

Resumen BIE 2019: Vetoquinol

NOTA DEL EDITOR: Este es un resumen de la tesis de inversión que será presentada en *Best Ideas en Español 2019*.

* * *

Vetoquinol [EPA: VETO] es una empresa francesa fundada en 1933, que actualmente es la 8ª compañía más grande del mundo en salud animal (56% de sus ventas son productos para mascotas y 44% son productos para cría de ganado). Vetoquinol es una empresa familiar y la familia Frechin que fundó la compañía posee el 66,9% del capital.

En 2018, Vetoquinol ha tenido unas ventas de €367.9m, un EBITDA de €60.4m (16.4% margen), un EBIT de €48.4m (13.2% margen), y una posición de caja neta de €111m (16.6% de la capitalización bursátil).

Durante los últimos 14 años, el EBIT ha crecido a un ritmo del 7.8% anualizado y cuenta con un ROCE de 26.7%. Además, durante estos últimos 14 años Vetoquinol ha demostrado que ha sido capaz de generar caja de manera constante y tener un modelo de negocio inmune a recesiones.

El sector de salud animal es un sector de más de €30.000 millones que viene creciendo constantemente al 4-6% anual gracias a varias tendencias estructurales de largo plazo:

- Crecimiento demográfico mundial.
- Búsqueda de mejoras productivas en la cría de ganado.
- Incremento de propiedad de mascotas en países emergentes.
- Humanización de las mascotas.

Además, comparado con la industria farmacéutica para humanos, la de animales tiene varias ventajas:

- Una base de clientes más diversificada.
- Menos presión en precios gracias a un mayor valor de la marca del producto y relaciones directas con el cliente/prescriptor.
- Una inversión en I+D con resultados más predecible, menos intensa en capital y con menos riesgo de pérdida de patente.
- Unas mayores expectativas de crecimiento.

Para nosotros, Vetoquinol es una empresa que entra dentro de nuestra temática *Contrarian* ya que a pesar de tener muy buenos fundamentales a largo plazo está fuertemente infravalorada y penalizada por el mercado debido a temores de corto plazo.

El principal temor de corto plazo es su exposición al segmento de antibióticos que durante los últimos años ha sufrido una presión regulatoria en Europa para reducir su uso en animales.

En 2011, el 43% de las ventas de Vetoquinol venían de antibióticos y la compañía espera que en 2021 solo representen un 25%.

Es importante mencionar que este cambio del peso de los antibióticos no viene por una

reducción de ventas de antibióticos, si no porque Vetoquinol ha sido capaz de invertir eficientemente en I+D y lanzar nuevos productos.

Vetoquinol ha sido capaz de crecer a un muy buen ritmo en los últimos años a pesar de haber sufrido esa presión regulatoria sobre el uso de los antibióticos, y todavía más importante destacar es que los nuevos productos que lanzan tienen un margen mayor que los antibióticos.

Otras razones que penalizan la cotización de Vetoquinol en el corto plazo son:

- Estructura ineficiente de capital con €111 millones de caja neta en su balance a cierre de 2018 (casi el 17% de su capitalización bursátil).
- Poca cobertura de analistas (Solo la cubren 2 analistas locales).
- Guidance del equipo directivo y una contabilidad muy conservadora.

A pesar del excelente track record financiero y sus perspectivas de crecimiento, Vetoquinol cotiza a un de PER 14,7x 2019E (una vez ajustado el excedente de caja neta) que es aproximadamente la mitad al múltiplo PER de 28.5x que cotizan sus competidores (Zoetis, Elanco, Virbac, Dechra). En términos de EV/EBITDA Vetoquinol cotiza a 8.8x 2019E que es significativamente menor al 17.9x de sus competidores o al múltiplo de 18.8x que ha pagado recientemente Elanco en la compra de la división de salud animal de Bayer.

Después de un crecimiento espectacular de manera constante durante los últimos años, las siguientes palancas de crecimiento de la compañía son:

A nivel de ventas:

- Continuar con la expansión en Estados Unidos donde la compañía ha sido capaz de crecer orgánicamente al 6,8% anual durante los últimos 4 años
- Lanzamiento de nuevos productos: Vetoquinol espera lanzar 50 nuevos productos durante los próximos años de los cuales 21 serán lanzados durante 2019-2020

A nivel de márgenes:

- El incremento del peso en ventas de productos core y nuevos productos que tienen mayor margen.
- Su plan de optimización industrial con la concentración de la producción en ciertas fábricas y la reducción del número de referencias de productos.

Pensamos que la compañía conservadoramente vale 82.7€ por acción que es un 47% más a los 56.4€ por acción que cotiza actualmente. Este precio objetivo de la compañía a 3 años está basado en las siguientes hipótesis:

- Crecimiento de EBIT de los próximos años del 4% anual (frente al histórico del +7.8% durante los últimos 14 años) que se traduce en un incremento de 6.4€ por acción.
- Re-rating de múltiplo de valoración a 14x EV/EBIT LTM (aproximadamente la mitad a lo que cotizan sus peers del sector) que se traduce en un incremento de 11.4€ por acción.
- Generación de caja durante el periodo de 3 años acorde con el perfil de alta generación de caja de la compañía que se traduce en un incremento de 8.5€ por acción.