

Resultados 6m 2019

Opinión ⁽¹⁾: Resultados en línea.

Impacto ⁽¹⁾: No moveremos nuestras estimaciones.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-iaef.com

+34 915 904 226

ECR es un grupo industrial de fabricación de productos químicos que opera a través de 3 divisiones: (i) química básica, (ii) química intermedia y (iii) farmacia. Con un negocio que gira en torno a la producción de cloro-sosa (>70% del EBITDA), siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total instalada) y dentro del Top10 en Europa. Sus ventas fuera de España representan el 47% de la facturación total.

Crecimiento en volumen en un entorno sectorial adverso. Resultados en línea.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	200,9	223,6
EV (Mn EUR y USD)	358,8	399,2
Número de Acciones (Mn)	104,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,47 / 3,52 / 1,86	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1,12	
Rotación ⁽²⁾	142,7	
Thomson Reuters / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

INCREMENTO DE INGRESOS (+3,1% vs. 1S18) a pesar de la continuidad de la fase bajista del ciclo del sector cloro-sosa (iniciada en el 2S18). El incremento de ingresos se explica por el efecto volumen asociado al aumento de la capacidad de producción de las plantas de cloro-sosa, PVC, polioles y productos farmacéuticos. Qué mitiga la caída de precios de venta de los principales productos (sosa y PVC).

Estructura Accionarial (%)

Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,2
Joan Casas Galofre	4,2
Víctor Manuel Rodríguez Martín	3,4
Montserrat García Pruns	3,1
Free Float	82,7

CON UN DETERIORO DEL MARGEN EBITDA/INGRESOS (8,8%; -5,7p.p.) debido a la caída de precios de la sosa (c. -30%) y la subida del coste de los aprovisionamientos (EDC +43%) y la electricidad (+12%), resultando en un EBITDA Rec. de EUR 31,9Mn (-37,7% vs 1S18; cuyo entorno cíclico fue favorable)

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	109,2	104,9	104,9	104,9
Total Ingresos	677,1	714,2	743,0	751,6
EBITDA Rec.	64,9	47,2	63,2	68,6
% Var.	-7,6	-27,3	33,9	8,5
% EBITDA Rec./Ing.	9,6	6,6	8,5	9,1
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	-0,3	6,0	8,6	6,9
Beneficio neto	44,9	17,5	29,6	34,2
BPA (EUR)	0,41	0,17	0,28	0,33
% Var.	3,7	-59,4	68,8	15,8
BPA ord. (EUR)	0,32	0,17	0,28	0,33
% Var.	-28,6	-48,0	68,8	15,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	5,6	0,8	23,2	34,0
Pay-out (%)	14,4	0,0	18,0	18,0
DPA (EUR)	0,06	0,00	0,05	0,06
Deuda financiera neta	126,5	156,7	135,6	119,9
DN / EBITDA Rec.(x)	1,9	3,3	2,1	1,7
ROE (%)	17,3	6,4	10,1	10,8
ROCE (%) ⁽⁵⁾	10,9	5,1	7,7	8,5

Y UN INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO (+7,0% vs. 2018), explicado principalmente por una continuidad del plan de inversión (EUR 21Mn durante 1S19), y una salida de caja extraordinaria de EUR 16Mn correspondiente al pago de las provisiones para desmantelamiento y readaptación de terrenos, que, junto con la retribución al accionista durante el 1S19 (EUR 9,6Mn), han situado la DN en EUR 135Mn (< 3x s/EBITDA 2019e; en línea, pero superior a la autoimpuesta de 2x para pagar dividendo).

LOS "NO RECURRENTES" SIGUEN FRENANDO LA RECUPERACIÓN DEL FCF. ECR ha realizado un agresivo plan de inversión durante los últimos ejercicios, que continúa durante el 1S19 (EUR 21Mn), que junto al pago de provisiones no recurrentes han lastrado la recuperación del FCF (FCF 1S19 negativo: - EUR 2,2Mn).

