

EBRO PULEVA		PRECIO: 9,38€
--------------------	--	----------------------

Nº Acciones: 153.865.392	Max.: 10,23	Recomendación largo plazo: > COMPRAR
Capitalización (Mn€): 1.443	Min.: 8,05	
Vol. (Mn€): 4,3	Códigos: EVA.MC / EVA SM	

	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e
BPA	0,62	0,62	0,65	0,80	0,92	0,98
CFPA	1,19	1,19	1,21	1,43	1,57	1,62
DPA	0,19	0,24	0,30	0,31	0,35	0,37
PER	14,1	12,5	13,7	11,7	10,1	9,6
VE/CFOperativo	7,3	6,4	6,8	7,3	6,4	6,0
VE/Bº Operativo	10,6	9,0	9,7	10,1	8,7	8,1
PCF	7,3	6,5	7,4	6,6	6,0	5,8
Rentab. divdo.	2,2%	3,1%	3,3%	3,3%	3,8%	4,0%
P/VC	1,7	1,4	1,5	1,5	1,3	1,2

- > Ebro Puleva es el mayor grupo español de alimentación en los negocios de arroz, productos lácteos y azúcar y el mayor comercializador mundial de arroz con posiciones de liderazgo indiscutible en Europa y EE.UU.
- > A pesar de que el potencial de crecimiento en términos de ventas es limitado, confiamos en que las mejoras operativas a nivel industrial y la diferenciación de sus productos ("marquistas") de las tradicionales "commodities" aportarán rentabilidad adicional a sus negocios.
- > Nuestra valoración del Grupo (11,0€/acción) contempla un posible cambio regulatorio de la OCM del sector del azúcar en el 2006, factor que se vislumbra como principal riesgo para el Grupo, si bien no es tan negativo como la actual propuesta de reforma, la cual constituye a nuestro juicio el escenario más negativo como punto de partida para las negociaciones posteriores.

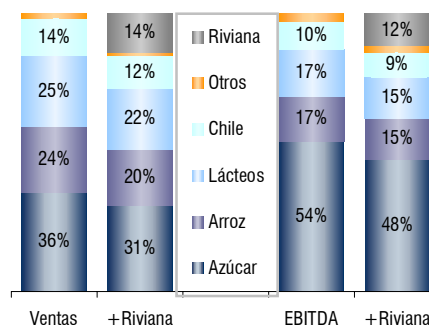
COMPRAR. Valoración 11,0€

ANÁLISIS ESTRATÉGICO

Accionistas principales: Cajas de Ahorros (23,2%), Familia Hernández Barrera (11,5%), G. Torras-Kio (7,8%), directivos (3,3%).

Tras la fusión de Azucarera Ebro Agrícolas y el grupo Puleva, Ebro Puleva se ha convertido en el mayor grupo español de alimentación por facturación, con liderazgo indiscutible en sus negocios centrales. En **azúcar**, disfruta de un liderazgo absoluto en España con una cuota de mercado del 78% (aprox.754.000Tm) sobre la producción nacional. Además, controla alrededor de un 90% del mercado chileno a través de su filial lansa (participación del 23%). En **lácteos**, con una capacidad de recogida anual cercana a los 1.000MnL y una cuota cercana al 15%, es también el mayor grupo de leche líquida en España. Su actividad está centrada en la comercialización de productos diferenciados y de valor añadido, siendo líder nacional en leches enriquecidas, con la marca

Cuadro 1 - Contribución de los Negocios Centrales (*)



(*) EVA 2004e y Riviana 2003

«Puleva» en Andalucía, y con fuerte presencia en Galicia y Cataluña con «Leyma» y «Ram». **Puleva Biotech** (controlada en un 73%) realiza actividades de I+D y comercialización en el sector de la alimentación funcional. En **arroz**, Ebro Puleva es líder indiscutible en el mercado español y europeo (cuotas de mercado del 40% y 30% respectivamente). Además, la reciente adquisición de la 1ª compañía arrocera en EE.UU. (Riviana, cuota cercana al 17%) consolida al Grupo como el mayor comercializador mundial de arroz en Europa y EE.UU. Por otra parte, Ebro Puleva está realizando la desinversión de su patrimonio inmobiliario no afecto a la explotación (valor de mercado estimado a cierre de 2003 de 300Mn€).

