



Compañía: Gruppo Zignago Vetro	Precio: 5,60 €
Sector: Vidrio hueco	Capitalización: 485 millones de euros
Fecha: 02/02/2017	Valoración: Entre 4,80-8,60€
Análisis: Juan Díaz-Jove	Correo: jdiaz@rentamarkets.com

Esta comunicación informativa no ha sido elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.

El presente documento no constituye una oferta de compra o venta, ni una recomendación de inversión, ni un análisis financiero independiente.

Las opiniones de Rentamarkets contenidas en el mismo están sujetas al AVISO LEGAL que figura al final del presente documento y forma parte inseparable del mismo.

RESUMEN EJECUTIVO

En este informe nos hemos fijado en el mercado de envases de vidrio, cautivados por los atractivos fundamentales, tanto por el lado de la demanda...:

- Los productos envasados en vidrio son percibidos como productos de mayor calidad, lo que está haciendo que este tipo de envases gane cuota a otros como los de metal o plástico.
- Se beneficia de una exposición indirecta a la creciente demanda en los países emergentes a través de la exportación del producto final, particularmente en el segmento de vinos y licores.
- Los envases de vidrio son infinitamente reciclables y percibidos por los consumidores como la categoría de envases menos perjudicial para el medio ambiente.

... como por el lado de la oferta, cimentados sobre las fuertes barreras de entrada:

- La producción de envases de vidrio requiere dominar procesos altamente técnicos para garantizar la seguridad, la calidad y la sostenibilidad de los consumidores – una mano de obra cualificada.
- Es una industria muy intensiva en capital, con un alto componente de coste fijo y de carácter local, dado el poco valor del producto con respecto a su peso (“viaja mal”).
- Para el cliente es igual de importante la seguridad en el abastecimiento que el precio, por lo que la retención es muy alta.

De todas las compañías cotizadas del sector nos hemos fijado, como no, en la más rentable: Gruppo Zignago Vetro (“ZVG”), con consistentes rentabilidades sobre el capital empleado a lo largo del ciclo del 18%. Para nuestro agrado, creemos que de todas las empresas ZVG no es solo la más rentable, sino que es también la más barata – potencial del 15% a nuestro escenario base para una compañía que reinvierte a rentabilidades del 15-20%.

Entra dentro de los negocios que buscamos: gestionada por sus dueños, en sectores maduros de alta rentabilidad y con buenas perspectivas, con poca deuda, y sobre todo, barata.



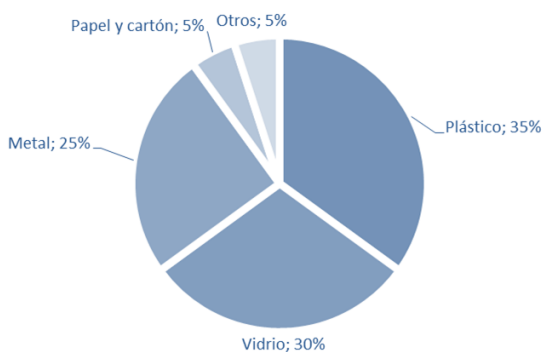
¿QUÉ VENTAJAS TIENE EL VIDRIO?

El mercado de los envases de vidrio es un mercado maduro y estable, muy ligado al patrón de consumo y por lo tanto con baja volatilidad de la demanda. En los últimos 15 años, de media, la demanda en Europa Occidental ha crecido un 2% al año.

En los últimos años el vidrio se está beneficiando de ciertas tendencias en las preferencias y estilos de vida de los consumidores, y en la comercialización. El vidrio es percibido como un envase de mayor calidad, por lo que está ganando cancha a envases de otros materiales. Más del 70% de los consumidores asocian el contenido envasado en vidrio como de mayor calidad.¹

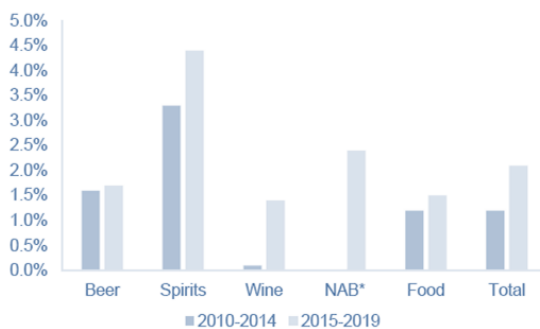
El vidrio se considera la forma más segura de envasado y es regularmente (87% de los casos) clasificado por los consumidores como una de sus formas de envasado preferentes. El mismo estudio demostró que, en 2014, el 58% de los consumidores europeos recomendaría el envasado de vidrio a amigos y familiares, en comparación con el 41% de 2010.²

GRÁFICO 1: Cuota según el material del envase (EU).



Fuente: Vidrala.

GRÁFICO 2: Crecimiento esperado según industria.



Nota: NAB hace referencia a bebidas no alcohólicas.

Fuente: Owens-Illinois.

Otros factores menores que están impulsando la demanda son:

- Nichos de mercado, como el de la cerveza artesanal o la comida de bebé, crecen muy por encima de mercado y usan principalmente vidrio en el empaquetado.³
- Dado el carácter marquista de los principales vinos y licores europeos, se está exportando producto final a otras áreas geográficas, como EE.UU. (impulsado por un dólar fuerte – coyuntural) o emergentes (conforme aumenta la clase media – secular).

¹ Fuente: European Packaging Survey.

² Fuente: The European Container Glass Federation – FEVE.