EN CONCLUSIÓN: Resultados en línea con lo esperado ante un entorno adverso para el sector cloro-sosa (EBITDA: -37,7%; BN: -62,7%). Pese a este contexto, la compañía sigue siendo rentable desde un punto de vista operativo y su estructura financiera, sólida (DN/EBITDA 2019e <3x). Mantenemos intacto el equity story de ECR, que pivota sobre una recuperación "moderada" del precio de la sosa a partir de 2020e y la recuperación del Free Cash Flow ante unas necesidades de CAPEX inferiores (EUR 25,3Mn en 2020e vs EUR 40,0Mn durante 2019e; un driver ajeno al ciclo). Y Que permitirá disparar el FCF Rec. a niveles de EUR 23Mn en 2020e (Free Cash Flow yield 2020e: >10% vs 5,0% del sector).

Ratios y Múltiplos (x)

PER	4,7	11,5	6,8	5,9
PER Ordinario	6,0	11,5	6,8	5,9
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6
Dividend Yield (%)	3,1	0,0	2,6	3,1
EV/Ventas	0,53	0,50	0,48	0,48
EV/EBITDA Rec.	5,5	7,6	5,7	5,2
FCF Yield (%) ⁽³⁾	2,8	0,4	11,6	16,9

Comportamiento relativo -5y (base 100)



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

- (1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).
- (2) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- (3) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (Eurostoxx 600 Chemicals).
- (4) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
- (5) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
- (6) vs Eurostoxx 600 Chemicals.

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,9	-37,7	-60,4	-38,5	10,7	298,1
vs Ibex 35	-2,7	-35,8	-58,0	-43,1	2,7	369,9
vs Ibex Small Cap Index	-3,0	-35,4	-54,8	-42,8	-23,8	224,8
vs Eurostoxx 50	-4,2	-38,1	-60,6	-47,6	-6,4	258,7
vs Índice del sector ⁽⁶⁾	-3,1	-38,4	-59,6	-48,2	-9,6	216,8

Informe emitido por IFAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IFAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Resultados 1S19

EUR Mn	1S19	1S18	1S19 vs 1S18	2019e	2019e vs 2018
Total Ingresos	364,1	353,2	3,1%	714,2	5,5%
Derivados del cloro	214,0	209,4	2,2%	n.a.	n.a.
Química intermedia	102,1	97,5	4,7%	n.a.	n.a.
Farmacia	29,3	27,8	5,5%	n.a.	n.a.
Otros ingresos	18,7	18,5	0,9%	n.a.	n.a.
EBITDA Rec.	31,9	51,3	-37,7%	47,2	-30,5%
<i>Rec. EBITDA / Ing.</i>	<i>8,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>-5,7 p.p.</i>	<i>6,6%</i>	<i>-2,3 p.p.</i>
EBITDA	29,7	46,2	-35,7%	47,2	-30,5%
<i>EBITDA / Ing.</i>	<i>8,2%</i>	<i>13,1%</i>	<i>-4,9 p.p.</i>	<i>6,6%</i>	<i>-2,3 p.p.</i>
EBIT	16,7	33,3	-50,0%	27,8	-36,6%
BN	10,5	28,1	-62,7%	17,5	-61,0%
BN ordinario	12,7	33,2	-61,7%	17,5	-50,0%
FCF Recurrente (*)	14,0	2,3	n.a.	0,8	n.a.
<i>FCF Recurrente Yield (%)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,4</i>	<i>n.a.</i>
Deuda Neta	135,4	110,2	22,9%	156,7	23,8%
Deuda Neta / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	3,3 x	1,4 x

(*) FCF Recurrente no incluye los pagos relacionados con cargo a provisiones de remediación ambiental (desmantelamiento y readaptación de terrenos) por importe de EUR 16,2Mn.

