

### Resultados 6m 2021

**Opinión** <sup>(1)</sup>: Por encima de lo esperado

**Impacto** <sup>(1)</sup>: Tendremos que subir estimaciones

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@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).

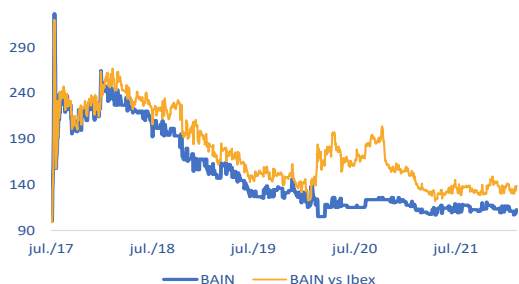
### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	62,0	69,7
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	102,8	115,4
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Min EUR)	2,88 / 2,69 / 2,54	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	0,9	
Factset / Bloomberg	BAIN-ES / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-may	

### Estructura Accionaria (%)

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

### Comportamiento relativo (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-2,9	-4,3	-2,9	n.a.
vs Ibex 35	-1,4	-5,1	-5,8	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-5,7	-9,4	-1,2	n.a.
vs Eurostoxx 50	2,4	-0,3	-10,0	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-2,7	-3,3	-19,8	n.a.

(3) 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, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(4) Para detalle del cálculo ver anexo 2.

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

(6) 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.

## La fuerte recuperación de márgenes nos llevará a subir estimaciones 2021e y 2022e.

**Toda referencia a los resultados (6M 2021) será al período comprendido entre el 1 de junio y el 30 de noviembre del año correspondiente.**

**SE RETRASA LA RECUPERACIÓN EN INGRESOS...** El 1S 2021 puede considerarse "suelo" en ingresos, en la medida en que se mantienen los niveles vistos en el 1S 20 (totalmente afectado por el impacto de la pandemia en el canal HORECA). Caída en ventas del -6,3% que difiere la recuperación esperada y apunta a facturación 12m 2021 de c.EUR 140 Mn (todavía lejos de los niveles pre Covid: c. EUR 180 Mn). Las ventas de almendras recuperan su peso en el mix (67% vs 60% 1S 2020), volviendo al nivel de 2019. Con efecto inmediato en rentabilidad gracias al comportamiento de precios (c.+35%).

**...PERO LOS MÁRGENES LLEGAN A MÁXIMOS HISTÓRICOS.** Tanto a nivel de margen bruto, que duplica el visto en 1S 2020 (27,3% vs 14,4%) como en EBITDA/Ventas: por encima del 8% vs niveles máximos previos de c.3% (2016, 2017). La rentabilidad sobre EBITDA acerca a BAIN a las principales referencias sectoriales. En la mejora de márgenes inciden: i) El incremento de precios vs 1S 2021, ii) la gestión y política comercial y iii) el progresivo acercamiento a plena producción de las hectáreas plantadas en 2015/2016.

**EL BN ORDINARIO SE AFIANZA POR ENCIMA DE LOS EUR 3 Mn.** Excluyendo el efecto de la plusvalía por la venta de Borges of California, los resultados 2020 mostraron pérdidas (c.EUR 4 Mn). En 2021, el BN Ordinario vuelve con claridad a beneficios (subiremos estimaciones).

**TODO ELLO CONLLEVA UNA CLARA RACIONALIZACIÓN DEL APALANCAMIENTO.** Niveles de deuda neta todavía elevados pero más asumibles. El comportamiento del resultado operativo e inversión han permitido una reducción sustancial de los niveles de apalancamiento: 0,5x s/ Fondos Propios (vs 0,9x 1S 2020).

**EN CONCLUSIÓN: LA FUERTE MEJORA DE MÁRGENES ARRASTRA UNA SUBIDA DE ESTIMACIONES.** La asignatura pendiente sigue siendo la recuperación de niveles de ingresos 2019. Que se retrasa hasta 2022. No obstante, la consolidación de los niveles actuales de rentabilidad s/EBITDA abre una oportunidad de crecimiento inesperada. Y (aparentemente) no cotizada (BAIN -12M vs IBEX35, -8%): EV/Vtas 2021e, de 0,7x, con fuertes descuentos vs las principales referencias sectoriales. Tendremos que subir estimaciones para llevar el EBITDA Rec., a niveles > EUR 5 Mn 2021e (vs EUR 2,7 Mn actual). A largo plazo, el precio de la almendra sigue mostrando gran potencial hasta los niveles vistos en 2019 (> +30%).

Tabla 1. Resultados 6m2021

EUR Mn	6m21 Real	6m20	6m21 Real vs 6m20	2021e	2021e vs 2020
<b>Total Ingresos</b>	<b>71,5</b>	<b>76,3</b>	<b>-6,3%</b>	<b>170,9</b>	<b>19,2%</b>
Nueces	6,4	9,9	-35,4%	16,3	14,0%
Almendras	47,9	45,8	4,7%	112,7	24,8%
Otros Frutos Secos	17,2	20,6	-16,7%	41,8	8,0%
<b>Gross Mg. %</b>	<b>27,3%</b>	<b>14,4%</b>	<b>89,3%</b>	<b>16,4%</b>	<b>0,0 p.p.</b>
<b>Rec. EBITDA <sup>(1)</sup></b>	<b>5,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>336,9%</b>	<b>3,4</b>	<b>414,4%</b>
<b>EBITDA Rec. / Ingresos</b>	<b>8,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>11,6 p.p.</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,7 p.p.</b>
<b>EBITDA <sup>(1)</sup></b>	<b>5,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>317,4%</b>	<b>2,7</b>	<b>245,5%</b>
<b>BAI</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>229,5%</b>	<b>0,5</b>	<b>-93,8%</b>
<b>BN ordinario</b>	<b>3,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>232,7%</b>	<b>0,9</b>	<b>119,2%</b>
<b>Deuda Neta <sup>(2)</sup></b>	<b>35,9</b>	<b>51,5</b>	<b>-30%</b>	<b>38,4</b>	<b>16%</b>

(1) EBITDA y EBITDA recurrente ajustado excluyen activaciones (EUR 0,5Mn en 2021 y EUR 1,1Mn en 2020).

(2) Deuda Neta ajustada para excluir: (i) el impacto de la NIIF 16 (EUR 7,7Mn y EUR 7,6Mn en 1S21 y 1S20, respectivamente) y (ii) Inversiones inmobiliarias mantenidas para la venta (EUR 2,7Mn en 1S21 y 1S20).

## Anexo 1. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	62,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	7,2	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	35,9	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	(0,3)	Rdos. 6m 2021
+/- Otros <sup>(1)</sup>	(2,7)	Lighthouse 2021
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>102,8</b>	

(1) Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta

## Conclusiones

# 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 (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 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@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 IFAF 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 IFAF 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 IFAF 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, IFAF 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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IFAF 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 Mercado 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
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