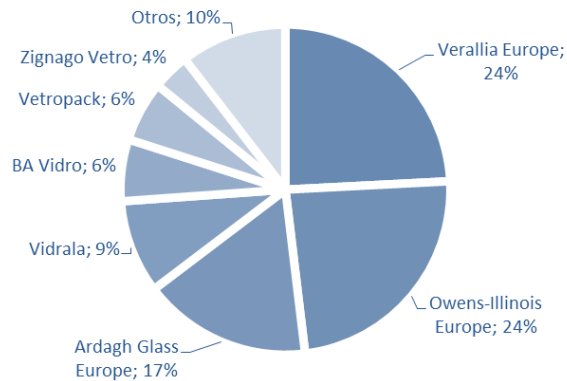
³ La cerveza artesanal se está posicionando como producto de mayor valor añadido, y por esta razón utiliza casi exclusivamente el material de envase que la gran mayoría de la población percibe como de mayor calidad: el vidrio. En el empaquetado de la comida de bebé está habiendo un fuerte cambio de plástico como envase a vidrio, por el contenido de Bisfenol-A (BPA) del plástico, perjudicial para los bebés.



EL MODELO DE NEGOCIO, EN TÉRMINOS GENERALES

Por el lado de la oferta, es un mercado que tiende a la consolidación. En Europa existen más de 60 productores de vidrio, pero tan solo unos 7 copan el 90% de la cuota de mercado.⁴ Dado el carácter local del mercado, los pequeños productores pueden competir, hasta cierto punto, de manera eficiente contra los más grandes.

GRÁFICO 3: Estimación de las cuotas de mercado.



Nota: Los datos anteriores son estimaciones en base a las cifras de negocio y las cuotas dadas por algunas de las compañías (no todas), por lo que han de ser tratados como aproximaciones.

Fuente: Informes anuales de las compañías. Estimaciones.

Para producir a altas tasas de utilización y por lo tanto de la manera más eficiente, es muy importante saber anticiparse a la demanda. Existen más moldes que líneas de producción, por lo que las fábricas tendrán que ir acumulando inventario de cada tipo de envase según sus expectativas de venta; el *know-how* juega un papel clave en la gestión de la distribución/producción.

La producción se puede clasificar en dos etapas:

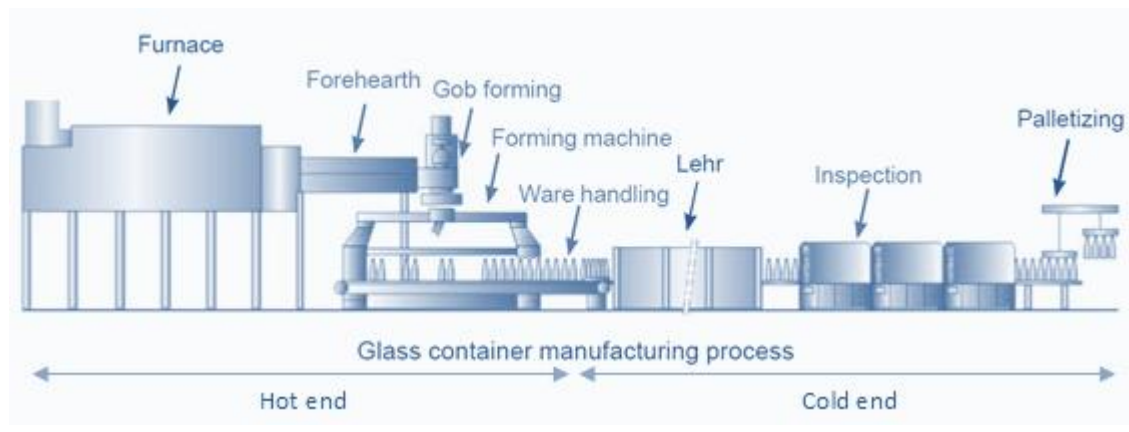
- **Proceso en caliente** (“Hot end”): El vidrio se forma mediante la mezcla de materias primas de fácil disponibilidad (arena de sílice, carbonato de sodio y caliza) en un horno a más de 1.500 grados de temperatura. Según la disponibilidad, se podrá usar vidrio reciclado, que tiene un punto de fundición más bajo y por lo tanto ahorra costes. Tras la fundición, este material en estado semilíquido se corta en “gotas” de vidrio fundido, de un determinado peso y forma según el tipo de recipiente final. Este proceso tarda, de media, unas 24 horas. Estas gotas se introducirán en moldes, donde se soplarán para darles la forma del envase deseada a través de un proceso llamado conformación, que tan solo lleva unos segundos.
- **Proceso en frío** (“Cold end”): Para garantizar la solidez de los envases, se introducen en un horno de recocido a 580 grados, donde se enfriarán de manera lenta y controlada para evitar que el vidrio se quiebre. El tiempo de enfriado dependerá del grosor del vidrio, pe-

⁴ Fuente: Comisión Europea.



ro estaríamos hablando de un proceso de entre 30 minutos y dos horas. En este punto ya está formado el envase. Ahora cada uno de los envases se someterá a estrictos controles de calidad automatizados, mediante instrumentos de funcionamiento mecánico, por vídeo o con el uso de un haz luminoso. Los envases defectuosos se funden de nuevo en el horno. Antes de su expedición, los envases serán agrupados, paletizados y enfundados herméticamente.

IMAGEN 1: Proceso productivo del vidrio.



Fuente: Bucher Emhart Glass.

Dados los costes de encender y apagar el horno, la única manera económica de fundir vidrio es mediante la fabricación continua: todas las horas del día y todos los días de la semana, con una o dos paradas de mantenimiento al año.

Una fábrica con una capacidad productiva de 100.000-120.000 toneladas anuales requiere una inversión inicial de entre 80 y 100 millones de euros y unos 15-18 meses en ser construida, por lo que es una industria muy intensiva en capital. El activo clave es el horno. Construir un horno adicional supone una inversión de entre 40 y 50 millones de euros (reconstruirlo al final de su vida útil, unos 15-20 millones).