Ebro Puleva desarrolla su actividad en sectores maduros y regulados por la Unión Europea, por lo que el crecimiento y la rentabilidad se obtendrá de las **mejoras operativas**, de la **creación de productos de valor añadido** y de las **adquisiciones a nivel internacional**. También, se contempla la **desinversión** de aquellos **negocios no estratégicos**. Los pilares básicos en los que se basa su estrategia son: **1) innovación, 2) eficiencia, 3) reorganización de la cartera de productos, 4) potenciación de marca y 5) internacionalización**. En el negocio del **azúcar**, la compañía ha realizado un programa de reducción de costes de estructura para mejorar la rentabilidad, y alcanzar así el nivel de eficiencia europea en sus fábricas de cara a afrontar los cambios regulatorios (entrada en vigor en 2007). En **lácteos**, continúa apostando por la I+D+innovación (P. Biotech) para seguir creciendo en el segmento de mayor valor y mantener su liderazgo, a la vez que consolida su marca. En **arroz**, el objetivo es potenciar los productos basados en arroz con alto valor añadido como vía de crecimiento sostenido y rentable. Además, la internacionalización de esta actividad ha sido la apuesta más importante en el último año, en el que ha realizado más de seis operaciones en Europa («marquistas») y Riviana en EE.UU.

ANÁLISIS FINANCIERO

Teóricamente y de acuerdo con los sectores en que opera el Grupo, tradicionalmente «commodities», el potencial de crecimiento en términos de ingresos debería ser limitado, sobre todo en el negocio azucarero. Sin embargo, pensamos que Ebro Puleva cuenta con varias fuentes de crecimiento de ingresos y mejoras a nivel operativo a futuro, especialmente en arroz y en lácteos. En **arroz**, el incremento de márgenes reflejado en los últimos años se debe a la tendencia experimentada en el mercado hacia productos de valor añadido, tendencia también seguida por Ebro Puleva en un nicho de mercado en el que el peso de la marca de distribución no es tan relevante. Por otra parte, las últimas adquisiciones realizadas, claramente marquistas, han permitido incrementar de forma relevante los márgenes operativos. Respecto a **lácteos**, la mejora de márgenes se debe al cambio en el «mix» de productos hacia productos más diferenciados (aprox. 61% de las ventas en volumen) en detrimento de los más clásicos (mayor peso de la marca de distribución y baja rentabilidad). Además, el Grupo está realizando un proceso de adecuación tecnológica de las plantas para aumentar su productividad, ha procedido a separar la gestión de Puleva y Lactimilk (marcas regionales y productos clásicos) y ha incrementado las inversiones en publicidad.

Cuadro 2 - Evolución Operativa

Evolución Operativa	2001	2002	2003	1S'04
Ebro Puleva				
Mg EBITDA	11,9%	12,7%	13,0%	13,0%
Mg EBIT	8,0%	8,8%	8,9%	10,0%
Azúcar				
Mg EBITDA	19,2%	22,4%	21,5%	18,9%
Mg EBIT	14,5%	17,4%	16,9%	16,7%
Arroz				
Mg EBITDA	8,3%	8,5%	8,4%	10,6%
Mg EBIT	6,2%	6,4%	5,7%	8,0%
Lácteos				
Mg EBITDA	8,0%	9,4%	10,2%	10,2%
Mg EBIT	3,9%	6,3%	6,9%	6,7%
Chile				
Mg EBITDA	6,8%	7,1%	6,8%	11,0%
Mg EBIT	4,1%	4,1%	4,1%	7,6%

Fuente: ACF Análisis

Cuadro 3 - Recomendación Largo Plazo - Sensibilidad al Azúcar

Recomendación	Azúcar EBIT 07	Caída en Precios	Valoración ACF (€/acción)
Comprar	> 90	< 20%	> 11,0
Mantener	70 - 90	10 - 20%	10,4 - 10,9
Vender	< 70	> 20%	< 9,8

Fuente: ACF Análisis

Cuadro 4 - Comparación de múltiplos de mercado

	Cap. Bursátil (Mn€)	PER		VE / EBITDA	
		04e	05e	04e	05e
Suedzucker AG	2.561	8,0	7,5	5,3	4,9
Csm	1.532	9,7	9,2	6,7	6,2
Danisco	2.199	11,6	10,5	8,1	7,4
Royal Numico N.V.	4.454	23,4	19,9	14,0	12,0
Nestle	77.730	15,3	13,9	9,3	8,5
Danone	17.947	17,2	15,6	8,6	7,7
Unilever Nv	26.801	12,2	11,6	5,4	4,9
Cadbury Schweppes	13.636	14,1	12,7	10,2	9,1
Reckitt Benckiser	15.363	19,5	17,4	12,0	10,9
Tate & Lyle	3.054	12,7	12,0	7,3	6,6
Associated British Foods	8.009	15,4	13,7	6,9	6,7
Sos Cuetara Sa	799	25,1	21,2	10,5	9,2
Ebro Puleva	1.445	10,8	9,4	6,4	5,4
Media	13.502	15,0	13,4	8,5	7,7
Ebro Puleva ACF	1.443	11,7	10,1	7,3	6,4

