

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Química Básica

Fecha del informe: 30 abr 2020

Hora distribución: 11:30

Revisión de estimaciones

Precio de Cierre: EUR 2,66 (29 abr 2020)

Ercros (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, 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 48% de la facturación total.

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

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	278,6	302,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	394,9	429,4
Número de Acciones (Mn)	104,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,07 / 2,24 / 1,47	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1.847,5	
Rotación ⁽²⁾	169.136	
Thomson Reuters / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,3
Joan Casas Galofre	5,1
Víctor Manuel Rodríguez Martín	3,5
Montserrat García Pruns	3,2
Free Float	82,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	106,2	104,9	104,9	104,9
Total Ingresos	677,9	585,9	619,2	672,1
EBITDA Rec. ⁽³⁾	58,0	41,8	46,2	61,7
% Var.	-9,7	-28,0	10,7	33,4
% EBITDA Rec./Ing.	8,6	7,1	7,5	9,2
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	1,7	-7,2	15,0	9,1
Beneficio neto	31,0	7,6	11,1	24,3
BPA (EUR)	0,29	0,07	0,11	0,23
% Var.	-28,9	-75,3	47,0	118,2
BPA ord. (EUR)	0,19	0,07	0,11	0,23
% Var.	-39,2	-63,0	47,0	118,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	38,1	12,8	7,4	25,0
Pay-out (%)	16,9	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,05	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	96,8	104,1	98,8	75,9
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	2,5	2,1	1,2
ROE (%)	11,0	2,6	3,8	7,9
ROCE (%) ⁽⁵⁾	7,6	3,0	3,9	7,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

	2019	2020e	2021e	2022e
PER	9,1	36,8	25,0	11,5
PER Ordinario	13,6	36,8	25,0	11,5
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9
Dividend Yield (%)	1,9	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,58	0,67	0,64	0,59
EV/EBITDA Rec.	6,8	9,5	8,5	6,4
EV/EBIT	12,7	27,0	20,8	11,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	13,7	4,6	2,7	9,0

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 7,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: Eurostoxx 600 Chemicals.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

¿Una opción barata y singular de jugar "ya" la salida de la crisis?

FUERTE BAJADA DE ESTIMACIONES EN 2020 (QUE NO SORPRENDERÁ A NADIE):

Estimamos una fuerte caída de ingresos (EUR 586Mn; -13,6% vs 2019; -20% vs est. previa) y EBITDA Rec. (-28% vs 2019; -34% vs est. previa) explicada por la violenta reducción de la actividad industrial en el 2T20 que, inevitablemente, reducirá la demanda (y los precios) de los productos comercializados por ECR con mayor exposición al ciclo (especialmente PVC). Aunque, pese al contexto actual, ECR sigue siendo rentable desde un punto de vista operativo (Mg. EBITDA 2020e: 7,1%) y su estructura financiera, sólida (DN/EBITDA 2020e c, 2,5x).

PERO UNA "VUELTA" A 2019 EN 2022 ES POSIBLE:

Aunque no hay visibilidad a 2 años vista, la hipótesis más racional es la de recuperar en 24m (post 2020) niveles de EBITDA similares a 2019 (c. EUR 62Mn; Mg. EBITDA 9,2%) como resultado de la combinación de: (i) las ampliaciones de capacidad ya completadas (+14% en producción de cloro durante 2T19; driver ajeno al ciclo) y (ii) el argumento "creíble" de recuperación del precio de la sosa (cuya disponibilidad se ha visto reducida durante el último mes, mientras que su demanda presenta cierta inelasticidad).

LA ELEVADA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE CAJA ES UN "HECHO":

El agresivo plan de inversión realizado durante el período 2016-2019, (CAPEX > EUR 120Mn) está terminado. Sin "peajes" por CAPEX, estimamos que ECR generará en 2020e un FCF Recurrente de c. EUR 13Mn (FCF Yield 4,6%); de los que ECR ya ha destinado EUR 8,7Mn a recompra de acciones para su posterior amortización (c. 3,8% del capital). Además, la capacidad de generación de caja permitirá afrontar 2020 en buenas condiciones de balance (DN/EBITDA c. 2,5x) y posición competitiva (resultado de las ampliaciones de capacidad ya ejecutadas).

EN CONCLUSIÓN:

ECR es hoy una "historia" diferencial en el sector industrial, gracias a su potencial de crecer en volumen poniendo en valor el "salto" en capacidad de 2018-2019. Una historia quizá no totalmente ignorada por el mercado: perf. -3m vs IBEX 35, +41% (¡!). Pese a lo que el EV/EBITDA post "recuperación" (2022e) se mantiene en c.6x (vs c. 8x de sus principales comparables).