Por lo tanto, el coste de tener encendido el horno, que suelen ser de gas natural o electricidad, se convierte en coste fijo (un 20-25% de las ventas). La mano de obra necesaria para hacer funcionar el proceso, pues, es otro coste fijo (20-25% de las ventas, sobre todo en los procesos calientes). Y la propia amortización de la fábrica será el tercer coste fijo (8-10% de las ventas), donde los hornos tienen una vida útil de 10-12 años, fecha a partir de la cual tendrán que ser reconstruidos (con un coste de 15-20 millones por la reconstrucción de cada horno, aumentando la intensidad de capital del negocio). En total, tendríamos un 60% de los costes que son fijos.

Para hacer rentable la operación, los hornos tendrán que funcionar a capacidades utilizadas mínimas del 80%; mayores conforme más alejados estén del cliente final, por el alto coste de transporte. Como es una industria que se beneficia de economías de escala, cuando se instala capacidad, se debe hacer con un mínimo elevado de toneladas al año de producción.



Esto supone que un nuevo entrante ha de conseguir una amplia cartera de clientes de manera acelerada para poder cubrir su totalidad de costes de manera económica. A esta dificultad hay que añadirle otras dos:

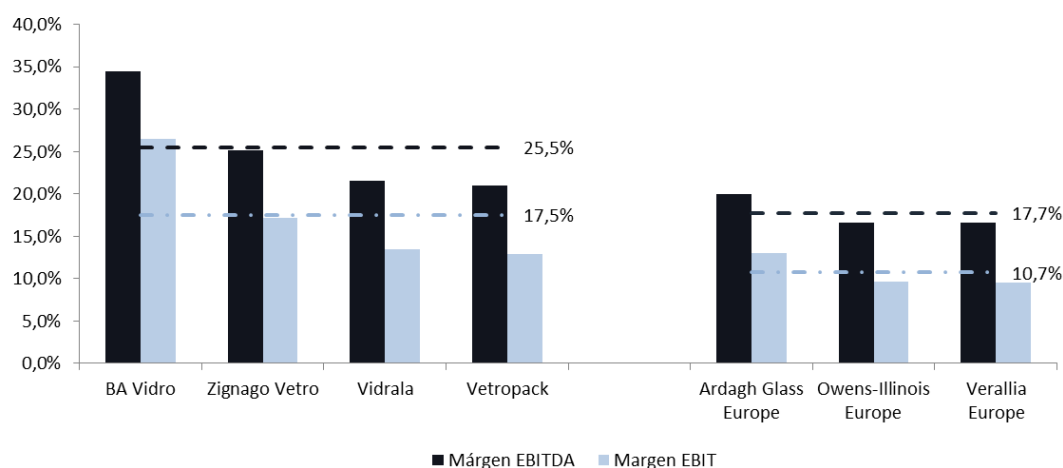
- El cliente embotella su producto en líneas de embotellamiento de alta velocidad, por lo que valora la seguridad de suministro por encima del potencial descuento que pudiera ofrecerle un nuevo entrante. La retención del cliente a largo plazo suele estar en niveles de entre el 90-100%.
- Dado el bajo valor de los recipientes de vidrio con respecto a su peso, no resulta económico suministrar producto a más de 300 kilómetros de radio, por lo que los clientes a captar deberán ser locales.

Parámetros clave: el horno, la localización del horno y la oferta local. Es un sector que se rige por la oferta local. Las dinámicas competitivas no se regirán por estrategias de precios, sino por aumentos o cierres de capacidad (que podrán suponer mayores o menores precios, pero como segunda derivada y con carácter más permanente). Los precios, en una gran parte, van ligados al precio de la energía, por lo que en períodos de caídas del precio de energía (como 2014-16) no resulta fácil subir los precios de los envases.

¿EL TAMAÑO IMPORTA?

Según el productor podemos encontrar dinámicas algo diferentes. No es lo mismo fabricar en grandes tiradas, como Owens-Illinois, Verallia o Ardagh para los grandes (y consolidados) grupos cerveceros, que en pequeñas tiradas, como Vidrala, BA o ZVG para los pequeños (y fragmentados) productores de vino.

GRÁFICO 4: Márgenes medios 2010-2015.



Nota: los productores de la izquierda facturan menos de 800 millones de euros cada uno. Los de la derecha más de 1.500 millones de euros.

Fuente: Informes anuales de las compañías.



Y aquí volvemos a hacer énfasis en el carácter regional de las economías de escala, y la flexibilidad que confiere, por tanto, el menor tamaño a la hora de adaptar el mix de producto.

Ser un gran productor te permite atraer a grandes clientes: cerveceras como Heineken, grupos alimentarios como Heinz, o empresas de refrescos como Coca-Cola. Pero... ¿es rentable? Trabajar para grandes grupos supone una dilución de tu poder de negociación, lo que tirará tus márgenes y concentrará tu riesgo de cliente. Las materias primas requeridas en el proceso productivo son abundantes, por lo que el coste de aprovisionamiento no se beneficia de economías de escala. Tampoco el coste de energía es diferente para el gran productor que para el pequeño, y la intensidad de capital por tonelada instalada, a partir de cierto nivel, es prácticamente la misma.

DINÁMICAS COMPETITIVAS: UNIENDO OFERTA Y DEMANDA

Como decíamos, éste es un sector que se rige por los cierres/ampliaciones de oferta a nivel local. En los últimos 15 años, oferta y demanda han crecido, en términos CAGR, a ritmos del 2%, pero con mayor volatilidad de la oferta.