El FCF Rec. 1S19 se ha visto empujado por una reducción de las necesidades de capital circulante (aprox EUR 9Mn). Consideramos que su normalización durante el segundo semestre implicará una reducción del FCF Rec. hacia tasas mas cercanas a las estimadas.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(17,9)	26,6	36,8	718			
Market Cap	200,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	126,5	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta				Inputs favorables	Inputs desfavorables
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)				=	=
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)				2,4%	3,6%
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)				=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)				5,5%	6,5%
Beta (B)	1,4	B (Thomson Reuters)				1,4	1,5
Coste del Equity	8,5%	Ke = Rf + (R * B)				8,1%	10,2%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	61,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)				=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	38,6%	D				=	=
WACC	6,5%	WACC = Kd * D + Ke * E				5,9%	7,6%
G "Razonable"	1,0%					1,5%	0,5%

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado. Para más detalle ver Anexo 2.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vtas 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
BASF SE	BASF.DE	56.993,3	11,0	-3,0%	7,9	3,4%	1,2	2,2%	15,1%	7,2%	-7,6%
Solvay	SOLB.BR	9.864,3	9,9	6,3%	5,8	4,9%	1,2	3,4%	21,4%	7,7%	6,2%
Covestro AG	1COV.DE	7.841,6	7,7	-13,7%	4,5	-4,4%	0,7	1,0%	15,7%	6,8%	-29,0%
Akzo Nobel AS	AKZO.AS	19.736,0	19,3	14,4%	15,7	12,4%	2,1	2,3%	13,4%	2,4%	22,2%
Europe			11,9	1,0%	8,5	4,1%	1,3	2,2%	16,4%	6,1%	n.a.
DowDuPont	DWDP.K	49.276,0	5,8	-41,0%	4,7	-39,6%	1,0	-46,9%	21,6%	3,8%	-37,0%
Olin Corp	OLN	3.163,8	9,6	8,9%	5,2	3,2%	0,9	-1,9%	18,0%	9,9%	15,0%
Westlake	WLK	7.971,1	8,8	-7,2%	5,8	-2,3%	1,3	2,1%	22,7%	7,2%	-4,0%
USA			8,0	-13,1%	5,3	-12,9%	1,1	-15,6%	20,7%	0,1	n.a.
Ercros	ECR.MC	200,9	11,5	39,8%	7,6	20,5%	0,50	2,6%	6,6%	0,4%	n.a.

Análisis de sensibilidad (2020e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	9,5%	70,6	5,1x
Central	8,5%	63,2	5,7x
Min	7,5%	55,8	6,4x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 20e			Escenario	FCF/Yield 20e		
	EBITDA 20e	2,4%	3,4%		4,4%	Max	Central
70,6	38,1	30,7	23,2	Max	19,0%	15,3%	11,6%
63,2	30,7	23,2	15,8	Central	15,3%	11,6%	7,9%
55,8	23,2	15,8	8,4	Min	11,6%	7,9%	4,2%

