106,4 | -40,5% | 121,0 | -32,3% |
| Margen EBIT | 21,9% | 17,8% | -4,1pp | 4,7pp | 16,5% | 8,2% | -8,3pp | 9,4% | -7,1pp |
| Beneficio neto | 48,9 | 55,5 | 13,5% | 56,3% | 145,2 | 83,7 | -42,3% | 96,0 | -33,9% |
| Deuda Neta | 173 | 215 | 24% | 10% | 97 | 103 | 6% | 109 | 12% |
| DN/EBITDA 12m (x) | 0,6 | 0,9 | | | 0,4 | 0,5 | | 0,5 | |

Destacamos:

- ▶ Vidrala ha publicado unos **muy positivos resultados correspondientes al 2T22**, que han superado ampliamente nuestras expectativas. El **EBITDA del 2T22 estanco ha alcanzado el 23,9%**, nivel que queda lejos del 29,6% del mismo trimestre del año anterior, pero que supone una extraordinaria mejora secuencial con respecto al 8,4% del 1T22, o el 15,6% del 4T21, en entornos de mercado que se asemejan más al actual que el del mismo periodo del año

anterior. La política comercial implementada por la compañía en el ejercicio, subida de precios medios de doble dígito a partir del 1 de enero, complementada con un recargo energético a partir del 1 de abril (en la base de clientes que no está restringida por contratos a largo plazo y que ya implementan medidas de este tipo para ajustar los incrementos de costes), han logrado el objetivo de la compañía de recuperar sus márgenes en el entorno del 20% (nivel que incluso se ha mejorado durante el trimestre).

- ▶ **Los ingresos de la compañía han marcado un nuevo máximo histórico trimestral al alcanzar los 371 mln eur**, que implican un crecimiento interanual del 26%. La subida de las ventas se corresponde prácticamente con el incremento medio de precios implementado a lo largo del ejercicio y ligeramente por las variaciones de los tipos de cambio, ya que los volúmenes se han mantenido estables durante el semestre (caída de entono al 5% en el 2T22 estanco).
- ▶ **La volatilidad de los precios medios del gas natural** y así como del resto de productos energéticos durante el trimestre ha provocado a su vez una elevada volatilidad en los precios ofertados por Vidrala a sus clientes, fruto del recargo energético aplicado, a su vez que ha llevado a Vidrala a mantener unos **precios de venta medios superiores a los de la competencia durante el trimestre**. Con el fin de restablecer una mayor competitividad desde el punto de vista comercial, Vidrala va a sustituir el recargo energético por subidas fijas de los precios medios, que a su vez se apalancan a una renovada política de cobertura de costes energéticos (66% del consumo del gas natural en el resto de 2022 y hasta 40% en 2023). Esta nueva política, fortalece el posicionamiento comercial de la compañía a medio y largo plazo, pero si es cierto que puede **imprimir cierta volatilidad en el margen en el corto plazo**, algo que entendemos ha sucedido durante el mes de julio, en el que los precios del gas natural se han vuelto a disparar. En todo caso, valoramos muy positivamente que los gestores de Vidrala hayan decidido aprovechar las caídas puntuales experimentadas en los precios del gas durante el trimestre para reforzar su política de coberturas y así su posicionamiento comercial de cara al futuro.
- ▶ Es esta **volatilidad en la rentabilidad de las operaciones en el corto plazo** (asumida por la compañía para reestablecer una política de precios más acorde con la industria), junto con la **pérdida de cuota de mercado** experimentada durante el semestre (los volúmenes han aumentado en torno al 5%, mientras que Vidrala los ha mantenido estables, fruto de su política comercial y de la incapacidad de responder al crecimiento por los bajos inventarios y capacidad productiva), también una opción elegida por la compañía centrada en mejorar la eficiencia de sus operaciones, y **el hecho de que la compañía prevea un FCF negativo en el segundo semestre** (dado el menor flujo de caja operativo, las elevadas inversiones, la recompra de acciones y la necesidad de financiar el fondo de maniobra en un entorno de

elevado crecimiento de la facturación y de cuentas de clientes), **son seguramente las razones por las que el mercado no ha reaccionado positivamente a la publicación.** En nuestra opinión, el buen resultado de las políticas aplicadas, que debería reforzar la confianza del mercado en que las nuevas políticas también obtengan los objetivos pretendidos, debería generado una mejor respuesta. A día de hoy, creemos que la compañía tiene por delante un **entorno altamente complicado**, pero al no suponer ya una sorpresa, está a su vez **mucho mejor posicionada para afrontarlo**, y por ello creemos que los resultados tenderán a ser más estables en referencia a la rentabilidad de las operaciones e incluso mostrar más crecimiento (por supuesto no a nivel de facturación, pero si de beneficios), todo además con un precio de cotización mucho más atractivo que hace un año.

| | 2022e | 2023e | 2023e |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas Antiguo | 1.303,7 | 1.362,1 | 1.411,0 |
| Ventas | 1.331,1 | 1.375,8 | 1.423,3 |
| Var. % | 2,1 | 1,0 | 0,9 |
| Ebitda Antiguo | 206,5 | 274,1 | 301,4 |
| Ebitda | 219,5 | 271,1 | 307,3 |
| Var. % | 6,3 | -1,1 | 1,9 |
| Margen Ebitda Antiguo (%) | 15,8 | 20,1 | 21,4 |
| Margen Ebitda (%) | 16,5 | 19,7 | 21,6 |
| Var. (p.p.) | 0,7 | -0,4 | 0,2 |
| Bº neto Antiguo | 84,0 | 134,1 | 151,0 |
| Bº neto | 94,7 | 132,0 | 156,9 |
| Var. % | 12,6 | -1,6 | 3,9 |
| Deuda Fin. Neta Antiguo | 92,6 | | |
| Deuda Fin. Neta | 273,0 | | |
| Var. % | 194,8 | | |
| Precio objetivo antiguo | 73,0 | | |
| Precio objetivo | 79,0 | | |
| Var. % | 8,2 | | |

- Por todo ello hemos procedido a revisar nuestras estimaciones de resultados, que actualmente ni siquiera reflejan un segundo trimestre se ha situado muy por encima de nuestras perspectivas (el EBITDA del 2T22 ha superado nuestra previsión en 18 mln eur, mientras que aumentamos nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio en 13 mln eur en parte por la volatilidad en el corto plazo con un mes de julio previsiblemente flojo en márgenes) y con ello **nuestro precio objetivo, que situamos en 79 eur/acc.** (un 8,2% por encima de los 73 eur/acc anteriormente). A la vez elevamos nuestra recomendación en el valor a **SOBREPONDERAR** (desde MANTENER Anteriormente).

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 tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

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: 79% Sobreponderar, 14% Mantener y 7% Infraponderar.