Dada la dificultad de captar una gran cartera de clientes en poco tiempo y la intensidad de capital del negocio, hace años que no se hace un proyecto *greenfield* en Europa occidental. Además, los aumentos de capacidad fruto de mejoras en eficiencia son difíciles de implementar: por un lado habría que parar los hornos, con el coste que esto conlleva, para implementar las mejoras en eficiencia; por otro lado en un mercado maduro el riesgo es romper las dinámicas de precio, perjudicándose a uno mismo.

La tendencia de los últimos 7 años en Europa occidental ha ido hacia el cierre de hornos, encabezado por los grandes competidores del sector (Owens-Illinois, Verallia y Ardagh).

IMAGEN 2: Aumentos y cierres de capacidad en Europa y regiones vecinas.



Fuente: The European Container Glass Federation – FEVE.



Para los grandes supone menos esfuerzo centrar el tiro en economías emergentes, donde existe un gran potencial de demanda y pueden ir de la mano de sus clientes actuales (grandes grupos cerveceros, de refrescos, etc.). Pero para financiar el crecimiento en emergentes han de tener operaciones sólidas en economías domésticas, y para eso tienen que asegurarse que la demanda/oferta está balanceada, ya que son los que se ven más perjudicados por un exceso de oferta:

- Están presentes en un gran número de mercados, por lo que exportar a regiones adyacentes cuando existe exceso de oferta en su región actual afectaría a sus operaciones en regiones adyacentes, agravando el problema.
- Su mix de productos es menos flexible, ya que su tamaño está pensado para fabricar en grandes tiradas, y por lo tanto no pueden abastecer nichos residuales cuando existe déficit de oferta en su segmento natural.
- Son menos rentables y están más apalancados, por lo que son los principales perjudicados en iniciar una guerra de precios con el fin de obtener mayores rotaciones (y mayores capacidades utilizadas).

Si no pueden aumentar la producción, la única palanca que les queda es recortar coste fijo. Y es que la disminución del coste fijo es clave. En los últimos años hemos visto una dinámica de eliminación de costes fijos:

- Producción de botellas más finas, de manera que disminuya el consumo de materias primas y energía por tonelada producida.
- Uso de material reciclado, que tiene un punto de fundición más bajo y por lo tanto consume menos energía.
- Aumentar la automatización de los procesos, reduciendo los costes laborales por tonelada producida.

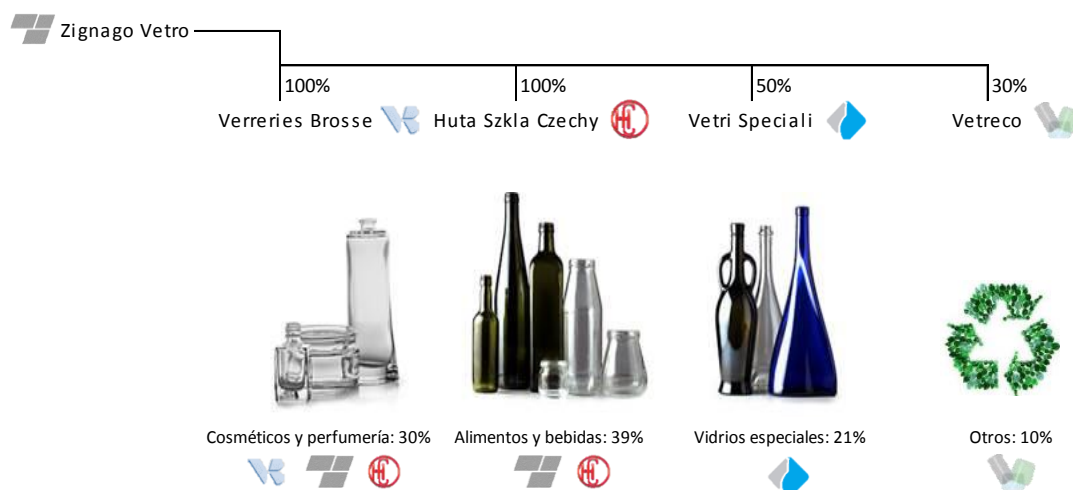
Si disminuye el coste fijo, se puede aumentar el coste variable manteniendo el margen. Esto significa que el producto se puede transportar más lejos (coste variable), con el consiguiente aumento del mercado potencial. Si el radio histórico estaba en los 300 km, ahora tenemos productores como Vidrala o BA que son capaces de exportar de manera económica a radios de más 500 km; un aumento de su mercado potencial de un 60-70% para el productor eficiente. Pero de nuevo: esto favorece al productor pequeño frente al grande, ya que es el pequeño el que no tiene presencia en mercados adyacentes; el grande exportaría a mercados en los que ya está presente.



EL CASO DE ZIGNAGO VETRO

El Grupo Zignago Vetro, con una facturación de 320 millones de euros y un EBIT de 61 millones de euros, es una empresa italiana que produce vidrio para la industria de Cosméticos y perfumería, Alimentos y bebidas, y Vidrios especiales. Además tiene una participación minoritaria en una empresa de procesamiento de Vidrio reciclado.

IMAGEN 3: Diferentes empresas del Grupo y desglose (ventas) por tipo de producto.



Fuente: Gruppo Zignago Vetro.

Las dinámicas según división son algo diferentes:

Zignago Vetro (“ZV”) – 54% de las ventas y 54% del EBIT: Está enfocada en la producción de envases de vidrio para la industria de Alimentos (principalmente jarros para comida de bebé en la planta de Portogruaro) y Bebidas (botellas de vino, espumosos, aceites y licores en la planta de Empoli), pero también produce envases de calidad media para Perfumería y cosméticos (principalmente recipientes para esmaltes).

