

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Food Products

Precio de Cierre: EUR 2,70 (23 feb 2024)

Fecha del informe: 26 feb 2024 (13:30h)

Resultados 6m 2023

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 6m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Tendremos que bajar estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

Descripción del negocio

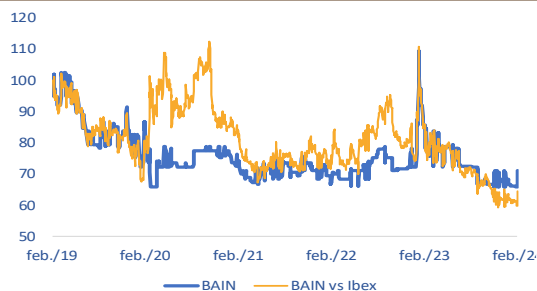
Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. (BAIN) es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en la producción agrícola, procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (50% s/Ingresos 2022). Es referente europeo en el segmento 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)	62,5	67,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	124,8	135,0
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,26 / 2,75 / 2,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,7	
Factset / Bloomberg	BAIN-ES / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-may	

Estructura Accionarial (%)

Borges International Group	89,1
Miembros del Consejo	0,2
Free Float	10,6

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	6,3	8,0	-17,2	-28,9
vs Ibex 35	3,5	5,6	-24,5	-35,4
vs Ibex Small Cap Index	8,6	7,5	-9,3	-37,6
vs Eurostoxx 50	-2,6	-3,3	-27,6	-52,3
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	3,4	6,3	-11,5	-33,0

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, preveemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) 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 Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

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

Rdos 1S23: Penalizados por la caída en volúmenes en nueces y almendras

CAÍDA EN VOLUMEN QUE IMPLICA CAÍDA EN INGRESOS (-17,3% VS 1S22)... BAIN cierra el 1S23 con unos ingresos de EUR 61,5Mn (-19%, volumen y +1,7%, precios; principalmente por la evolución del precio de los pistachos). La caída de las ventas de nueces y almendras (el 56,6% de la facturación total vs 75% en el 1S22) son la principal razón del comportamiento en ingresos (-15,2% y -40,3%, respectivamente). El dato positivo lo ponen "otros frutos secos" por ser un año on de pistachos (+62,7% vs 1S22). Además, las sequías y condiciones meteorológicas han perjudicado la recogida de los frutos secos del negocio agrícola (Tn producidas 1S23: -10%).

... AUNQUE LOS PRECIOS DE LAS NUECES Y ALMENDRAS PARECEN HABER TOCADO FONDO. El precio de los principales productos que comercializa BAIN ha caído un -37% y un -15%, -12m almendras y nueces, respectivamente. Sin embargo, en nuestra opinión, la caída parece haber tocado fondo por 3 razones: i) floración tardía que ha creado menores expectativas iniciales de la producción de almendras estadounidense, ii) precios de nueces y almendras en mínimos, iii) la mala cosecha en España (por la falta de agua en el mediterráneo). Lo que podría suponer el comienzo de una recuperación lenta (y parcial) de los precios.

EL SOBREDIMENSIONAMIENTO DE LA ESTRUCTURA REDUCE EL EBITDA REC 1S23 A LA MITAD. Pese a una mejora en el margen bruto (Mg. Bruto 1S23e: 25%; +2,1% vs 1S22) por la subida de precios de pistachos y otros frutos secos, los costes de estructura (EUR 14,3Mn; -5,4% vs 1S22) presionan el EBITDA rec. 1S23 hasta EUR 1Mn, por debajo de nuestras estimaciones (-44,5% vs 1S22).

EL BN CAE A EUR -1,7Mn, PENALIZADO POR LOS GASTOS FINANCIEROS. Aunque las activaciones están en línea (entrada de 47 hectáreas del proyecto pistacho), las subidas tipos han disparado los gastos financieros hasta EUR 1,5Mn, lo que ha supuesto un BN 1S23 de EUR -1,7Mn (EUR -0,3Mn en 1S22).

AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO (DN/FFPP 1X), QUE SIGUE BAJO CONTROL, por la estacionalidad (y los resultados) del negocio, que incrementan la DN 1S23 hasta EUR 57,4Mn (+17,5% vs 1S22) por el aumento de las necesidades de circulante y pese a un menor CAPEX (EUR 1,1Mn, -77%).

TENDREMOS QUE AJUSTAR NUESTROS NÚMEROS. El menor volumen comercializado (por primera vez tras la desinversión de California en 2020) refleja (inevitablemente) el débil momentum del negocio. La desaceleración de la demanda de frutos secos fuera de España es clave (-7,4% vs 1S22).

Todo lo anterior, nos lleva a estimar unos ingresos 2023e dentro de un rango de c. EUR 115-125Mn (-15% vs estimación anterior) y un EBITDA 2023e de EUR -0,7Mn. La evolución de la cosecha de California y el crecimiento de la demanda son los principales catalizadores de la evolución de un negocio que hoy se encuentra a la espera de indicadores sectoriales que permitan anticipar un cambio de tendencia. Y afloren el gran potencial por recuperación de precios. Los múltiplos (EV/Ventas 2023e 1x) apuntan una reserva de valor (teórica) significativa. Pero el momentum se mantiene débil.

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	6m23		6m23 Real
	Real	6m22	vs 6m22
Total Ingresos	61,5	74,3	-17,3%
Nueces	5,0	5,9	-15,2%
Almendras	29,7	49,8	-40,3%
Otros frutos secos	21,8	13,4	62,7%
Otros productos	4,9	5,2	-5,5%
EBITDA (Recurrente)¹	1,0	1,9	-44,9%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>
EBITDA¹	1,1	2,0	-44,0%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,6%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>
EBIT	-0,8	0,0	n.a.
BAI	-2,3	-0,7	-221,6%
BN	-1,7	-0,3	-397,9%
Has. Gestionadas	2.545	2.498	1,9%
Volumen ²	12.988	16.045	-19,1%
Tns. producidas	2.419	2.688	-10,0%
Deuda Neta ³	55,3	46,6	18,7%
Deuda Neta / FFPP ³	1,0 x	0,8 x	0,2 x

(1) EBITDA y EBITDA recurrente ajustado excluyen activaciones.

(2) Excluye subproductos

(3) Deuda neta: Deuda Neta ajustada para excluir: (i) el impacto de la NIIF 16 (EUR 7,8Mn y EUR 7,6Mn en 1S23 y 1S22, respectivamente) y (ii) Inversiones inmobiliarias mantenidas para la venta (EUR 2,7Mn en 1S23 y 1S22).

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	62,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	9,1	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	55,3	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	(0,6)	Rdos. 6m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(2,7)	Rdos. 6m 2023
Enterprise Value (EV)	124,8	

(1) Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

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 pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) 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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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 alguien 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 alguien 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 que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de 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@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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 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
26-Feb-2024	n.a.	2,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
31-Jul-2023	n.a.	2,76	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
27-Feb-2023	n.a.	3,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
01-Ago-2022	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Mar-2022	n.a.	2,68	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Ago-2021	n.a.	2,60	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
17-Jun-2021	n.a.	2,72	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
12-Abr-2021	n.a.	2,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2021	n.a.	2,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
04-Ene-2021	n.a.	2,88	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
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: A la baja	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

