

Corticeira Amorim 2022: sin grandes sorpresas, mejorando mix de ventas a la espera de la recuperación en márgenes.

Viernes, 24 de febrero de 2023

Corticeira Amorim ha publicado sus resultados 4T22/2022, en línea con nuestras estimaciones y las del consenso en ventas, tanto en el 4T22 como en el acumulado del año, mientras a nivel EBITDA mejora ampliamente nuestras previsiones para el 4T22 y ligeramente por encima en el 2022, superando con holgura tanto nuestras estimaciones como las del consenso en BPA.

El crecimiento en ingresos alcanza el +22% i.a. en el acumulado del año, +8% i.a. ex-SACI, con crecimientos elevados en todas sus líneas de negocio: +7% i.a. en materias primas, +27% en tapones de corcho (+7% l-f-l), +7% en revestimientos de suelos y paredes, +7% en compuestos de corcho y +10% en aislamientos. Además, el impacto positivo por tipo de cambio suma 17 mln eur, por lo que a tipo de cambio constante el crecimiento en ventas se reduciría al +20% i.a.

La inflación de costes por energía, materias primas y costes salariales se compensa por la mejora en el mix de ventas hacia productos con mayores márgenes (tapones de corcho 74% ventas vs 71% 2021) y las subidas de precios repercutidas al cliente, por lo que el margen consolidado se mantiene constante en términos interanuales (16%), por debajo de la media de los últimos 10 años (16,6%) y muy por debajo de los máximos de 2016 y 2017 (19%). En un trimestre estacionalmente más débil, el margen queda en el 14%. De este modo el EBITDA del grupo crece un +22% i.a. hasta 164 mln eur y +36% i.a. en el 4T22, 32,8 mln eur.

El resultado neto crece un 31,6% i.a. hasta 98,4 mln eur, recogiendo un extraordinario positivo de 11,4 mln eur derivado de una contingencia fiscal. En términos comparables el crecimiento sería +10% i.a. l-f-l y +25% excluyendo solo SACI.

Tras las adquisiciones por valor de 90 mln eur, 76,7 mln eur en capex, las mayores necesidades de circulante (+48,2 mln eur) y los 38,6 mln eur repartidos en dividendos, la deuda neta se incrementa hasta 129 mln eur (vs 48 mln eur 2021), 0,8x DN/EBITDA. Además, el Consejo propondrá a la JGA el reparto de un dividendo de 0,20 eur/acc.(RPD 2%), adicionales a los 0,09 eur/acc. repartidos el pasado mes de diciembre, en línea con nuestra estimación de 0,29 eur/acc.

Pese al impacto de la inflación sobre unos márgenes reducidos, creemos que la evolución en el mix de ventas hacia productos de mayor valor añadido supone una noticia positiva para la Compañía, y una normalización en precios del corcho e inflación debería suponer un catalizador importante para los márgenes y rentabilidad de Corticeira, por lo que esperamos reacción positiva.

Corticeira celebrará conferencia call a las 11:00. SOBREPONDERAR, P.O. 10,90 eur/acc.

AMORIM		Sobreponderar								
(mln de euros)	4T21	4T22	Var 4T22/4T21	Var vs R4e	Var vs Consenso	2021	2022	Var 22/21	Var vs R4e	Var vs Consenso
Ventas	200,7	231,1	15%	3%	0%	837,8	1.021,4	22%	1%	1%
EBITDA	24,1	32,8	36%	23%	0%	134,4	164,0	22%	4%	2%
Margen EBITDA	12%	14%	2,2pp	2,3pp	-0,1pp	16%	16%	0,0pp	0,5pp	0,2pp
Beneficio neto	16,8	34,2	104%	128%	145%	74,8	98,4	32%	24%	28%
BPA	0,13	0,26	104%	134%	115%	0,56	0,74	32%	25%	16%
Deuda Neta (+)/Caja Neta (-)	48,1	129,0	n.r.	-29%	-12%	48,1	129,0	n.r.	-29%	-12%
DN/EBITDA (x)	0,4 x	0,8 x	n.r.	-34%	-13%	0,4x	0,8x	n.r.	-32%	-13%

Principales cifras:

- ▶ **En un ejercicio histórico para la Compañía**, Corticeira Amorim ha registrado la **mayor cifra de negocios de su historia**, superando los 1.000 mln eur (1.021 mln eur), con un crecimiento +22% i.a. (+20% i.a. ex-fx) en el acumulado del año, +8% i.a. en términos comparables (ex-SACI), registrando **incrementos elevados en todas sus líneas de negocio**:
 - **+7% i.a. en materias primas**, impulsado por los mayores niveles de actividad en el resto de segmentos de negocio. Los **márgenes se incrementan ligeramente**, +0,5pp i.a. hasta 10,6%, gracias a los mayores rendimientos en el uso del corcho y la mejora en el mix de ventas pese a los mayores costes de personal, electricidad, transporte y corcho.
 - **+27% en tapones de corcho (+7,3% l-f-l)**, apoyados por el mejor mix de ventas, los incrementos de precios trasladados al cliente y el impacto favorable de los tipos de cambio (+25% ex-fx y +5,3% l-f-l). Los **márgenes caen ligeramente**, -0,4pp i.a. hasta 16,7% (16,4% l-f-l), por la inflación de costes (materias primas, energía, transporte y personal) y el menor rendimiento en el proceso de molienda.
 - **+7% en revestimientos de suelos y paredes**, gracias a la mejora en el mix de ventas y los mayores precios. Importante ralentización en las ventas en Alemania, su principal mercado, aunque mejora en Portugal y Escandinavia. La inflación de costes presiona unos **márgenes ya en mínimos hasta terreno negativo**, -1,3%, -1pp i.a., registrando un EBITDA negativo de 1,7 mln eur (vs 2,8 mln eur 2021).
 - **+7% en compuestos de corcho**, beneficiados por el mix de productos, las subidas de precios y un USD fuerte, con un buen comportamiento en la mayoría de segmentos (aeroespacial, construcción, energía) pese a la debilidad en suelos y calzado. El buen comportamiento en el mix de productos fue el principal *driver* de la **importante mejora en márgenes**, +8,8pp i.a. hasta 17,4 % (16,6 ex-fx).
 - **+10% en aislamientos** gracias a los mayores precios y pese al impacto negativo en la actividad derivado de la parada programada en las plantas. La inflación de costes y un ajuste de inventarios impacta con fuerza en los márgenes, que se reducen 8,7pp i.a. hasta 5,5%. **Al ser productos basados casi únicamente en corcho son muy sensibles a su precio, por lo que mientras sus precios se mantengan elevados será difícil ver recuperación de márgenes.**
- ▶ A nivel consolidado, la inflación de costes por energía, materias primas y costes salariales se compensa por la mejora en el mix de ventas hacia productos con mayores márgenes (tapones de corcho 74% ventas vs 71% 2021) y las subidas

de precios repercutidas al cliente, por lo que **el margen consolidado se mantiene constante en términos interanuales (16%) por debajo de la media de los últimos 10 años (16,6%) y muy por debajo de los máximos del 19% en 2016 y 2017**. En un trimestre estacionalmente más débil como el 4T en margen queda en el 14%. De este modo el EBITDA del grupo crece un +22% i.a. hasta 164 mln eur y +36% i.a. en el 4T22, 32,8 mln eur.

- ▶ **El resultado crece un 31,6% i.a. hasta 98,4 mln eur**, recogiendo un extraordinario positivo de 11,4 mln eur derivado de una contingencia fiscal, en términos comparables el crecimiento sería +10% i.a. l-f-l y +25% excluyendo solo SACI.
- ▶ Tras las adquisiciones de SACI, Cold River's Homestead y el resto de Heredade de Rio Frío por un total de 90,5 mln eur, 76,7 mln eur en capex, las mayores necesidades de circulante (+48,2 mln eur) y los 38,6 mln eur repartidos en dividendos, **la deuda neta se incrementa hasta 129 mln eur (vs 48 mln eur 2021), 0,8x DN/EBITDA**.
- ▶ **El Consejo propondrá a la JGA el reparto de un dividendo de 0,20 eur/acc.** (RPD 2%), adicionales a los 0,09 eur/acc. repartidos el pasado mes de diciembre, en línea con nuestra estimación de 0,29 eur/acc. a cuenta de 2022.
- ▶ De cara a la **conferencia de resultados (24 de febrero a las 11.00 h.)** prestaremos especial atención a **1) expectativas sobre la evolución de los precios del corcho** y demás materias primas; **2) capacidad de continuar traspasando al cliente las subidas de precios; 3) perspectivas de los negocios de revestimientos de suelos y paredes**, ante la ralentización económica en Alemania, y **compuestos de corcho**, tras el fuerte incremento en márgenes; **4) expectativas de márgenes EBITDA a m-l/p; 5) oportunidades de crecimiento inorgánico** en los diferentes negocios.

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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi 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: 61% Sobreponderar, 35% Mantener y 4% Infraponderar.