Cabe destacar que está especializada en los productos de mayor valor añadido dentro de sus respectivas industrias: recipientes para comida de bebé frente a otros recipientes de alimentos, botellas de vino y similares frente a botellines de cerveza y similares, y recipientes para esmaltes frente a otros recipientes de cosméticos.

El rendimiento sobre el capital empleado es del 25% a lo largo del ciclo, gracias a una combinación de margen alto y buenas rotaciones.

Huta Szkla (“HS”) – 7% de las ventas y 4% del EBIT: Su especialidad son los envases más simples para la industria de la Perfumería y cosméticos, pero tiene capacidad de producir para la industria de Alimentos y bebidas. Situada en Polonia, es una empresa que se remonta a la década de los 90, pero adquirida en 2011 por ZVG a 6x EV/EBITDA. Doblaron el margen en los dos años siguientes.



El mercado potencial es el norte de Europa, pero también Europa del Este. Para ello se está invirtiendo en doblar la capacidad este 2016-17. Por el menor coste de la mano de obra, se espera que esta empresa fabrique los moldes de los envases que luego sean utilizados por las otras empresas del grupo en su proceso productivo.

Esta división combina un margen medio con unas rotaciones muy altas para obtener un rendimiento sobre el capital empleado del 10%. Sin embargo, todavía no tiene tamaño suficiente para alcanzar economías de escala más eficientes, aunque está en ello.

Verreries Brosse (“VB”) – 17% de las ventas y 1% del EBIT: Produce envases de Perfumería y cosméticos, pero para perfumes muy exclusivos de los que tan solo salen unas pocas tiradas. También produce, aunque en menor medida, licoreras. Esta división tiene unas dinámicas competitivas algo diferentes al resto. El contenido se vende por un múltiplo muy superior al recipiente, por lo que sí es económico transportarlo. Sin embargo, el 75% de la producción total de perfumes de alta gama se realiza por 65 empresas localizadas entre la Alta Normandía y Picardía, en Francia. VB es la cuarta más grande de ellas. Una buena parte del margen proviene del diseño de los envases, por lo que estar cerca del cliente para colaborar en el diseño es clave.⁵ Por lo tanto, también es un sector local, pero otras razones (menos económicas) que el resto de divisiones. La oferta y demanda global están concentradas geográficamente en una región francesa, por lo que las dinámicas no son tan favorables.

Es la única empresa del sector que produce combinando sistemas automáticos y semiautomáticos (más intensivos en mano de obra), lo que le permite fabricar en menores tiradas para envases de perfumes de muy alta gama. Sin embargo, hay tres problemas coyunturales que están lastrando el margen: sobrecapacidad generalizada en el sector, menor innovación por parte de los grupos de perfumería y cosméticos con respecto a otros años tras la caída del consumo en emergentes,⁶ y el impacto de las huelgas generalizadas tras la reforma laboral francesa.

Aunque el segmento al que esté orientado sea de mayor margen bruto, es mucho más intensivo en mano de obra y capital, por lo que es una empresa que no se cubre su coste de capital si las rotaciones son bajas (caso actual, por los factores comentados). El rendimiento sobre el capital empleado a lo largo del ciclo es del 4%. Las inversiones en la división están yendo hacia la automatización de procesos, que disminuiría la intensidad de mano de obra y facilitaría mayores rotaciones.

Vetri Speciali (“VS”) – 22% de las ventas y 42% del EBIT: Esta empresa, participada a partes iguales por Owen-Illinois y ZVG, produce envases para la industria de Vidrios especiales: recipientes muy personalizados y en pequeñas tiradas para vinos, licores y aceites de alto valor. Es la más rentable de las tres divisiones por el simple concepto de que reúne las mejores característi-

⁵ El diseño de un frasco de perfume es mucho más complejo que el de un envase para alimentos o bebidas por el fuerte componente de marketing implícito en la industria de perfumería y cosméticos, muy ligada a la industria de la moda.

⁶ Al fabricar en pequeñas tiradas, cuanta más diversidad de producto, más margen.



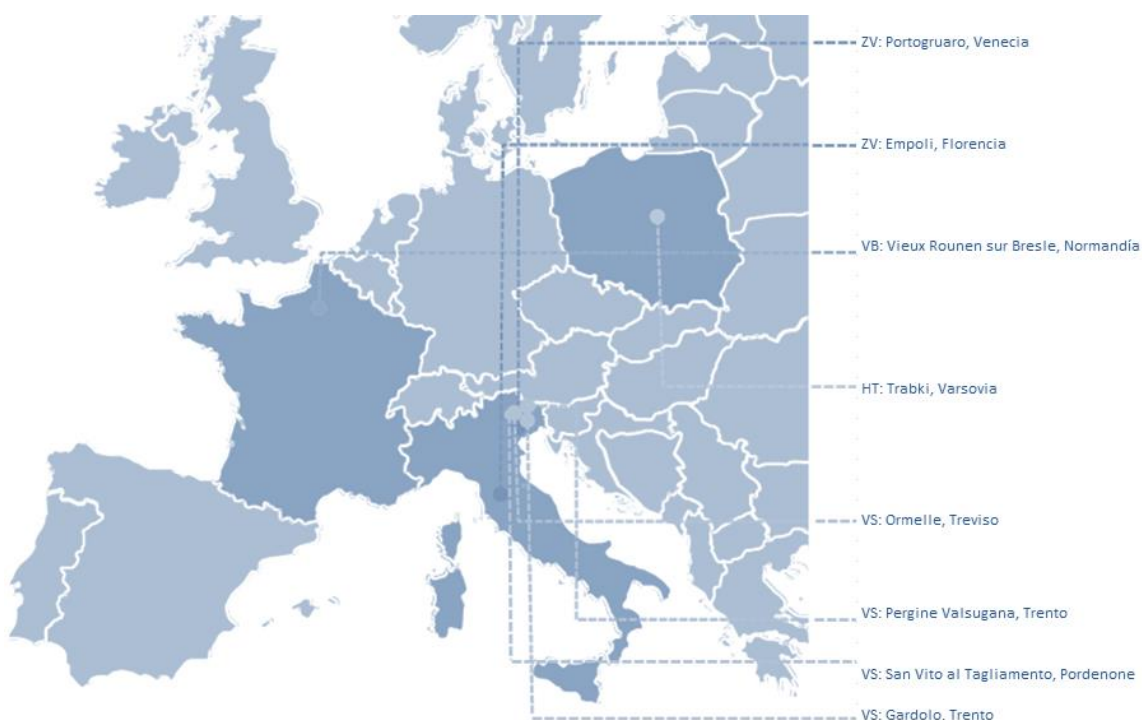
cas de las otras dos: son productos de alto valor añadido (mejor margen) pero cuyo valor con respecto al del contenido que protegen no es lo suficientemente alto como para que su transporte sea económico (margen protegido por la naturaleza local del mercado). Los productos de VS se fabrican en tiradas cortas, pero el alto margen más que compensa.

