

Resultados 9m 2019

Opinión ⁽¹⁾: Resultados en línea.

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones.

Ana Isabel Gonzalez Garcia – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Mantenemos nuestras estimaciones a pesar de la moderada desaceleración en la caída de ingresos

Descripción del negocio

Borges Agrícola & Industrial Nuts, S.A. es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en la producción agrícola, procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (58% s/Ingresos 2018), siendo referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

Los resultados han estado en línea con nuestras proyecciones a nivel de EBITDA, no obstante, la moderada desaceleración en la caída de la facturación durante el 3T nos ha llevado a ajustar los ingresos a la baja, sin impacto en EBITDA 2019-2021e.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	86,1	96,0
EV (Mn EUR y USD)	123,0	137,2
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,60 / 4,45 / 3,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	0,73	
Thomson Reuters / Bloomberg	BAINS.MC / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-May	

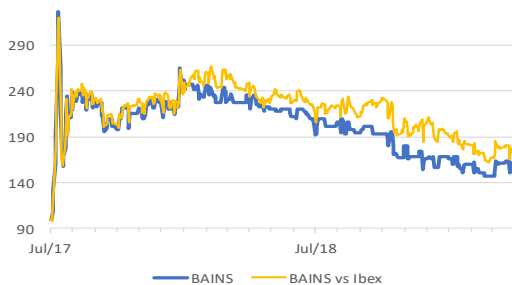
INGRESOS -12,5% (vs -14,8% 1S19, con un mix: -4,3% a/a volumen y -8,2% precios). Destaca la caída a/a en ventas de nueces y almendras (el 77% de la facturación total): -30,6% y -8,3% respectivamente vs. 9M18. Los motivos han sido, entre otros, problemas con la calidad de variedades tempranas (nueces de California), retrasos en las cosechas y la presión de precios resultante de las guerras arancelarias. Por otro lado, la recuperación de precios experimentada en almendras (-1% a/a en el mismo periodo, y c. +8% a/a en el 3T19), contrasta frente a la caída de precios en nueces (c. -20% a/a a 9M19), siendo descartable una recuperación de precios en el 4T.

Estructura Accionarial (%)

Borges International Group	89,1
Miembros del Consejo	0,3
Free Float	10,6

MARGEN EBITDA/INGRESOS (1,2% 9M19, -1.5p.p. a/a), con -60,8% a/a en el EBITDA, arrastrado por el menor volumen (-5,9% a/a excluyendo subproductos). La desaceleración esperada de la caída en ingresos en el 4T junto a las eficiencias operativas, permitirán mejorar dicha ratio en 2019e (1,7%).

Comportamiento relativo -5y (base 100)



INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO EN LÍNEA (DN +7,3% a/a), que ha llevado la DN a máximos (EUR 58,6Mn), debido a las inversiones realizadas (EUR 10,7Mn en 12M). El 3T del año es históricamente el de mayor endeudamiento para BAIN, siendo previsible una mejora de la ratio durante el 4T.

BN ORDINARIO (-86,3% A/A) y -25% en BN (EUR1,9Mn), al que los extraordinarios han contribuido en un 82% (EUR 2Mn de la venta de la unidad de envasado de palomitas en 2T). La tasa fiscal (22%), se sitúa ligeramente por debajo de nuestra proyección para el año (-1p.p.).

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	6,3	-6,1	-33,6	n.a.
vs Ibex 35	3,4	-9,1	-30,6	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	5,7	-6,5	-26,0	n.a.
vs Eurostoxx 50	0,3	-16,2	-33,4	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	3,7	-15,9	-46,7	n.a.

	3T19	3T19 vs 3T18	9M19	9M18	9M19 vs 9M18	2019e	2018
Total Ingresos	40,5	-7%	131,4	150,2	-12,5%	179,5	-8,3%
Nueces	0,0	-99%	14,6	21,0	-30,6%	17,0	-28,5%
Almendras	27,6	5%	86,7	94,6	-8,3%	120,9	-3,7%
Otros Frutos Secos	11,0	47%	21,0	22,2	-5,4%	31,8	7,7%
Otros productos	1,8	-61%	9,1	12,3	-26,4%	9,8	-42,0%
EBITDA Rec. ⁽¹⁾	0,8	n.s.	1,7	4,3	-60,4%	3,0	-46,8%
Rec. EBITDA / Ing.	2,0%	1,8 p.p.	1,3%	2,9%	-1,6 p.p.	1,7%	-1,2 p.p.
EBITDA ⁽¹⁾	0,7	n.a.	1,6	4,0	-60,8%	3,1	-42,1%
EBITDA / Ing.	n.d.	n.d.	1,2%	2,7%	-1,5 p.p.	1,7%	-1,0 p.p.
BAI	0,4	n.a.	2,5	3,0	-17,4%	3,0	-23,7%
BN	0,4	n.a.	1,9	2,5	-25,0%	2,3	-30,0%
BN ordinario	0,4	n.a.	0,3	2,5	-86,3%	0,7	-79,2%
Has. gestionadas ⁽³⁾	2.518,0	4,9%	2.518,0	2.401,5	4,9%	2.518,0	4,9%
Volumen ⁽²⁾	7.960	1,8%	26.373	28.012	-5,9%	32.145	-12%
Tns. producidas ⁽³⁾	-	n.a.	2.290	2.185	4,8%	2.290	4,8%
Deuda Neta	n.a.	n.a.	58,6	54,7	7,3%	37,2	6,3%
Deuda Neta / EBITDA	n.a.	n.a.	37,1 x	13,6 x	23,6 x	12,0 x	5,5 x