Comportamiento relativo -5y (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	17,5	4,1	-13,6	3,7	-3,1	461,3
vs Ibex 35	12,9	40,9	16,6	40,4	47,2	805,2
vs Ibex Small Cap Index	1,1	27,1	2,8	22,7	-0,4	448,0
vs Eurostoxx 50	7,0	29,8	1,0	29,6	15,1	577,7
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	0,3	15,7	-11,3	17,1	-1,1	464,2

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

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

Revisión de estimaciones: a la baja

2020e: Un año “malo” (y sabido). Pero con la opción de “multiplicar” el impacto de la recuperación (cuando llegue...)

Gráfico 1. Producción de cloro trimestral vs precio de la sosa en Europa (2015-2019)



Fuente: Eurochlor

Durante 2019 la actividad de ECR continuó afectada por el momento cíclico desfavorable que vive el sector cloro-sosa, consecuencia de la desaceleración industrial vista en Europa desde el 2S18, que, en un contexto de oferta abundante, presionó a la baja los precios de los principales productos comercializados por la compañía (especialmente sosa y PVC); impidiendo trasladar a sus ingresos el crecimiento en volumen obtenido como resultado de las ampliaciones de capacidad desarrolladas durante los últimos años (producción 2019: +10%; Ingresos: EUR 678,8Mn, +0,3% vs 2018).

En términos de rentabilidad, el EBIT “acusó” el débil entorno sectorial con una caída de c. 30% vs 2018 (Mg. EBIT 4,6%; -1,8p.p. vs 2018), “reflejo” de la debilidad de precios de la sosa, que mantuvo en 2019 un precio medio c. 21% inferior a 2018 (produciendo una caída del EBIT generado por el negocio de cloro-sosa: c. 60% del EBIT total en 2019 vs c. 80% en 2018).

Gráfico 2. Ingresos por división (2019)

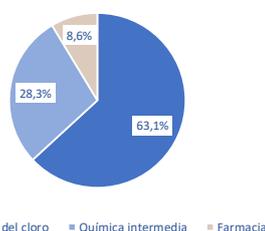
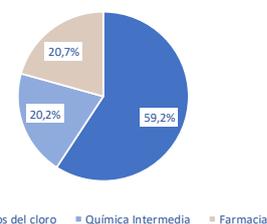


Gráfico 3. EBIT por división (2019)



Pero “hoy”, el contexto de desaceleración industrial visto en 2019 se ha agravado exponencialmente como consecuencia del shock de demanda desatado bruscamente por el Covid-19, produciendo un impacto sin precedentes en la actividad industrial de las principales economías (del que aun desconocemos profundidad y velocidad de salida).

Por ello, revisamos a la baja nuestras estimaciones 2020e...

La drástica caída de la actividad industrial que se está produciendo durante el 2T20, junto con una recuperación más lenta de lo esperado del precio de la sosa (con precios 1T20 c. 20% inferiores a la media 2019), nos lleva a una revisión de nuestras estimaciones 2020e:

- **Ingresos (EUR 585,9Mn; -20% vs estimación previa).** El severo shock de demanda generado por el Covid-19 es ya evidente en todos los mercados (con caídas sin precedentes en los PMIs de marzo en la UE) y sectores (p. ej: en Europa, las ventas de vehículos caen un 55% en marzo; -25,6% en el acumulado anual).

A nuestro juicio, este contexto de incertidumbre máxima reducirá inevitablemente la demanda (y precio) de productos con alta exposición a la evolución del ciclo industrial, resultando en una caída de ingresos totales de c. 14% (vs 2019). Por líneas de negocio, estimamos una fuerte caída en los ingresos generados por: (i) la división de derivados del cloro (-17% vs 2019; 80% s/ caída de ingresos total), como consecuencia de una menor demanda de PVC y ATCC y unos precios de la sosa que, pese a mostrar (ya) signos de recuperación, aún continúan deprimidos (-20% vs precio medio 2019), y (ii) la división de química intermedia (-13% vs 2019). Para la división de farmacia esperamos un escenario más optimista (ingresos +10%).

- **EBITDA Recurrente (EUR 41,8Mn; -34,1% vs estimación previa).** La caída de ingresos arrastrará el EBITDA hasta EUR 41,8Mn (-28% vs 2019). No obstante, durante el 1T20 se ha observado una caída generalizada (y significativa) en las principales materias primas y suministros de la compañía (metanol, etileno, EDC y electricidad), lo que permitirá mejorar el margen bruto obtenido por la compañía (+1,4p.p. vs 2019), reduciendo la caída en EBITDA como consecuencia de su apalancamiento operativo.