Actualmente existe un déficit de oferta, dados los pocos competidores verdaderamente especializados en este tipo de vidrio.⁷ Para atajar este problema, VS construyó una nueva planta en Trento, finalizada el pasado octubre.

De todas las empresas que hemos visto del sector del vidrio, VS es la más rentable: es capaz de obtener rendimientos sobre el capital empleado superiores al 30%, de manera sostenida, a lo largo del ciclo.

Vetresco (“VT”) – 1% de las ventas y 0% del EBIT: Nace de una iniciativa común entre Verallia (40%), Ardagh (30%) y ZVG (30%) en 2013. Tiene como objetivo el procesado de Vidrio reciclado, de manera que el coste de abastecimiento para sus accionistas sea menor (el vidrio reciclado disminuye el consumo energético hasta un 10%).

IMAGEN 4: Localización geográfica de las plantas.



Nota: Excluida la planta de Vetresco.

Fuente: Gruppo Zignago Vetro.

⁷ Prácticamente solo compete con Saverglass, adquirida en 2016 a 16x EV/EBITDA por Carlyle Group.



EFICIENCIA DEL CAPITAL INVERTIDO

En un negocio tan maduro e intensivo en capital, cobra especial importancia la eficiencia de las inversiones, tanto orgánicas como inorgánicas. La primera característica que nos llama la atención de ZVG es que los directivos no sobre-pagan:

- En los 80 compraron una de las dos fábricas que tiene ZV tras una liquidación concursal. Hoy los ROCEs son del 25%.
- Compraron una de las cuatro plantas actuales de VS tras un procedimiento de insolvencia de la misma en los 90. Hoy los ROCEs de VS son del 30%.
- Compraron VB en 2002 cuando ésta acababa de quebrar. No es una empresa que se pague su coste de capital, pero al haber comprado en liquidación la opción no les salió cara. Además los años posteriores a la compra y anteriores a la crisis (2003-07), la rentabilidad sobre el capital empleado fue de doble dígito. Hoy están trabajando para que vuelva a serlo.
- Adquirieron HS en 2011 a unas 6x EV/EBITDA, y a los dos años doblaron el margen. Compraron barato un activo que conocían perfectamente y en el que veían (y materializaron) su potencial.

Por el lado de las inversiones orgánicas, podemos distinguir entre capex de mantenimiento y de crecimiento. El capex de mantenimiento en el sector es del 7-8%, aunque algo mayor en VB (en torno al 10%) al ser más intensiva en capital. El capex de crecimiento ha sido más pronunciado durante los últimos tres años, sobre todo en ZV, HS y VS, que han ampliado capacidad notablemente. La TIR de estas inversiones es de doble dígito, en especial para VS, que estimamos será superior al 20%.

ALINEACIÓN DE INTERESES

La empresa está participada en un 65% por la familia Marzotto (principales accionistas de Hugo Boss, entre otras empresas), que ocupa posiciones ejecutivas en las diferentes divisiones de ZVG.

Uno de los integrantes de esta familia es Nicolo Marzotto (Vicepresidente de ZVG y encargado de la red de distribución del Grupo), accionista de referencia del grupo de moda Valentino y dueño de la empresa Retail Group. Esta última empresa gestiona 8.000 metros cuadrados de superficie comercial por toda Italia, arrendadas a empresas que, en muchos casos, son clientes finales de ZVG (Santa Margherita, Campari...). De esta manera podríamos decir que Nicolo Marzotto tiene un indicador adelantado de la “demanda de vidrio” a través de su negocio de gestión de locales comerciales. Esto es relevante teniendo en cuenta que durante el pasado año compró acciones de ZVG por valor de más de un millón de euros, a un precio superior al actual (entre 5,7-5,9€).

En total, según datos de la Bolsa Italiana, los miembros del consejo en su conjunto tienen acciones por valor de 14 millones de euros compradas en mercado (un 8% del *free-float*).



VALORACIÓN

Las fuertes inversiones acometidas en los últimos años han incidido en dos aspectos: mayor intensidad de capital del negocio, tanto a largo plazo (capex) como a corto plazo (inventarios), y menor margen (por el coste asociado a ese activo nuevo que todavía no produce). Pero a futuro debería denotar potencialidad: las necesidades de capital bajarán rápidamente (sin fuerte capex a partir de 2017) y el margen deberá aumentar conforme esas divisiones empiecen a producir (diluyendo el coste fijo del activo que todavía no está operativo).