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.

(3) vs Thomson Reuters Europe Food Processing.

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Thomson Reuters y Lighthouse

⁽¹⁾ EBITDA y EBITDA recurrente ajustado. Excluye activaciones.

⁽²⁾ Excluye subproductos.

⁽³⁾ Producción ajustada por las hectáreas vendidas.

Ajuste de estimaciones

Toda referencia a los resultados del periodo a 9M será al periodo comprendido entre el 1 de junio del año anterior y el 28 de febrero del año correspondiente.

A raíz de los resultados ajustamos moderadamente las estimaciones

Los resultados han seguido marcados por la debilidad de los ingresos en los principales productos comercializados (nueces y almendras, cuyos volúmenes han descendido a/a -11% y -8% respectivamente), explicando el 76% de la caída de los ingresos del Grupo a 9M19.

La debilidad de los ingresos en el 3T nos ha llevado a revisar nuestras proyecciones de ingresos a la baja c. -6% a/a hasta el 2021 (EUR 179,5Mn 2019e, -8,3% a/a y), sin que estos cambios hayan tenido un impacto a nivel del EBITDA proyectado. No obstante, la menor inversión en circulante (tras el ajuste en ingresos) tendrá un efecto ligeramente positivo en el BN (por menores financieros), que aún así, como anticipábamos, tocará mínimos en 2019 (-30% a/a). El equity story de BAIN se mantiene intacto.

EUR Mn	2019 (Nuevo)	Revisión (%)	2020 (Nuevo)	Revisión (%)	2021 (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	179,5	-6,2%	189,0	-6,2%	198,8	-6,2%
EBITDA (Recurrente)	3,0	0,0%	6,4	0,0%	10,1	0,0%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-46,8%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>112,0%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>56,7%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>3,4%</i>	<i>0,2 p.p.</i>	<i>5,1%</i>	<i>0,3 p.p.</i>
Beneficio Neto	2,3	0,7%	3,0	0,7%	4,8	0,7%
Free Cash Flow (Rec.)	-3,7	-30,9%	-3,1	-3,8%	1,0	12,8%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>12,0 x</i>	<i>-0,5 x</i>	<i>6,2 x</i>	<i>-0,3 x</i>	<i>3,7 x</i>	<i>-0,2 x</i>

Activo en la búsqueda de nuevas estrategias para acelerar la mejora de márgenes

BAIN ha aprovechado la publicación de resultados para anunciar un nuevo proyecto en el segmento de pistachos (uno de los cultivos más rentables), para el que ha añadido 116,5 Has. en el 3T19 (1,1x las reportadas en el 1S19). El total de hectáreas gestionadas ascienden a 2.518 (+4,8% vs. inicialmente proyectadas para 2019). No obstante, el desarrollo de este nuevo proyecto no requerirá CAPEX adicional al Grupo, por tratarse de acuerdos con cooperativas de productores. La entrada en plena producción de estas nuevas plantaciones (7-8 años), permitirá elevar el autoabastecimiento de productos secos (>10%), contribuyendo a acelerar la mejora de márgenes en el más largo plazo, y la generación de FCF.

Como conclusión, mantenemos nuestras proyecciones para el Grupo, esperando una progresiva mejora de márgenes a partir del 2019, sustentada en el aumento del autoabastecimiento de frutos secos con la entrada en producción de las plantaiones más recientes. Adicionalmente, la venta de productos procesados de mayor valor añadido (pasta de almendra) contribuirá igualmente a dicha mejora, que estará respaldada por la implementación de nuevas estrategias (como el nuevo proyecto en pistachos).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales., poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de su departamento es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
25-Abr-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García