Gráfico 4. Ingresos 2020 vs 2019

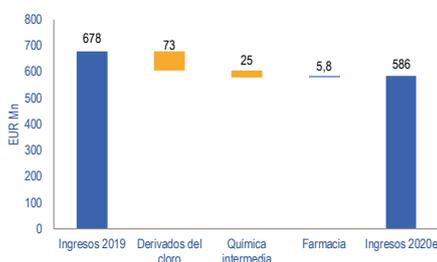
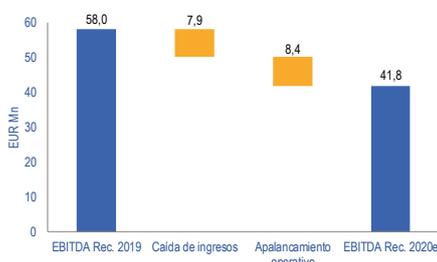


Gráfico 5. EBITDA 2020 vs 2019



- **Beneficio Neto (EUR 7,6Mn; -74,6% vs estimación previa).** Los puntos anteriores se trasladan de forma casi íntegra (netos de impuestos) al BN 2020e, que esperamos se sitúe en EUR 7,6Mn (-75% vs 2019). Dado el apalancamiento operativo de ECR (y unos gastos financieros reducidos; < 20% s/EBIT en un contexto “normalizado”), cualquier variación del entorno de negocio (principalmente a través de una mejora de precios de la sosa o a una “vuelta” a los volúmenes comercializados por la división de derivados del cloro) se trasladará (casi) íntegramente al BN.

Tabla 1. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
Total Ingresos	585,9	-19,9%	619,2	-16,3%	672,1
EBITDA (Recurrente)	41,8	-34,1%	46,2	-31,1%	61,7
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	-28,0%	-51 p.p.	10,7%	5 p.p.	33,4%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	7,1%	-2 p.p.	7,5%	-2 p.p.	9,2%
Beneficio Neto	7,6	-74,6%	11,1	-66,4%	24,3
Free Cash Flow (Rec.)	12,8	-45,1%	7,4	-77,6%	25,0
<i>DN / EBITDA</i>	2,5x	0,4 x	2,1 x	0,4 x	1,2 x

¿Qué ocurriría en un contexto aún peor en 2020?

Hoy el nivel de incertidumbre asociado a la profundidad de los efectos del Covid-19 en la economía y la “velocidad” de salida del brusco parón de actividad visto durante el 2T20 es máximo. ¿Qué ocurriría en un escenario aún peor del estimado en 2020?

Tabla 2. Análisis de sensibilidad 2020e

	Ejercicio 2020e		
	Escenario "Horrible"	Escenario Central	Escenario "Benigno"
Hipótesis Var. Volúmenes	-11,5%	-6,5%	-5,0%
Hipótesis Var. Precios	-7,6%	-7,6%	-5,4%
Ventas	554,6	585,9	609,3
<i>Cto. vs 2019*</i>	-18,2%	-13,6%	-10,1%
<i>Var. vs Esc. Central</i>	-5,3%		4,0%
EBITDA Recurrente	35,8	41,8	47,9
<i>Cto. vs 2019</i>	-38,3%	-28,0%	-17,5%
<i>Var. vs Esc. Central</i>	-14,3%		
<i>Márgen EBITDA / Vtas</i>	6,5%	7,1%	7,9%
<i>Var. vs 2019 (p.p.)</i>	(2,1)	(1,4)	(0,7)
EBIT	8,7	14,6	20,7
<i>Cto. vs 2019</i>	-72,1%	-53,1%	-33,5%
<i>Var. vs Esc. Central</i>	-40,6%		41,7%
<i>Márgen EBIT / Vtas</i>	1,6%	2,5%	3,4%
<i>Var. vs 2019 (p.p.)</i>	(3,0)	(2,1)	(1,2)
Arrendamientos (impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,1)	(7,1)
=CF Operativo Recurrente**	31,2	42,8	47,2
<i>Tasa fiscal***</i>	18,0%	18,0%	18,0%
-Impuestos	(1,6)	(2,6)	(3,7)
<i>Capex/Vtas</i>	3,8%	3,8%	3,8%
-CAPEX	(21,3)	(22,5)	(23,4)
=FCF to the firm	8,3	17,7	20,1
<i>Var vs FCF 2019</i>	-82,8%	-63,5%	-58,6%
DN	113,6	104,1	101,7
DN/EBITDA	3,2x	2,5x	2,1x

* La variación vs 2019 se explica esencialmente por la variación en volumen y la variación en precio de los negocios de ECR, a lo que habría que añadir un impacto marginal por la variación de "otros ingresos".

** CF Operativo Recurrente calculado como EBITDA Recurrente – Arrendamientos (NIIF 16) +/- Var. Capital circulante.

*** Impuestos calculados sobre el EBIT aplicando una tasa fiscal teórica (si EBIT > 0).

En caso de una contracción significativa de la actividad industrial en Europa, estimamos que la caída de ingresos podría alcanzar c. -20% (vs -14% de nuestro escenario central 2020e), consecuencia de una reducción adicional en la demanda de los productos comercializados por la división de derivados del cloro (especialmente PVC, por su mayor exposición al ciclo): caída en volumen del escenario “horrible” -11,5% vs -6,5% de nuestro escenario central.

No obstante, incluso en este escenario, la compañía seguiría siendo rentable desde un punto de vista operativo (Mg. EBITDA 6,5%), y su estructura financiera sólida (DN controlada en niveles de 3x).

Gráfico 6. Ingresos (2015-2022e)



¿Cuál será la evolución futura del negocio? 2021e: Recuperación y 2022e: “vuelta” a 2019

Hacer estimaciones hoy de la evolución futura del negocio de ECR es especialmente complicado dado que su negocio depende de un número muy elevado de variables (precios de sosa, cloro, PVC por el lado de los ingresos y dólar, EDC, metanol por el lado de los costes). Esencialmente, la naturaleza hipercíclica del negocio, y los elevados niveles de apalancamiento operativo reducen aún más la visibilidad a dos años vista (en un contexto generalizado de visibilidad muy baja). No obstante, el ejercicio de “aventurar” los niveles de generación de EBITDA con hipótesis sensatas de recuperación de la “macro” a partir de 2021 es útil de cara a ver el modo en que el mercado (el precio de la acción, sus múltiplos...) estarían cotizando una vuelta a la normalidad (a dos años vista...).

Nuestras estimaciones contemplan como escenario central una estabilización de la actividad industrial durante el 4T20, con una recuperación (aún parcial) a partir de 2021e, lo que debiera permitir a ECR recuperar volúmenes de ventas similares a los vistos durante 2019 (especialmente en PVC y ATCC) en 2022e (+7,1 TACC 2020-2022e), que junto a una recuperación “moderada” de los precios de la sosa (hasta alcanzar niveles de precios medios a los vistos en 2019) debería empujar el margen EBITDA hasta el 9,2% (en línea con el visto en 2019). A nuestro juicio, los principales drivers que consideramos empujarán el negocio (una vez superado el Covid-19) durante el período 2021e y 2022e serán:

Gráfico 7. EBITDA y Mg. EBITDA (2015-2022e)



- **El incremento de capacidad de cloro-sosa (un driver ajeno al ciclo)...** El exigente plan de inversión para el cambio de tecnología de mercurio a membrana puede considerarse “completado” con las inversiones realizadas durante el 2T19 (aumento de su capacidad de producción de cloro de 26.000Tn; +14%) que se unen a la ampliación realizada durante el 1S18 (+26.000 Tn). Y llevan la capacidad total de producción de cloro a las 217.000 Tn (en línea con la capacidad de 2017, momento previo a los cambios legislativos que exigieron el cambio de tecnología).
- **... Con una recuperación “moderada” de precios de la sosa.** La pandemia del Covid-19 ha provocado un bloqueo en la actividad industrial, que ha resultado en una reducción del consumo de cloro (especialmente por la caída en la demanda del PVC), provocando una reducción significativa en su producción. Y reduciendo la disponibilidad de sosa (cuya demanda es menos elástica y no se ha visto reducida). Como resultado, los precios spot de la sosa están mostrando cierta recuperación durante la primera mitad del 2T20. Nuestro escenario central considera una recuperación de c. 10% de los precios de la sosa para 2021e y c. 20% en 2022e (hasta alcanzar los niveles medios vistos en 2019).

En conclusión: fuerte caída en 2020 (lo que no sorprenderá a nadie); pero una oportunidad de “multiplicar” la recuperación cíclica “post Covid-19”

Pese al contexto actual, “hoy” ECR sigue siendo rentable desde un punto de vista operativo (Mg. EBITDA 2020e: 7,1%) y su estructura financiera, sólida (DN/EBITDA 2020e 2,5x).

Por ello, y a pesar de la fuerte rebaja de números: (Ingresos y EBITDA 2020e: -20% y -34,1% vs estimación previa), mantenemos intacto el equity story de ECR, que pivota esencialmente sobre: (i) la alta exposición del negocio cloro-sosa a la recuperación de la actividad industrial, que debiera empujar (una vez superado el Covid-19) el volumen de sus productos comercializados y (ii) una recuperación “moderada” del precio de la sosa a partir de 2021e (hasta alcanzar los niveles medios de 2019 en 2022e).