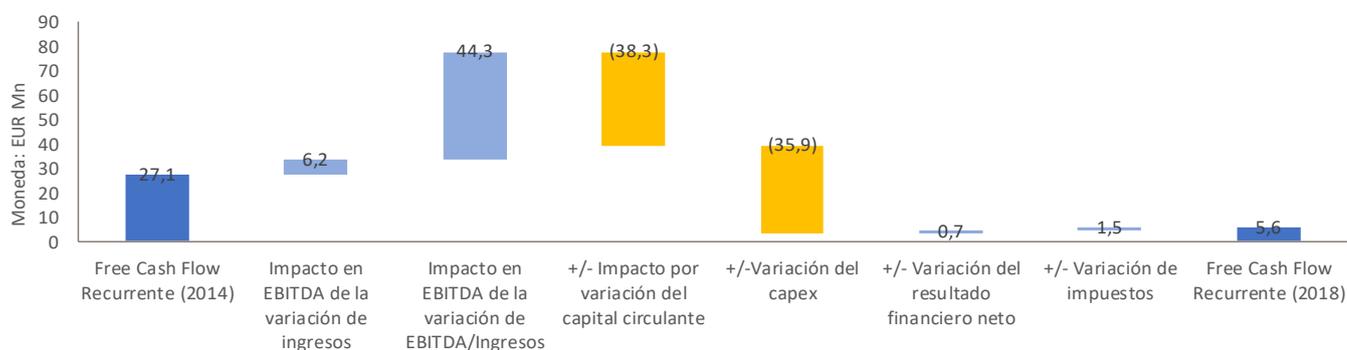
Anexo 1. Estados financieros

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Inmovilizado inmaterial	5,6	6,5	5,9	4,1	4,2	4,4	4,5	4,7		
Inmovilizado material	245,7	235,3	249,2	269,4	300,5	321,0	325,9	325,7		
Otros activos no corrientes	0,9	2,5	7,0	25,9	31,7	31,7	31,7	31,7		
Inmovilizado financiero	40,4	40,4	38,7	44,9	45,2	45,7	46,3	46,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	208,3	205,3	184,6	218,3	218,9	235,9	242,5	244,0		
Total activo	500,8	490,1	485,4	562,6	600,5	638,7	650,9	652,9		
Patrimonio neto	168,2	175,9	219,8	247,5	272,3	278,7	308,3	326,3		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	62,8	66,2	71,0	84,1	76,5	56,5	54,4	52,3		
Deuda financiera neta	128,8	119,5	73,4	89,3	126,5	156,7	135,6	119,9		
Pasivo circulante	141,1	128,5	121,2	141,7	125,2	146,7	152,6	154,4		
Total pasivo	500,8	490,1	485,4	562,6	600,5	638,7	650,9	652,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
Total Ingresos	607,3	624,5	606,9	689,3	677,1	714,2	743,0	751,6	14-18	18-21e
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-4,2%</i>	<i>2,8%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>13,6%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>1,2%</i>	2,8%	3,5%
Coste de ventas	(444,4)	(438,5)	(393,8)	(467,9)	(466,9)	(517,3)	(526,5)	(526,7)		
Margen Bruto	162,9	186,0	213,1	221,3	210,3	196,9	216,5	224,9	6,6%	2,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>26,8%</i>	<i>29,8%</i>	<i>35,1%</i>	<i>32,1%</i>	<i>31,1%</i>	<i>27,6%</i>	<i>29,1%</i>	<i>29,9%</i>		
Gastos de personal	(78,8)	(79,9)	(81,8)	(83,4)	(79,9)	(82,3)	(84,7)	(87,3)		
Otros costes de explotación	(69,7)	(73,7)	(72,8)	(67,7)	(65,5)	(67,4)	(68,5)	(69,1)		
EBITDA recurrente	14,4	32,5	58,4	70,3	64,9	47,2	63,2	68,6	45,7%	1,8%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-49,2%</i>	<i>125,5%</i>	<i>79,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>-7,6%</i>	<i>-27,3%</i>	<i>33,9%</i>	<i>8,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>2,4%</i>	<i>5,2%</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,6%</i>	<i>6,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,1%</i>		
Gastos de reestructuración	-	-	-	(21,7)	-	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	-	-	-	-	3,0	-	-	-		
EBITDA	14,4	32,5	58,4	48,5	67,9	47,2	63,2	68,6	47,3%	0,3%
