

Resultados 12m 2019

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Tendremos que bajar estimaciones

Ana Isabel González García, CIAA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Descripción del negocio

Borges Agrícola & Industrial Nuts, S.A. (BAIN) 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 2019). Es referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

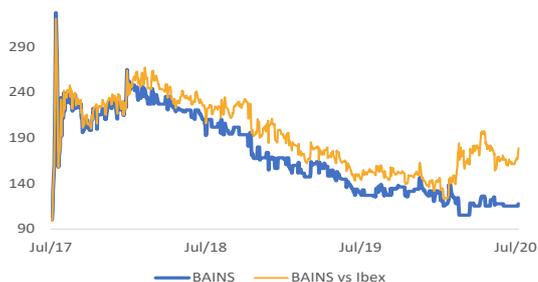
Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	64,8	76,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	107,7	126,8
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,48 / 2,96 / 2,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	1,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	BAINS.MC / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-May	

Estructura Accionarial (%)

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

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	2,2	2,2	-11,4	n.a.
vs Ibex 35	7,4	2,9	15,6	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	2,3	-2,6	-5,3	n.a.
vs Eurostoxx 50	4,1	-5,7	-3,2	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	2,1	0,5	-9,2	n.a.

(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) Para detalle del cálculo ver anexo 2.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) vs TR Europe Food Processing.

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

2019 marcado por la debilidad de los precios

INGRESOS IMPACTADOS (4T) POR LA CRISIS DEL COVID-19 (EUR 180,6Mn, +1,6% a/a 2019, vs. +7% 9M19), con -5,7% en volumen (-5,2% excluyendo subproductos) y +7,3% en precios (respaldados por la recuperación de los precios en nueces y almendras durante la segunda mitad del año natural 2019). El cierre de los canales tradicionales de venta durante el 4T19 por el confinamiento (trimestre clave para la compañía, por la acumulación de festividades), ha contribuido al -15,5% a/a en el volumen de frutos secos comercializados en el trimestre estanco.

ACELERÁNDOSE EL DETERIORO DE PRECIOS: con el de las almendras en mínimos de 10 años (< EUR 3,8/Kg del pasado mes de mayo y vs. EUR 6,0/Kg de enero) por: 1) la cosecha récord en 2019 en almendras 2) el impacto de la crisis del Covid-19 (propiciando la generación de excedentes) y 3) las buenas expectativas de la producción (nacional/internacional) de almendras en 2020 (apuntando el NASS a +18% a/a en la producción estadounidense) y de nueces (Chile).

Y ESTANCANDO "ARTIFICIALMENTE" EL EBITDA Rec. (por el efecto FIFO): -2,8% a/a en EBITDA Rec. (EUR 2,0Mn) y -22,7% a/a proforma sin el efecto de la NIIF-16 (EUR 0,4Mn), impactado por la variación de existencias (EUR -3,5Mn a/a). Los costes operativos se mantienen estables.

MIENTRAS SE ACENTÚA LA DICOTOMÍA DE SUS NEGOCIOS: entrando en pérdidas su negocio comercial/industrial (EUR -1,2Mn 2019 vs. EUR 3,2Mn -1y), que absorbe la buena evolución del negocio agrario (EUR 1,7Mn vs. EUR -0,8Mn -1y), acercando el resultado del Grupo a break-even (EUR 0,3Mn BN, -86,8% a/a). Récord en la producción agraria (2.639 Tm, +15,1%; respaldado en un año "on" en pistachos).

Y DISPARANDO LAS ALERTAS POR EL ENDEUDAMIENTO (DN/EBITDA Rec 21,7x, +3,5x a/a), con la DN en máximos (EUR 44,5Mn, +15,7% a/a, debido al aumento de la inversión en circulante (c. EUR +3,6Mn, con +4% a/a en inventarios) y a pesar del menor Capex (EUR 5,0Mn, -18% a/a), y tras la entrada de caja de EUR 0,9Mn por la venta de la máquina de palomitas (vs. EUR 1,5Mn estimado). El adelanto del cobro del remanente vinculado a la venta de activos realizada en 2018 (EUR 3,5Mn) y la venta de activos inmobiliarios (EUR 2,7Mn) permitirían desestresar el balance.