ZVG invirtió en un aumento de la capacidad de su planta de Empoli, que empezó a producir en 2016 aunque por debajo de su producción potencial. Además, durante el 2016 invirtió en VS y HS, que empezarán a producir a plena capacidad este 2017. Hay que tener en cuenta que las ampliaciones de capacidad suponen parar la producción actual, por lo que las cifras de negocio de 2015-16 son menores a las normalizadas por dos razones: menos días de producción, capacidad potencial incrementada.

Por lo tanto, teniendo en cuenta ambos factores creemos que la producción normalizada estará en torno a los 360 millones de euros, frente a los 320 de 2015 (un 10-15% adicional).

El margen normalizado, una vez las nuevas inversiones estén produciendo a plena capacidad, deberá estar en torno al 18%. Esto nos daría un beneficio operativo normalizado (después de impuestos) de unos 46 millones de euros.

A un múltiplo de unas 15x nos daría unos 680 millones de euros de *enterprise value*, que quitándole la deuda neta se quedan en 545 millones de euros de *market cap* – un 15% de descuento para una compañía que rentabiliza sus inversiones a tasas del 15-20% a lo largo del ciclo.

Por comparar, al precio actual el múltiplo EV/EBITDA es de 6,7x, mientras que a nuestro objetivo de valor intrínseco es de 7,3x. Éste es un sector que cotiza históricamente a múltiplos de entre 8 y 10x EV/EBITDA. En los últimos dos años, se han hecho dos transacciones comparables:

- En 2016 Carlyle Group adquirió Saverglass, comparable a VS, pagando un múltiplo de 16x EV/EBITDA.
- En 2015 Apollo GM compró Verallia, comparable de ZV, a 7,4x EV/EBITDA.

Hay que tener en cuenta que tanto Saverglass como Verallia son empresas mucho menos rentables que las divisiones comparables de ZVG.



AVISO LEGAL

Este documento se ha realizado sólo a título informativo, y por lo tanto, no constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos por parte de Renta Markets SV, S.A. ("**Renta Markets**"). **Ninguna información aquí expresada debe interpretarse como un asesoramiento en materia de inversiones, ni un análisis financiero ni como otra forma de recomendación** general o relativa a operaciones sobre valores o instrumentos financieros.

La información aquí contenida ha sido elaborada por profesionales que realizan operaciones en el mercado y Renta Markets podría tener un interés económico o financiero en las compañías o instrumentos financieros que se citan en este documento, razón por la cual podrían no reflejar una opinión estrictamente independiente. En este sentido se hace constar que la información que se contiene en este documento no cumple las condiciones establecidas en el artículo 141 e) del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, ni en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de Noviembre, sobre abuso de mercado. Dicha información **no se ha elaborado con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones** y no existe prohibición alguna que impida la negociación antes de la difusión de esta información.

Los contenidos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas fiables y por tanto Renta Markets trata de asegurar que la información recogida en él sea correcta. No obstante, Renta Markets **no garantiza la integridad, veracidad o exactitud de la información** y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento refleja tan sólo la opinión de Renta Markets y cualquiera de sus contenidos podrá modificarse sin previo aviso. La información relativa a determinados valores o instrumentos está basada en las circunstancias y/o noticias del momento y sus contenidos no tienen un horizonte temporal predeterminado, por lo que pueden perder su vigencia por el mero transcurso del tiempo y/o por concurrir otras circunstancias o noticias distintas. Renta Markets no tiene obligación de actualizarla, modificarla o corregirla con periodicidad alguna para informar al receptor de cualquier cambio en los contenidos. En consecuencia, Renta Markets **no asume responsabilidad por los contenidos** de este documento, ni en relación a los elaborados por Renta Markets ni los que proceden de terceros.

Los potenciales inversores deben adoptar sus propias decisiones de inversión, procurándose a tal fin el asesoramiento especializado que consideren necesario ya que los valores o instrumentos financieros a que se refiere este documento pueden no ser adecuados a sus circunstancias personales y a sus objetivos concretos de inversión, su posición financiera o patrimonial, su perfil de riesgo y/o su clasificación como inversor e incluso ser contrarios a sus intereses.

Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor de este documento sobre valores o instrumentos referidos en este documento debería adoptarse en base a la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV.

El potencial inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores e instrumentos o los resultados pasados de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. Los precios y rentabilidades aquí indicados son solamente orientativos y no llevan incluida comisión alguna. Todas las referencias a objetivos en este documento han de ser tratadas como objetivos, en ningún caso como garantías.

Renta Markets no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de las pérdidas directas o indirectas, costes u otros perjuicios que un inversor pueda sufrir si formaliza operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en este documento.

Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de Renta Markets.