<i>Cto.EBITDA</i>	<i>-49,2%</i>	<i>125,5%</i>	<i>79,6%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>40,0%</i>	<i>-30,5%</i>	<i>33,9%</i>	<i>8,5%</i>		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	<i>2,4%</i>	<i>5,2%</i>	<i>9,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,1%</i>		
Depreciación y provisiones	(19,5)	(19,9)	(7,4)	(14,2)	(24,2)	(19,5)	(20,3)	(20,5)		
Gastos capitalizados	0,0	0,1	0,0	-	0,2	0,2	0,2	0,2		
EBIT	(5,0)	12,7	51,0	34,3	43,9	27,8	43,0	48,2	<i>n.a.</i>	3,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>300,4%</i>	<i>-32,8%</i>	<i>27,8%</i>	<i>-36,6%</i>	<i>54,7%</i>	<i>12,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,0%</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(7,7)	(6,2)	(6,3)	(6,4)	(7,0)	(6,5)	(6,6)	(6,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,2	0,2	0,6	0,7	1,1	0,6	0,6	0,6		
Beneficio ordinario	(12,5)	6,7	45,3	28,7	38,0	21,9	36,9	42,8	<i>n.a.</i>	4,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>571,4%</i>	<i>-36,7%</i>	<i>32,5%</i>	<i>-42,4%</i>	<i>68,8%</i>	<i>15,8%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	(0,1)	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(12,5)	6,7	45,3	28,6	38,0	21,9	36,9	42,8	<i>n.a.</i>	4,0%
Impuestos	5,4	0,5	(0,2)	15,9	6,9	(4,4)	(7,4)	(8,6)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	0,8	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(6,3)	7,2	45,2	44,5	44,9	17,5	29,6	34,2	<i>n.a.</i>	-8,6%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>67,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>523,8%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-61,0%</i>	<i>68,8%</i>	<i>15,8%</i>		
Beneficio ordinario neto	(12,5)	6,7	45,2	50,4	35,0	17,5	29,6	34,2	<i>n.a.</i>	-0,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>569,1%</i>	<i>11,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-50,0%</i>	<i>68,8%</i>	<i>15,8%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
EBITDA recurrente						47,2	63,2	68,6	45,7%	1,8%
Var.capital circulante						0,5	(0,7)	0,3		
Cash Flow operativo recurrente						47,7	62,5	68,9	7,7%	12,9%
CAPEX						(40,0)	(25,3)	(20,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,5)	(6,6)	(6,0)		
Impuestos						(0,4)	(7,4)	(8,6)		
Free Cash Flow Recurrente						0,8	23,2	34,0	-32,6%	82,4%
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						(20,0)	(2,1)	(2,1)		
Free Cash Flow						(19,1)	21,2	31,9	-32,6%	78,6%
Ampliaciones de capital						(4,5)	-	(11,0)		
Dividendos						(6,5)	-	(5,3)		
Variación de Deuda financiera neta						30,2	(21,2)	(15,6)		