Más allá de esto, el punto clave está en el potente esfuerzo inversor del período 2017-2019, en el que los niveles de CAPEX/Vtas se duplicaron hasta una media anual de c.6%. Lo que implica que hoy ECR está en condiciones óptimas de apalancarse a una posible recuperación cíclica con una capacidad instalada mayor. Viendo caer sus niveles de inversión anual estimada a CAPEX/Vtas de c.3% (2020-2022e). Y recuperando niveles de FCF Recurrente de c. EUR 25Mn en 2022e (FCF Yield c. 9% vs 5,8% del sector). Es decir, una “historia” diferencial en el sector industrial. Quizá no totalmente ignorada por el mercado: perf. -3m vs IBEX 35, +41% (¡!). Pese a lo que el EV/EBITDA post “recuperación” (2022) se mantiene en c.6x (vs 8x de sus principales comparables).

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	6,5	5,9	4,1	4,2	19,7	20,6	21,5	22,4		
Inmovilizado material	235,3	249,2	269,4	281,7	297,0	298,5	297,8	292,4		
Otros activos no corrientes	2,5	7,0	25,9	31,7	40,3	40,3	40,3	40,3		
Inmovilizado financiero	40,4	38,7	44,9	45,2	42,7	43,1	43,5	43,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	205,3	184,6	218,3	218,9	184,5	160,1	169,0	181,8		
Total activo	490,1	485,4	562,6	581,6	584,1	562,5	572,2	580,8		
Patrimonio neto	175,9	219,8	247,5	272,7	292,1	285,7	296,8	321,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	66,2	71,0	84,1	76,5	62,2	56,0	53,9	51,9		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	13,4	13,4	13,4	13,4		
Deuda financiera neta	119,5	73,4	89,3	107,3	96,8	104,1	98,8	75,9		
Pasivo circulante	128,5	121,2	141,7	125,2	119,6	103,4	109,2	118,6		
Total pasivo	490,1	485,4	562,6	581,6	584,1	562,5	572,2	580,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
Total Ingresos	624,5	606,9	689,3	677,1	677,9	585,9	619,2	672,1	2,1%	-0,3%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>2,8%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>13,6%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>8,5%</i>		
Coste de ventas	(438,5)	(393,8)	(467,9)	(466,9)	(474,4)	(401,7)	(428,6)	(463,5)		
Margen Bruto	186,0	213,1	221,3	210,3	203,5	184,1	190,6	208,6	2,3%	0,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>29,8%</i>	<i>35,1%</i>	<i>32,1%</i>	<i>31,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>31,4%</i>	<i>30,8%</i>	<i>31,0%</i>		
Gastos de personal	(79,9)	(81,8)	(83,4)	(79,9)	(83,1)	(82,6)	(83,2)	(83,9)		
Otros costes de explotación	(73,7)	(72,8)	(67,7)	(66,1)	(62,4)	(59,8)	(61,2)	(63,1)		
EBITDA recurrente	32,5	58,4	70,3	64,3	58,0	41,8	46,2	61,7	15,6%	2,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>125,5%</i>	<i>79,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-9,7%</i>	<i>-28,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>33,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>5,2%</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(21,7)	3,0	4,4	-	-	-		
EBITDA	32,5	58,4	48,5	67,3	62,4	41,8	46,2	61,7	17,7%	-0,4%
Depreciación y provisiones	(19,9)	(7,4)	(14,2)	(24,2)	(25,1)	(21,0)	(21,1)	(20,9)		
Gastos capitalizados	0,1	0,0	-	0,2	0,9	0,9	0,9	0,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(7,1)	(7,1)	(7,1)	(7,1)		
EBIT	12,7	51,0	34,3	43,2	31,2	14,6	19,0	34,6	25,1%	3,5%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>354,5%</i>	<i>300,4%</i>	<i>-32,8%</i>	<i>25,9%</i>	<i>-27,8%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>29,9%</i>	<i>81,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>2,0%</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,1%</i>	<i>5,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,2)	(6,3)	(6,4)	(6,3)	(6,5)	(5,8)	(5,8)	(5,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,2	0,6	0,7	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4		
Beneficio ordinario	6,7	45,3	28,7	38,0	25,1	9,2	13,6	29,6	38,9%	5,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>154,0%</i>	<i>571,4%</i>	<i>-36,7%</i>	<i>32,5%</i>	<i>-34,0%</i>	<i>-63,2%</i>	<i>47,0%</i>	<i>118,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	(0,1)	-	(2,5)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	6,7	45,3	28,6	38,0	22,6	9,2	13,6	29,6	35,3%	9,4%
Impuestos	0,5	(0,2)	15,9	6,9	8,4	(1,7)	(2,4)	(5,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	7,2	45,2	44,5	44,9	31,0	7,6	11,1	24,3	43,9%	-7,9%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>215,1%</i>	<i>523,8%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>-75,6%</i>	<i>47,0%</i>	<i>118,2%</i>		
Beneficio ordinario neto	6,7	45,2	50,4	35,0	20,7	7,6	11,1	24,3	32,3%	5,5%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>154,0%</i>	<i>569,1%</i>	<i>11,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>-63,4%</i>	<i>47,0%</i>	<i>118,2%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
EBITDA recurrente						41,8	46,2	61,7	15,6%	2,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,1)	(7,1)	(7,1)		
Var. capital circulante						8,1	(3,0)	(3,5)		
Cash Flow operativo recurrente						42,8	36,1	51,1	36,7%	-13,8%
CAPEX						(22,5)	(20,4)	(15,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,8)	(5,8)	(5,4)		
Impuestos						(1,7)	(2,4)	(5,3)		
Free Cash Flow Recurrente						12,8	7,4	25,0	47,9%	-13,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(6,2)	(2,1)	(2,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						6,6	5,3	22,9	14,5%	3,8%
Ampliaciones de capital / Recompra acc.						(8,7)	-	-		
Dividendos						(5,2)	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						7,3	(5,3)	(22,9)		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 7,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

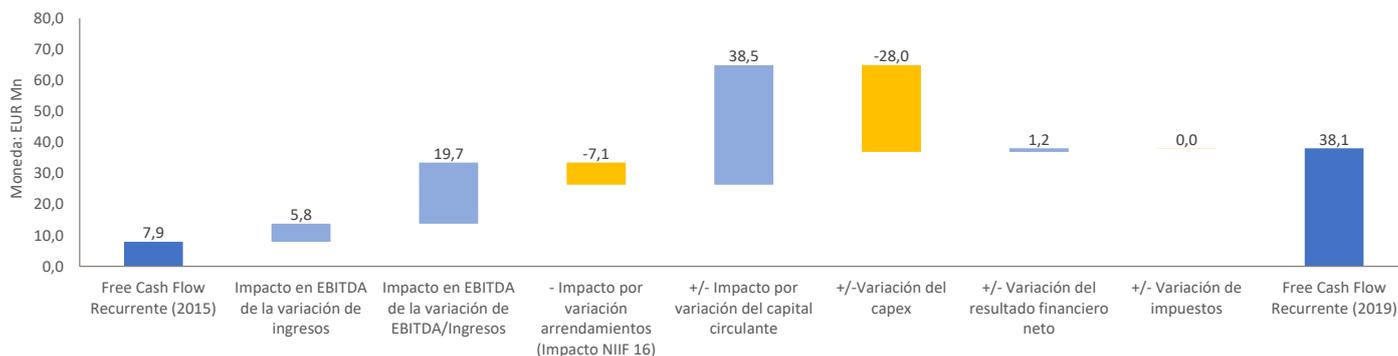
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	58,4	70,3	64,3	58,0	41,8	46,2	61,7	-0,2%	2,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	79,6%	20,3%	-8,5%	-9,7%	-28,0%	10,7%	33,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	9,6%	10,2%	9,5%	8,6%	7,1%	7,5%	9,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(7,1)	(7,1)	(7,1)	(7,1)		
+/- Var. Capital circulante*	13,5	(13,2)	(17,1)	28,8	8,1	(3,0)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	71,8	57,1	47,2	79,8	42,8	36,1	51,1	3,6%	-13,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	214,5%	-20,5%	-17,4%	69,1%	-46,4%	-15,7%	41,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	11,8%	8,3%	7,0%	11,8%	7,3%	5,8%	7,6%		
- CAPEX	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(22,5)	(20,4)	(15,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,3)	(6,4)	(6,3)	(5,1)	(5,8)	(5,8)	(5,4)		
- Impuestos	(0,2)	15,9	6,9	0,4	(1,7)	(2,4)	(5,3)		
= Free Cash Flow recurrente	46,7	23,8	5,6	38,1	12,8	7,4	25,0	-6,6%	-13,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	487,4%	-49,1%	-76,4%	579,7%	-66,3%	-42,5%	237,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente /Ingresos</i>	7,7%	3,4%	0,8%	5,6%	2,2%	1,2%	3,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(21,7)	-	(23,4)	(6,2)	(2,1)	(2,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,6	-	-	5,7	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,1)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	47,3	1,9	5,6	20,4	6,6	5,3	22,9	-24,4%	3,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	297,4%	-95,9%	187,4%	264,9%	-67,6%	-19,7%	329,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	16,8%	8,5%	2,0%	13,7%	4,6%	2,7%	9,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	17,0%	0,7%	2,0%	7,3%	2,4%	1,9%	8,2%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	7,9	46,7	23,8	5,6	38,1	12,8	7,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,9)	7,9	(1,2)	0,1	(7,9)	2,4	3,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	26,8	3,9	(4,7)	(6,3)	(8,4)	2,1	11,5		
= Variación EBITDA recurrente	25,9	11,9	(6,0)	(6,2)	(16,3)	4,5	15,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(7,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	23,1	(26,6)	(3,9)	45,9	(20,7)	(11,2)	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	49,0	(14,7)	(9,9)	32,6	(37,0)	(6,7)	15,0		
+/- Variación del CAPEX	(9,6)	(24,1)	0,7	5,0	14,6	2,1	5,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	0,0	1,3	(0,7)	(0,0)	0,5		
+/- Variación de impuestos	(0,6)	16,1	(9,0)	(6,4)	(2,1)	(0,8)	(2,9)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	38,7	(22,9)	(18,2)	32,5	(25,2)	(5,5)	17,6		
Free Cash Flow Recurrente	46,7	23,8	5,6	38,1	12,8	7,4	25,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	51,0	34,3	43,2	31,2	14,6	19,0	34,6	-15,2%	3,5%
* Tasa fiscal teórica	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	18,0%	18,0%	18,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(2,6)	(3,4)	(6,2)		
EBITDA recurrente	58,4	70,3	64,3	58,0	41,8	46,2	61,7	-0,2%	2,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(7,1)	(7,1)	(7,1)	(7,1)		
+/- Var. Capital circulante*	13,5	(13,2)	(17,1)	28,8	8,1	(3,0)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	71,8	57,1	47,2	79,8	42,8	36,1	51,1	3,6%	-13,8%
- CAPEX	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(22,5)	(20,4)	(15,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(2,6)	(3,4)	(6,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	53,0	14,3	5,1	42,7	17,7	12,3	29,4	-6,9%	-11,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	286,8%	-73,1%	-64,4%	742,2%	-58,6%	-30,7%	140,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	8,7%	2,1%	0,7%	6,3%	3,0%	2,0%	4,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,6	-	-	5,7	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,1)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	53,6	14,2	5,1	48,4	17,7	12,3	29,4	-3,3%	-15,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	203,6%	-73,5%	-64,2%	855,5%	-63,5%	-30,7%	140,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	13,4%	3,6%	1,3%	10,8%	4,5%	3,1%	7,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	13,6%	3,6%	1,3%	12,3%	4,5%	3,1%	7,5%		

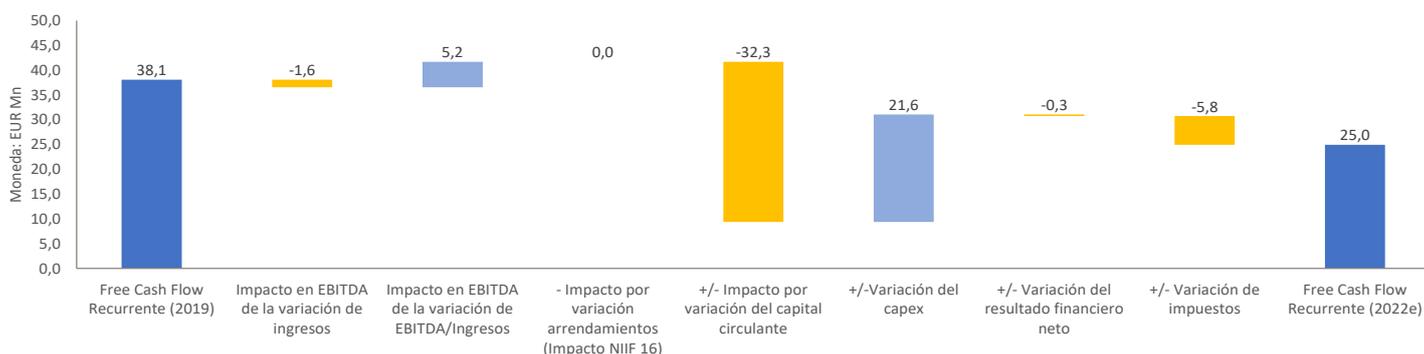
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 7,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

* La variación de capital circulante de 2019 (EUR 28,8Mn) se explica esencialmente como resultado de unos menores inventarios (impacto de EUR 15,4Mn; consecuencia de la gestión de inventarios y una reducción en el precio de sus principales materias primas) y de sus cuentas a cobrar (impacto de EUR 12,1Mn).