Zignago Vetro - Summary of Financial Statements
Operating Case: Neutral

diciembre 31,	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas:	155 €	209 €	241 €	257 €	230 €	265 €	291 €	299 €	292 €	302 €	319 €
<i>Crecimiento anual:</i>		34,9%	14,9%	6,7%	(10,2%)	14,9%	10,0%	2,6%	(2,2%)	3,3%	5,5%
EBITDA:	37,6	53,2	63,6	70,7	63,3	72,1	78,4	72,2	69,2	65,8	75,1
<i>Margen EBITDA:</i>	24,2%	25,4%	26,4%	27,6%	27,5%	27,2%	26,9%	24,2%	23,7%	21,8%	23,6%
<i>Crecimiento anual:</i>		41,5%	19,7%	11,1%	(10,4%)	13,7%	8,8%	(7,9%)	(4,1%)	(4,9%)	14,0%
EBIT:	19,0	31,1	43,0	49,8	41,5	49,6	54,2	47,2	43,7	38,0	43,0
<i>Margen EBIT:</i>	12,2%	14,8%	17,9%	19,4%	18,0%	18,7%	18,6%	15,8%	14,9%	12,6%	13,5%
<i>Crecimiento anual:</i>		63,8%	38,5%	15,9%	(16,8%)	19,5%	9,2%	(12,9%)	(7,4%)	(13,0%)	13,1%
Beneficio Neto:	13,2 €	20,3 €	28,2 €	32,7 €	28,0 €	33,8 €	36,5 €	31,4 €	28,7 €	24,3 €	27,3 €
<i>Margen Neto:</i>	8,5%	9,7%	11,7%	12,7%	12,1%	12,8%	12,5%	10,5%	9,8%	8,0%	8,6%
<i>Crecimiento anual:</i>		53,1%	38,9%	16,0%	(14,3%)	20,8%	8,0%	(13,9%)	(8,6%)	(15,6%)	12,4%
BPA Diluido:	0,17	0,25	0,35	0,41	0,35	0,43	0,46	0,36	0,33	0,28	0,31
DPA Diluido:	0,13	0,52	0,11	0,22	0,29	0,24	0,30	0,28	0,25	0,22	0,20
Payout:	75,5%	204,3%	31,3%	53,3%	83,0%	56,6%	64,7%	77,6%	75,3%	78,5%	63,5%
Nº acciones diluidas:	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	78,9	78,7	86,6	86,6	86,6	86,6
NOPAT:	13,3	21,8	30,1	34,9	29,0	34,7	37,9	33,0	30,6	26,6	30,1
<i>Margen NOPAT:</i>	8,6%	10,4%	12,5%	13,6%	12,6%	13,1%	13,0%	11,1%	10,5%	8,8%	9,5%
<i>Crecimiento anual:</i>		63,8%	38,5%	15,9%	(16,8%)	19,5%	9,2%	(12,9%)	(7,4%)	(13,0%)	13,1%
<i>Rotación de Activos:</i>	1,42	1,70	2,10	1,85	1,46	1,58	1,58	1,51	1,35	1,34	1,30
Plantilla:	1.040	1.049	1.097	1.127	1.139	1.168	1.468	1.558	1.563	1.607	1.619
Ventas por empleado:	149,3	199,6	219,3	227,8	202,4	226,8	198,3	191,8	187,0	187,9	196,8
EBITDA por empleado:	36,1	50,7	58,0	62,8	55,6	61,7	53,4	46,3	44,3	41,0	46,4
Cash Flow from Operations:	24,3	38,7	41,4	48,7	46,1	63,4	59,3	42,0	42,7	71,0	42,4
<i>CFO/Capital Empleado:</i>	22,1%	31,5%	36,1%	35,2%	29,2%	37,7%	32,3%	21,2%	19,8%	31,4%	17,3%
<i>Margen CFO:</i>	15,6%	18,5%	17,2%	19,0%	20,0%	23,9%	20,4%	14,1%	14,6%	23,5%	13,3%
Capex orgánico:	(19)	(15)	(21)	(45)	(35)	(41)	(27)	(35)	(37)	(54)	(50)
Cash Converson:	76%	87%	80%	86%	90%	110%	95%	72%	75%	128%	67%
Free Operating Cash Flow:	5,1	23,4	20,4	3,6	10,9	22,8	32,3	7,4	6,1	17,0	(7,9)
<i>FCF/CE:</i>	4,7%	19,0%	17,8%	2,6%	6,9%	13,6%	17,5%	3,7%	2,8%	7,5%	-3,2%
<i>Margen FCF:</i>	3,3%	11,2%	8,5%	1,4%	4,7%	8,6%	11,1%	2,5%	2,1%	5,6%	-2,5%
Deuda Financiera Bruta:	21,5	68,0	68,7	83,3	112,3	121,6	122,1	136,1	145,2	198,9	232,5
Activos Financieros LP:	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caja y Activos Financieros CF	32,3	7,3	22,6	20,0	29,3	46,1	46,5	44,7	39,4	91,2	103,5
Deuda Neta:	(10,8)	60,7	46,1	63,4	82,9	75,5	75,7	91,4	105,8	107,7	129,0
Activos Operativos CP:	76,1	92,1	90,3	98,5	100,9	103,0	116,7	125,3	131,0	130,4	143,9
Pasivos Operativos CP:	28,3	36,8	43,5	49,6	44,0	49,0	51,5	51,4	47,2	62,2	70,9
Working Capital:	47,9	55,3	46,7	48,9	56,9	54,1	65,2	73,9	83,8	68,2	73,0
Activos Operativos LP	61,8	67,6	68,1	89,6	100,8	114,0	118,7	124,6	132,0	157,9	172,1
Pasivos Operativos LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos Operativos Netos LP:	61,8	67,6	68,1	89,6	100,8	114,0	118,7	124,6	132,0	157,9	172,1
Capital Empleado Operativo:	109,7	122,9	114,8	138,5	157,7	168,0	183,9	198,5	215,8	226,1	245,1
ROCE Operativo:	12,1%	17,7%	26,2%	25,2%	18,4%	20,7%	20,6%	16,6%	14,2%	11,8%	12,3%
Equity:	89,7	61,3	77,2	89,5	93,4	108,1	121,1	125,5	129,6	133,8	145,6
ROE:	14,8%	33,0%	36,5%	36,5%	30,0%	31,3%	30,1%	25,1%	22,2%	18,1%	18,7%

ROCE - Return on Capital Employed