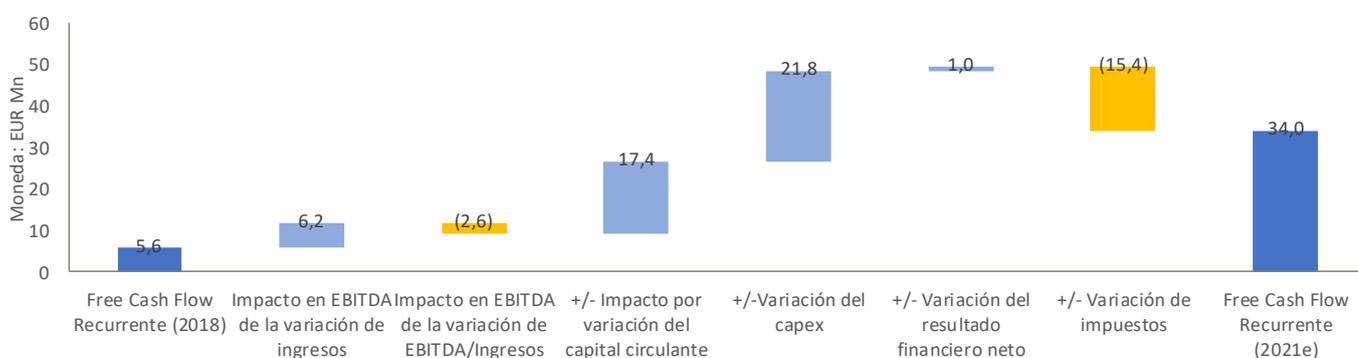
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
EBITDA recurrente	32,5	58,4	70,3	64,9	47,2	63,2	68,6	25,9%	1,8%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	125,5%	79,6%	20,3%	-7,6%	-27,3%	33,9%	8,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,2%	9,6%	10,2%	9,6%	6,6%	8,5%	9,1%		
+/- Var. Capital circulante	(9,7)	13,5	(13,2)	(17,1)	0,5	(0,7)	0,3		
= Cash Flow operativo recurrente	22,8	71,8	57,1	47,8	47,7	62,5	68,9	27,9%	12,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-35,8%	214,5%	-20,5%	-16,2%	-0,3%	31,1%	10,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	3,7%	11,8%	8,3%	7,1%	6,7%	8,4%	9,2%		
- CAPEX	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(40,0)	(25,3)	(20,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,2)	(6,3)	(6,4)	(7,0)	(6,5)	(6,6)	(6,0)		
- Impuestos	0,5	(0,2)	15,9	6,9	(0,4)	(7,4)	(8,6)		
= Free Cash Flow recurrente	7,9	46,7	23,8	5,6	0,8	23,2	34,0	-11,0%	82,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-70,6%	487,4%	-49,1%	-76,4%	-85,2%	n.a.	46,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,3%	7,7%	3,4%	0,8%	0,1%	3,1%	4,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(21,7)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,0	0,6	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,1)	-	(20,0)	(2,1)	(2,1)		
= Free Cash Flow	11,9	47,3	1,9	5,6	(19,1)	21,2	31,9	-22,2%	78,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-56,1%	297,4%	-95,9%	187,4%	n.a.	n.a.	50,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,0%	23,2%	11,8%	2,8%	0,4%	11,6%	16,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	5,9%	23,5%	1,0%	2,8%	n.a.	10,5%	15,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	27,1	7,9	46,7	23,8	5,6	0,8	23,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,4	(0,9)	7,9	(1,2)	3,6	1,9	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	17,7	26,8	3,9	(4,1)	(21,3)	14,1	4,6		
= Variación EBITDA recurrente	18,1	25,9	11,9	(5,3)	(17,7)	16,0	5,4		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(30,9)	23,1	(26,6)	(3,9)	17,6	(1,2)	1,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(12,8)	49,0	(14,7)	(9,3)	(0,1)	14,8	6,3		
+/- Variación del CAPEX	(3,0)	(9,6)	(24,1)	0,7	2,1	14,7	5,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,5	(0,0)	(0,1)	(0,6)	0,5	(0,2)	0,6		
+/- Variación de impuestos	(4,9)	(0,6)	16,1	(9,0)	(7,3)	(7,0)	(1,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(19,1)	38,7	(22,9)	(18,2)	(4,8)	22,4	10,8		
Free Cash Flow Recurrente	7,9	46,7	23,8	5,6	0,8	23,2	34,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	12,7	51,0	34,3	43,9	27,8	43,0	48,2	51,0%	3,2%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,2)	-	-	(5,6)	(8,6)	(9,6)		
EBITDA recurrente	32,5	58,4	70,3	64,9	47,2	63,2	68,6	25,9%	1,8%
+/- Var. Capital circulante	(9,7)	13,5	(13,2)	(17,1)	0,5	(0,7)	0,3		
= Cash Flow operativo recurrente	22,8	71,8	57,1	47,8	47,7	62,5	68,9	27,9%	12,9%
- CAPEX	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(40,0)	(25,3)	(20,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,2)	-	-	(5,6)	(8,6)	(9,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	13,7	53,0	14,3	5,7	2,1	28,7	38,9	-25,2%	89,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-53,4%	286,8%	-73,1%	-59,9%	-62,8%	n.a.	35,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,0	0,6	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,1)	-	(20,0)	(2,1)	(2,1)		
= Free Cash Flow "To the Firm"	17,6	53,6	14,2	5,7	(17,9)	26,6	36,8	-31,3%	86,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-40,0%	203,6%	-73,5%	-59,6%	n.a.	n.a.	38,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,8%	14,8%	4,0%	1,6%	0,6%	8,0%	10,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	4,9%	14,9%	3,9%	1,6%	n.a.	7,4%	10,3%		

