

Viscofan: en Revisión hasta contabilizar las adquisiciones



Link Securities | Los resultados de Viscofan (VIS) en 2017 estuvieron marcados por tres aspectos: i) crecimiento en volúmenes en todas las familias de envolturas, ii) la fuerte inversión realizada en el ejercicio (107,2 millones de euros, frente a los 86,7 millones de euros en 2016), y iii) el impacto negativo procedente del tipo de cambio, principalmente por el dólar estadounidense y por la corona checa).

Consideramos que estos resultados son **bastante positivos en términos de ingresos, en máximos históricos, y de Ebitda en términos absolutos**, gracias a los mayores volúmenes y a la aportación de las compañías adquiridas al perímetro de consolidación (Vector, Supralon).

	Acumulado			Comparable (€)	Trimestral			Comparable (€)
	Ene-Dic' 17	Ene-Dic' 16	Variación		Oct-Dic' 17	Oct-Dic' 16	Variación	
Importe neto de la cifra de negocios	778.136	730.833	6,5%	3,4%	197.408	193.476	2,0%	4,0%
EBITDA recurrente (1)	206.763	201.134	2,8%	2,9%	47.926	51.723	-7,3%	-0,2%
Margen EBITDA recurrente (2)	26,4%	27,5%	-0,9 p.p.	-0,1 p.p.	24,3%	26,7%	-2,4 p.p.	-1,0 p.p.
EBITDA	211.235	204.065	3,5%		46.408	55.254	-16,0%	
Margen EBITDA	27,1%	27,9%	-0,8 p.p.		23,5%	26,6%	-5,1 p.p.	
EBIT	154.853	154.366	0,3%		32.130	42.103	-23,7%	
Beneficio Neto	122.019	125.011	-2,4%		29.810	36.879	-19,2%	

(1) Resultados recurrentes: a) En 2017 la cifra excluye el impacto positivo de €4,5 millones correspondiente al impacto neto del cobro de la indemnización del incendio de Alemania una vez deducidos los gastos no recurrentes de inventarios, desescombro y limpieza; y los gastos de gestión asociados a la compra de las sociedades Supralon en Europa, entre otros. b) En 2016 la cifra excluye €2,9 millones asociados a la compra de las sociedades de Vector en EEUU y Europa.

(2) Comparable: El crecimiento comparable excluye el impacto de la variación de los diferentes tipos de cambio, el efecto del cambio en el perímetro de consolidación y los resultados no recurrentes.

Además, creemos que **aún no se han contabilizado toda la aportación de estas compañías en un año completo**, lo que unido a la nueva reciente adquisición (Transform Pack) debería seguir permitiendo una cierta mejoría procedente de crecimiento inorgánico en 2018. No obstante, **el efecto divisa está afectando más de lo previsto** por la propia Viscofan y está teniendo un impacto muy negativo en el beneficio neto, parcialmente compensado por la mejora de la tasa fiscal.

Destacar también **el crecimiento en todas sus tecnologías de Envolturas**, lo que le acerca al liderazgo mundial de todos los segmentos y el esfuerzo inversor que está llevando a cabo el grupo, tanto en lo que se refiere a mejora de procesos tecnológicos, como la nueva planta terminada de Cáseda (Navarra), de tecnología puntera, como en la expansión de su negocio en todos los mercados en los que opera.

Con respecto a nuestras estimaciones, indicar que **están en línea en términos de ingresos**, aunque existen **diferencias sustanciales en los márgenes de explotación y beneficio neto**, ya que nuestras previsiones no incluyen las nuevas compañías adquiridas, de menor margen y que afectaron a la comparativa, así como tampoco un impacto negativo tan elevado de las divisas.

RESULTADOS VISCOFAN 2017 vs 2016 / ESTIMACIONES LINK SECURITIES

EUR millones	2017	17/16 (%)	Estimado	Real/Est. (%)
Importe cifra de negocio	778,1	6,5%	767,8	1,3%
EBITDA	211,2	3,5%	227,6	-7,2%
% Margen EBITDA / Ventas	27,1%	-	29,6%	-
EBIT	154,9	0,3%	172,4	-10,2%
% Margen EBIT / Ventas	19,9%	-	22,5%	-
Beneficio neto	122,0	-2,4%	134,6	-9,4%

Fuente: Estados financieros de la compañía. Estimaciones Link Securities.

Por todo ello, consideramos que **tenemos que llevar a cabo una revisión** de nuestros números para ajustarlos a la nueva realidad del grupo, por lo que ponemos a Viscofan en Revisión.