

Resultados 6m 2022

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@lighthouse-ief.com

+34 915 904 226

Un negocio de consumo que "aguanta el tipo"

Descripción del negocio

Ecolumber, S.A. (ECO) es un Grupo nacional de pequeño tamaño con sede en España (Barcelona), especializado inicialmente en la producción agrícola forestal. La compañía ha dado un giro estratégico, posicionándose en la industria de la alimentación, como Grupo verticalmente integrado, en la producción de frutos secos, su procesamiento y comercialización. Está controlada por su Consejo (c.50% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	27,0	26,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	36,9	36,1
Número de Acciones (Mn)	27,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,05 / 1,05 / 1,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.a.	
Rotación ⁽³⁾	n.a.	
Factset / Bloomberg	ECO-ES / ECO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁵⁾

G3T SL	17,8
Onchena	12,8
Brinca 2004 SL	10,6
Acalios	7,3
Free Float	31,7

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-4,8	-4,8	-4,8	0,5
vs Ibex 35	3,2	4,7	13,7	41,6
vs Ibex Small Cap Index	5,2	12,4	16,2	-15,1
vs Eurostoxx 50	2,2	-0,8	16,2	8,8
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	1,8	-1,9	0,8	-11,2

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja sí, 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).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 1.

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

(4) vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

(5) Otros: Jovellanos Cartera 5,3%, Relocation & Exec. Serv. SL 5,0%, Transtronic Spain Corp 3,6%, Otros miembros del Consejo 6,0%

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

VUELVE EL CRECIMIENTO EN INGRESOS. El 1S 2021 (-1%) reflejó la estabilización de las ventas post Covid-19. El 1S 2022 (+9,5%) recupera el crecimiento en condiciones especialmente difíciles: 1) entorno macro muy adverso al sector consumo (hiperinflación, deterioro de la confianza), 2) caída de las ventas al Grupo Eroski (-7%; continúa su pérdida de peso en el mix: <60%), y 3) retraso en el despegue de la facturación de Air Nuts. Los ingresos de 1S 2022 han basado el crecimiento en el incremento en la base de clientes. Lo que apunta a un negocio realmente capaz de crecer en este entorno.

AUNQUE LAS VENTAS ANUALES (2022E) ESTARÁN POR DEBAJO DE LO ESPERADO.

Sobre el papel, la facturación del 1S 2022 imposibilitaría alcanzar ingresos anuales de EUR 18 Mn (actual estimación). El crecimiento del 1S se descompone en +4% en volumen e incrementos de precios del 5-6% (por debajo del +15% estimado). Asumiendo volúmenes "planos" en el 2S y la consolidación de los precios actuales, el ingreso 2022e se situaría en EUR 16 – 16,5 Mn. Adicionalmente, el contexto actual retrasará el "despegue" de Air Nuts.

PESE A TODO, BIEN EN MARGENES.

Como ya ocurriera en 1S 2021, el principal mensaje de los resultados sigue estando en los márgenes. EBITDA Rec. 1S 2022, EUR -1,4 Mn: repitiendo el nivel del 1S 2021, pese al repunte de costes (energía, fitosanitarios, fertilizantes), la inversión requerida por Air Nuts, y la reducción de 2 p.p. del margen bruto (que puede considerarse lógica).

RESILIENCIA, PERO LA MACRO ALEJA (INEVITABLEMENTE) EL BREAK EVEN.

El buen comportamiento en ingresos así como en costes de estructura ("planos" en el semestre) contrapesan la caída en margen bruto (muy lejos del nivel prepandemia: 11,6% vs 16,2% 1S 2021). Alejando el break even (condicionado a ingresos de c. EUR 20 Mn). Pero con una lectura favorable: ECO gestiona un negocio de consumo "realmente" resiliente. Deuda Neta, estable (EUR 16,4 Mn).

LA RECUPERACIÓN DE PRECIOS SERÁ EL CATALIZADOR (PERO NO EN 2022).

Si ponemos el foco en el negocio central y recurrente de la compañía (comercialización de frutos secos) la gran palanca de crecimiento (más allá de 2022) sigue siendo la subida de los precios de nueces y almendras. Una recuperación "matemáticamente inevitable" (upside de >30% vs precios 2019) pero que el desplome de la macro en 2022 retrasará con seguridad. Sólido fondo de negocio (TACC ingresos 1S 2019 – 1S 2022, +12%). La combinación de estos tres factores es el equity story de esta compañía: 1) subidas de precios, 2) crecimientos de ingresos (TACC 2022-2024 de c.+12%), y 3) vuelta al margen bruto prepandemia (>15%). Lo que implicaría automáticamente break even. El potencial despegue de Air Nuts sería un catalizador adicional (o un acelerador del break even). EV/Vtas 2022e c.2x.

Tabla 1. Resultados 1S22

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21
Total Ingresos	7,6	7,0	9,5%
Margen Bruto (s/Ingresos)	11,6%	13,6%	-1,9 p.p.
EBITDA (Recurrente)	-1,4	-1,3	-3,3%
EBITDA Rec. / Ingresos	-17,8%	-18,8%	1,1 p.p.
EBITDA	-1,0	-0,9	-13,8%
EBITDA / Ingresos	-12,8%	-12,4%	-0,5 p.p.
EBIT	-1,4	-1,3	-8,4%
BAI	-1,6	-1,5	-6,4%
BN	-1,6	-1,5	-6,5%
BN ordinario	-2,1	-2,0	-1,0%
Deuda Neta ¹	16,4	16,8	-2,6%
Deuda Neta /FFPP	1,4 x	1,5 x	-0,1 x

(1) Nota 1. Incluye préstamos con accionistas: EUR 0Mn el 1S22 (EUR 2,7Mn el 1S21).

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	27,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	16,4	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 6m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	(7,3)	Lighthouse 2022
Enterprise Value (EV)	36,9	

(1) Activos no estratégicos a la venta (terrenos en España valorados en EUR 0,6Mn) y otros activos forestales en España (EUR 6,7Mn)

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 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 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 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-Oct-2022	n.a.	1,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Alfredo Echevarría Otegui
02-Mar-2022	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Oct-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Jul-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
17-May-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	Ana Isabel González García, CIIA
04-Mar-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Dic-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
03-Nov-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
10-Jun-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