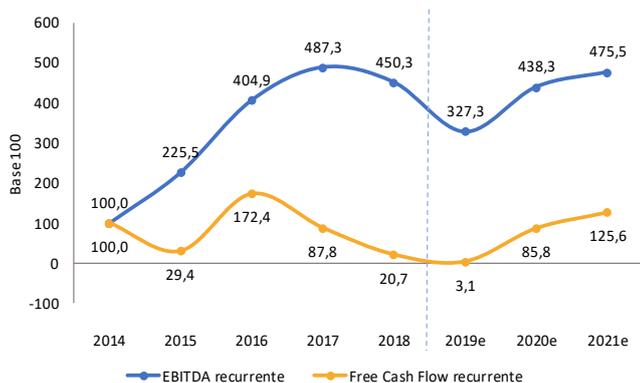
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



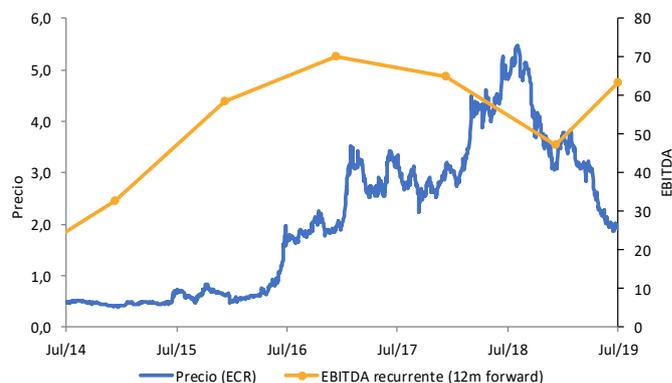
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	08 - 18	18-21e
Total Ingresos	834,6	569,8	609,3	686,0	639,5	625,0	607,3	624,5	606,9	689,3	677,1	714,2	743,0	751,6	-2,1%	3,5%
Cto. Total ingresos	-1,6%	-31,7%	6,9%	12,6%	-6,8%	-2,3%	-2,8%	2,8%	-2,8%	13,6%	-1,8%	5,5%	4,0%	1,2%		
EBITDA	42,1	(13,7)	10,9	26,9	21,1	28,9	14,4	32,5	58,4	48,5	67,9	47,2	63,2	68,6	4,9%	0,3%
Cto. EBITDA	51,2%	n.a.	n.a.	148,0%	-21,5%	36,8%	-50,1%	125,5%	79,6%	-16,9%	40,0%	-30,5%	33,9%	8,5%		
EBITDA/Ingresos	5,0%	n.a.	1,8%	3,9%	3,3%	4,6%	2,4%	5,2%	9,6%	7,0%	10,0%	6,6%	8,5%	9,1%		
Beneficio neto	(203,3)	(51,0)	(14,0)	(0,9)	(11,7)	(0,3)	(6,3)	7,2	45,2	44,5	44,9	17,5	29,6	34,2	n.a.	-8,6%
Cto. Beneficio neto	506,7%	-74,9%	-72,6%	-93,6%	n.a.	-97,3%	n.a.	n.a.	523,8%	-1,5%	0,9%	-61,0%	68,8%	15,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,6	100,6	100,6	100,6	100,8	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	104,9	104,9	104,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,40	0,41	0,17	0,28	0,33		
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	3,7%	-59,4%	68,8%	15,8%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,45	0,32	0,17	0,28	0,33		
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4%	-28,6%	-48,0%	68,8%	15,8%		
CAPEX	(38,7)	(36,6)	(8,1)	(8,1)	(15,8)	(4,2)	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(40,0)	(40,0)	(25,3)	(20,3)		
CAPEX/Vtas % ¹	4,6%	6,4%	1,3%	1,2%	2,5%	0,7%	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	6,2%	5,6%	3,4%	2,7%		
Free Cash Flow	(39,5)	2,6	(18,7)	3,6	3,1	19,5	27,1	11,9	47,3	1,9	5,6	(19,1)	21,2	31,9	n.a.	78,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	3,7x	n.a.	8,7x	3,0x	6,9x	5,3x	8,9x	3,7x	1,3x	1,8x	1,9x	3,3x	2,1x	1,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,7x	4,6x	7,2x	7,6x	11,5x	6,8x	5,9x		
EV/Vtas (x)	0,4x	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,5x	0,6x	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	7,5x	n.a.	15,4x	5,6x	8,8x	7,1x	12,0x	5,8x	5,3x	8,7x	6,7x	7,6x	5,7x	5,2x		
Comport. Absoluto	-44,8%	-13,1%	-48,6%	-4,8%	-41,2%	18,8%	-17,3%	56,7%	198,7%	55,4%	8,9%	-38,5%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-8,9%	-33,1%	-37,8%	9,6%	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	44,7%	28,1%	-43,1%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Thomson Reuters.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 4. Principales competidores 2019e