Fuente: JCF, ACF Análisis

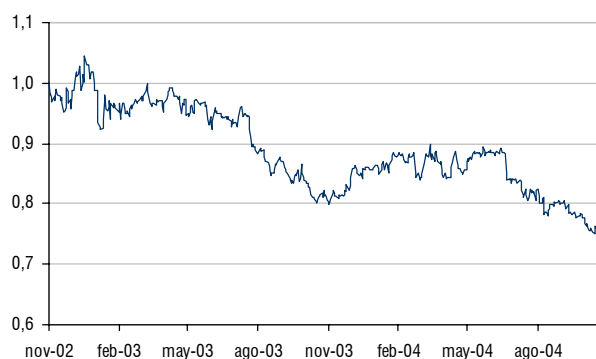
Comportamiento bursátil

	Cotización					Variación			
	29/10/04	Máximo	Mínimo	31/12/03	31/12/02	Máximo	Mínimo	31/12/03	31/12/02
Ebro Puleva	9,4	10,2	8,1	9,0	7,8	(8,3%)	16,5%	4,3%	20,9%
Ibex Complementario	9.476	9.527	7.731	8.063	5.856	(0,5%)	22,6%	17,5%	61,8%
Ibex Industria & Varios	6.622	6.751	5.490	5.726	4.678	(1,9%)	20,6%	15,7%	41,5%

Ebro Puleva



Ebro Puleva / Ibex Complementario



En los últimos años, la compañía ha estado realizando un **estricto control del nivel de endeudamiento** con el objetivo de poder afrontar nuevos retos y oportunidades en el sector, especialmente en el negocio del arroz. De hecho, a cierre del **1S'04 la deuda financiera neta** suponía tan sólo un **21% sobre recursos propios**. Si bien en el último año se han realizado varias adquisiciones, la más importante de ellas tanto en tamaño como en importe ha sido la de Riviana (325Mn€). Tras esta adquisición, estimamos que la deuda financiera neta sobre recursos propios pasará al 60% en 2004. Respecto a la política de dividendos, el «pay-out» del Grupo se sitúa en un 45% y la rentabilidad por dividendo es de un 3,3%.

VALORACIÓN Y RECOMENDACIÓN

A pesar de que en términos de ventas el potencial de crecimiento orgánico es limitado, las nuevas adquisiciones realizadas aumentarán la dimensión del Grupo. Adicionalmente, confiamos en que las mejoras operativas a nivel industrial y la diferenciación de sus productos de las tradicionales «commodities» aportará rentabilidad a sus negocios. Por otra parte, si bien la estabilidad en el marco regulatorio del azúcar ha sido una constante en los últimos años, a futuro este factor se vislumbra como el principal riesgo para la compañía ante la próxima revisión de la OCM en 2006 (actual propuesta de reforma muy negativa para el sector – ver análisis de compañía 29/07/04) y por la importante contribución de este negocio al beneficio operativo del Grupo. Todos estos factores están recogidos en nuestra valoración de acuerdo con las siguientes hipótesis: **Azúcar:**

asumimos estabilidad en ingresos y ligeras mejoras operativas gracias a la reestructuración industrial realizada. Consideramos razonable asumir un posible cambio normativo, por ello estimamos una reducción del beneficio operativo del 25% en 2007 de forma que el ROCE neto de impuestos de esta actividad se reduciría hasta niveles no inferiores al 10% (vs. 13,6% en 2003), rentabilidad suficiente para continuar en un negocio tan maduro como es el del azúcar y asegurar las rentas de los agricultores. **Arroz:** actualmente cuenta con una extensa y moderna estructura industrial, por lo que a futuro consideramos que las mejoras operativas vendrán por la continua innovación en productos y por la expansión internacional. **Lácteos:** estimamos una cierta estabilidad e ingresos en los próximos años por el cambio en el «mix» de productos, potenciando los productos diferenciados en detrimento de la marca de distribución. Respecto al patrimonio inmobiliario, nuestra valoración de mercado estimado asciende a 266Mn€ (neto de impuestos sobre plusvalías). Con estas hipótesis, la valoración de Ebro Puleva por descuento de dividendos asciende a **11,0€/acción**. Consideramos que el mercado, a los precios actuales, está recogiendo íntegramente la propuesta inicial de reforma del azúcar. Desde nuestro punto de vista, ésta constituye un punto de partida para las posteriores negociaciones con los agentes del sector, por lo que consideramos que el resultado final será menos desfavorable para el conjunto del sector frente al planteamiento inicial. De esta forma, recomendamos **COMPRAR**.

Valoración 11,0€