CON EL NEGOCIO AGRARIO AVANZANDO EN LÍNEA CON SU ESTRATEGIA: BAINS ha ejecutado c. 80% de los terrenos gestionados (+5p.p. a/a). La entrada en producción de c. 700 Has. en el m/p (c. 35% del total ejecutado) impulsará la rentabilidad del negocio. Adicionalmente, su proyecto pistacho (que le permitirá contener las necesidades de inversión) ha aumentado un 35% las hectáreas.

PERO EL PANORAMA QUE SE ESBOZA ES ALGO DESALENTADOR. Aunque el impacto FIFO podría revertirse "potencialmente" en 2020 (de estabilizarse los precios) impulsando el EBITDA, soplan vientos en contra: 1) aún elevada incertidumbre por el Covid-19 (reduciendo las ventas), 2) acumulación de remanentes "percederos" de la pasada cosecha (presionando precios), 3) entrada en productividad (m/p) de los cultivos más recientes y 4) potencial reinicio de una guerra "fría" entre EE.UU.-China (ahora por el Covid-19) tensionando los precios.

LA DEBILIDAD DE LOS PRECIOS AGRARIOS NOS LLEVARÁ A AJUSTAR NÚMEROS. Aunque alcanzar el BAI 2020e (EUR 4,3Mn) es factible de revertirse el impacto FIFO, los resultados 2020 estarán condicionados por el comportamiento de los precios en el 2S del año natural 2020 (cosecha final), impactando en los márgenes. A pesar de que a los precios actuales la industria de la alimentación podría absorber el total de la producción agraria esperada, la elevada incertidumbre que genera a nivel global la crisis del Covid-19 y el aumento productivo seguirán marcando los precios (c/p).

Anexo 1. Tabla de resultados

	2019 (Real)	2018	(Real) vs 2018	2019 (Est.)	4T19	4T19 vs 4T18
Total Ingresos	180,6	177,8	1,6%	182,3	40,0	-13,8%
Nueces	21,7	17,8	21,9%	18,4	6,2	94,3%
Almendras	117,4	117,4	0,0%	119,1	23,2	-24,3%
Otros Frutos Secos	30,7	28,4	7,9%	30,3	8,2	10,5%
Otros productos	10,8	14,2	-23,8%	14,6	2,4	-53,5%
EBITDA Rec.⁽¹⁾	2,0	2,1	-2,8%	6,4	-0,8	n.s.
Rec. EBITDA / Ing.	1,1%	1,2%	-0,1 p.p.	3,5%	-2,0%	-2,9 p.p.
EBITDA⁽¹⁾	1,7	1,9	-12,0%	5,7	-0,5	n.s.
EBITDA / Ing.	0,9%	1,1%	-0,1 p.p.	3,1%	-1,4%	-2,0 p.p.
BAI	0,4	3,0	-87,1%	3,0	-1,6	n.s.
BN	0,3	2,4	-86,8%	2,3	-1,2	n.s.
BN ordinario	0,6	0,9	-36,8%	3,2	-0,5	n.s.
Has. gestionadas	2.571,2	2.531,0	1,6%	2.531,0	2.571,2	1,6%
Volumen ⁽²⁾	33.364	35.191	-5,2%	34.115	7.453	-15,5%
Tns. producidas	2.639	2.292	15,1%	2.635		
FCF Recurrente	-8,2	-4,5	83,5%	-0,9		
FCF Recurrente Yield	n.a	n.a	n.a.	n.a.		
Deuda Neta	44,5	38,4	15,7%	38,6		
DN / EBITDA Rec.	21,7 x	18,3 x	3,5 x	6,1 x		

⁽¹⁾ EBITDA y EBITDA recurrente ajustado excluyen activaciones.

⁽²⁾ Excluye subproductos.

Anexo 2. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	64,8	
+ Minoritarios	2,3	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,8	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	44,5	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	4,0	Rdos. 12m 2019
+/- Otros	(2,7)	Lighthouse 2019
Enterprise Value (EV)	107,7	

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 sus departamentos 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 notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
03-Ago-2020	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
04-Jun-2020	n.a.	2,98	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
31-Mar-2020	n.a.	2,50	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2020	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
16-Oct-2019	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
01-Ago-2019	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
25-Abr-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

Nota (1): A partir de la revisión de estimaciones realizada el 4 de junio 2020, hemos cambiado el sistema de denominación de los ejercicios vs. las publicaciones anteriores, i.e., el ejercicio que termina el 31 de Mayo 2020 pasa a llamarse ejercicio 2019 (vs. 2020 antes).