		Europe					USA				
EUR Mn		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Akzo Nobel AS	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Average	Cia
Market data	Ticker (Reuters)	BASFn.DE	SOLB.BR	1COV.DE	AKZO.AS		DWDP.K	OLN	WLK		ECR.MC
	Country	Germany	Belgium	Germany	Netherlands		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	56.993,3	9.864,3	7.841,6	19.736,0	23.608,8	49.276,0	3.163,8	7.971,1	20.137,0	200,9
	Enterprise value (EV)	76.705,3	13.365,5	9.483,5	20.017,0	29.892,8	78.006,0	5.939,2	10.467,3	31.470,8	358,8
Basic financial information	Total Revenues	64.034,3	10.769,6	13.495,7	9.526,9	24.456,6	76.471,1	6.321,5	7.942,3	30.245,0	714,2
	Total Revenues growth	2,2%	-4,7%	-7,7%	2,9%	-1,8%	2,0%	4,4%	5,5%	4,0%	5,5%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	2,2%	3,4%	1,0%	2,3%	2,2%	-46,9%	-1,9%	2,1%	-15,6%	2,6%
	EBITDA	9.652,0	2.307,3	2.125,1	1.277,2	3.840,4	16.509,7	1.137,0	1.800,4	6.482,3	47,2
	EBITDA growth	-3,8%	8,4%	-32,6%	23,3%	-1,2%	25,4%	9,1%	-0,8%	11,2%	-30,5%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	3,4%	4,9%	-4,4%	12,4%	4,1%	-39,6%	3,2%	-2,3%	-12,9%	20,5%
	EBITDA/Revenues	15,1%	21,4%	15,7%	13,4%	16,4%	21,6%	18,0%	22,7%	20,7%	6,6%
	Net Profit	5.051,7	937,0	1.029,3	752,4	1.942,6	8.633,7	317,4	856,2	3.269,1	17,5
	Net Profit growth	35,7%	34,6%	-43,7%	65,4%	23,0%	151,0%	11,0%	-5,0%	52,3%	-61,0%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	-2,3%	6,3%	-12,7%	9,6%	0,2%	-41,2%	6,2%	-10,4%	-15,1%	39,8%
CAPEX/Sales %	5,9%	7,4%	6,9%	2,6%	5,7%	1,2%	5,7%	7,1%	4,7%	-5,6%	
Free Cash Flow	4.082,4	752,0	810,5	610,8	1.563,9	8.443,7	443,1	850,0	3.245,6	(19,1)	
Net financial debt	17.717,5	3.129,6	1.335,9	821,2	5.751,0	12.443,4	2.703,9	1.560,3	5.569,2	156,7	
ND/EBITDA (x)	1,8	1,4	0,6	0,6	1,1	0,8	2,4	0,9	1,3	3,3	
Pay-out	59,1%	40,3%	44,1%	59,3%	50,7%	9,1%	38,0%	13,7%	20,3%	0,0%	
Multiples and Ratios	P/E (x)	11,0	9,9	7,7	19,3	11,9	5,8	9,6	8,8	8,0	11,5
	P/BV (x)	1,5	1,0	1,5	2,8	1,7	1,2	1,2	1,2	1,2	0,7
	EV/Revenues (x)	1,2	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	0,9	1,3	1,1	0,5
	EV/EBITDA (x)	7,9	5,8	4,5	15,7	8,5	4,7	5,2	5,8	5,3	7,6
	ROE	13,3	8,6	11,0	7,2	10,0	5,5	6,0	8,8	6,8	6,4
	FCF Yield (%)	7,2	7,7	6,8	2,4	6,1	3,8	9,9	7,2	6,9	0,4
Dvd Yield	5,3%	3,9%	5,5%	2,3%	4,2%	1,6%	3,7%	1,5%	2,2%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 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 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 su departamento 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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 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 (IEAF) 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 emendada (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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
29-Jul-2019	n.a.	1,92	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez