

Vidrala: un entorno excesivamente inflacionista.

Viernes, 22 de abril de 2022

Álvaro Aristegui Echevarría

Tal y como era previsible, al amparo de la evolución de los acontecimientos, **los resultados del 1T22 serán extraordinariamente negativos**, con un **impacto de la subida de los costes que la compañía no ha sido capaz de compensar**, a pesar de la **positiva evolución de la demanda** y la **subida de precios medios generalizada**, e implementada a partir del uno de enero. Un **incremento de ventas en el entorno del 15%** durante el trimestre, estimamos tan solo ha **compensado aproximadamente la mitad de la presión inflacionista** experimentada en los costes, con especial incidencia en los gastos energéticos, que más que han duplicado su precio medio durante el trimestre. En base al recrudecimiento de la situación, **hemos modificado nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio en curso**, así como para años posteriores, que reflejan una importante recuperación, pero sobre una base mucho menor. Como resultado, reducimos nuestro precio objetivo a **69,1 eur/acc.** (desde 85 eur/acc. anteriormente) y reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER**, ya que, entendemos que **los precios actuales de cotización ya reflejan la negativa evolución del negocio.**

				Mantener				
(mln de euros)	1T21	1T22e R4	Var % R4e	12M21	12M22e R4	Var % R4e	12M22e cons.	Var % cons.
Ingresos Netos	234,9	271,2	15%	1.084,2	1.254,7	16%	1.233,0	14%
EBITDA	62,1	22,7	-63,4%	267,8	192,1	-28,3%	247,0	-8%
Margen EBITDA	26,4%	8,4%	-18,1pp	24,7%	15,3%	-9,4pp	20,0%	-4,7pp
EBIT	41,0	1,7	-96%	178,7	92,1	-48%	154,0	-14%
Margen EBIT	17,5%	0,6%	-16,8pp	16,5%	7,3%	-9,1pp	12,5%	-4,0pp
Beneficio neto	32,7	0,3	-99%	145,2	71,9	-50%	125,0	-14%
Deuda Neta	210,4	73,1	-65%	97,1	92,6	-5%	84	-14%
DN/EBITDA 12m (x)	0,74	0,31		0,40	0,48		0,3	

Destacamos:

- Esperamos una **drástica caída de los resultados durante el trimestre**, que se explica por la **extraordinaria inflación de costes de producción**, que ha sido imposible de compensar, a pesar de una **fuerte recuperación de la demanda** de envases de vidrio, y de la **relevante subida de precios finales** de los productos. No obstante, entendemos que **el 1T22 supondrá el suelo en resultados** - no en vano, estimamos que la compañía no habrá generado prácticamente beneficio durante el trimestre -, ya que se han implementado medidas adicionales - **sobrecargo por el aumento del coste energético** en los precios finales de sus productos - que le ayudarán a compensar la fuerte inflación de costes y por lo tanto **proteger en cierta medida sus márgenes de contribución a partir del 2T22.**

- ▶ Estimamos que las **ventas crecerán en el entorno del 15%**, en una combinación de **fortaleza de la demanda**, en un periodo que compara interanualmente con un trimestre aún marcado por las restricciones sociales, y en el que se apreciará la **subida de precios medios de doble dígito** e implementada a partir del uno de enero del presente ejercicio. Por el contrario, una **subida de costes generalizada**, pero con **especial incidencia en los costes energéticos**, con incrementos sensiblemente superiores al 100% interanual, tendrá un **impacto negativo en las cuentas**, que esperamos que más que duplique al aumento de los ingresos, y que **reducirá el margen EBITDA a en torno a 18 p.p.** con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior hasta un nivel que estimamos en el **8,4% de los ingresos**, con una **caída del EBITDA del 63,4% hasta los 22,7 mln eur durante el 1T22**. Tras aplicar unas amortizaciones en línea con las del ejercicio anterior, y los gastos financieros, estimamos que la compañía registrará un **Bº Neto prácticamente nulo**, en lo que representa una **situación inédita** en esta compañía.
- ▶ La situación actual, que incluye un **entorno inflacionista excepcionalmente elevado**, que afecta a prácticamente todas las partidas de costes de la compañía, pero especialmente a los costes energéticos - con especial relevancia en la fabricación de vidrio - nos obligan a **reducir a la baja nuestras estimaciones de cara al presente ejercicio y posteriores**. Hemos **elevado nuestra positiva visión sobre la evolución de las ventas**, que ya incluía cierta recuperación de la demanda, combinada con una importante subida de los precios finales, y a la que ahora **añadimos, la positiva contribución del recargo energético**, que la compañía empezará a aplicar a los precios finales de sus productos a partir del primero de abril. Hemos calculado que dicho recargo, tendrá un **impacto positivo de 71 mln eur en los ingresos** de la compañía durante el presente ejercicio, lo que ayudará a una cierta recuperación de los **márgenes, que estimamos cierran el ejercicio en el 15,3% vs el 7,4%**, con una **progresiva mejora trimestral**. En este entorno, estimamos que el **EBITDA del ejercicio actual se situará por debajo de los 192 mln eur** - nivel cercano al registrado en 2017 - con una **caída del interanual del 28%**, y aún lejos de los 247 mln eur a los que apunta el consenso de mercado, que entendemos tendrá que reducirse en las próximas semanas. El **Bº Neto estimamos que se situará en los 71,9 mln eur con una caída anual del 50%**.
- ▶ Los cambios realizados en nuestras estimaciones nos han llevado a reducir nuestro precio objetivo hasta situarlo en **69,1 eur/acc.** (vs 85 eur/acc. anteriormente), un nivel muy cercano al actual precio de cotización y que nos lleva a reiterar nuestra recomendación de **MANTENER**, ya que el complicado entorno que propicia el fuerte aumento de costes, esta en gran medida reflejada en el precio de cotización, que acumula una caída cercana al 40% desde los máximos de 2021.

	2022e	2023e	2023e
Ventas Antiguo	1.217,7	1.272,0	1.317,0
Ventas	1.254,7	1.310,9	1.358,0
Var. %	3,0	3,1	3,1
Ebitda Antiguo	282,8	317,9	347,6
Ebitda	192,0	256,7	282,6
Var. %	-32,1	-19,2	-18,7
Margen Ebitda Antiguo (%)	23,2	25,0	26,4
Margen Ebitda (%)	15,3	19,6	20,8
Var.(p.p.)	-7,9	-5,4	-5,6
Bº neto Antiguo	144,9	166,7	184,6
Bº neto	71,9	119,6	135,7
Var. %	-50,4	-28,3	-26,5
Deuda Fin. Neta Antiguo	92,0		
Deuda Fin. Neta	92,6		
Var. %	0,7		
Precio objetivo antiguo	85,0		
Precio objetivo	69,1		
Var. %	-18,7		

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 y Almagro, y cobertura de Análisis en Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros.

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: 70% Sobreponderar, 23% Mantener y 7% Infraponderar.