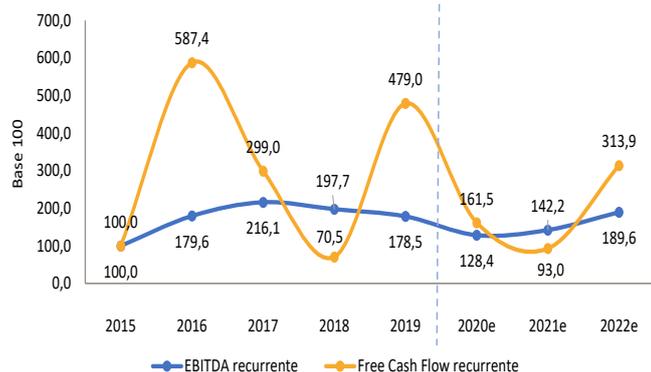
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	278,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	62,2	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	96,8	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	42,7	Rdos. 12m 2019
+/- Otros	-	
Enterprise Value (EV)	394,9	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)															TACC	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	09-19	19-22e
Total Ingresos	606,3	609,3	686,0	639,5	625,0	603,7	624,5	606,9	689,3	677,1	677,9	585,9	619,2	672,1	1,1%	-0,3%
Cto. Total ingresos	-29,1%	0,5%	12,6%	-6,8%	-2,3%	-3,4%	3,5%	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,1%	-13,6%	5,7%	8,5%		
EBITDA	(13,7)	10,9	26,9	21,1	29,0	19,1	32,5	58,4	48,5	67,3	62,4	41,8	46,2	61,7	n.a.	-0,4%
Cto. EBITDA	-132,5%	179,3%	148,0%	-21,5%	37,0%	-34,1%	70,5%	79,6%	-16,9%	38,6%	-7,2%	-33,1%	10,7%	33,4%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	1,8%	3,9%	3,3%	4,6%	3,2%	5,2%	9,6%	7,0%	9,9%	9,2%	7,1%	7,5%	9,2%		
Beneficio neto	(51,0)	(14,0)	(0,9)	(11,7)	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,5	44,9	31,0	7,6	11,1	24,3	n.a.	-7,9%
Cto. Beneficio neto	74,9%	72,6%	93,6%	n.a.	97,3%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,5%	0,9%	-30,8%	-75,6%	47,0%	118,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,6	100,6	100,6	100,8	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	104,9	104,9	104,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,07	0,11	0,23	n.a.	-7,5%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	3,7%	-28,9%	-75,3%	47,0%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,45	0,32	0,19	0,07	0,11	0,23	n.a.	5,9%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4%	-28,6%	-39,2%	-63,0%	47,0%	n.a.		
CAPEX	(36,6)	(8,1)	(8,1)	(15,8)	(4,2)	(4,6)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(22,5)	(20,4)	(15,5)		
CAPEX/Vtas %	6,0%	1,3%	1,2%	2,5%	0,7%	0,8%	1,5%	3,1%	6,2%	6,2%	5,5%	3,8%	3,3%	2,3%		
Free Cash Flow	2,6	(18,7)	3,6	3,1	19,5	21,9	11,9	47,3	1,9	5,6	20,4	6,6	5,3	22,9	22,8%	3,8%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	8,7x	3,0x	6,9x	5,3x	6,8x	3,7x	1,3x	1,8x	1,6x	1,6x	2,5x	2,1x	1,2x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,7x	4,6x	7,2x	7,6x	8,8x	36,8x	25,0x	11,5x		
EV/Vtas (x)	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,5x	0,6x	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	15,4x	5,6x	8,8x	7,1x	9,1x	5,8x	5,3x	8,7x	7,0x	6,2x	9,5x	8,5x	6,4x		
Comport. Absoluto	-13,1%	-48,6%	-4,8%	-41,2%	18,8%	-17,3%	56,7%	198,7%	55,4%	8,9%	-17,8%	3,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-33,1%	-37,8%	9,6%	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	44,7%	28,1%	-26,5%	n.a.				

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: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 7,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2020e

Dato	EUR Mn	Europa				Average	USA			Average	ECR
		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Akzo Nobel AS		DowDuPont	Olin Corp	Westlake		
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	BASF.DE	SOLB.BR	1COV.DE	AKZO.AS		DWDP.K	OLN	WLK		ECR.MC
	País	Germany	Belgium	Germany	Netherlands		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	45.001,5	7.831,0	5.821,2	13.889,4		32.508,9	2.355,8	5.475,3		278,6
	Enterprise value (EV)	63.009,5	11.685,9	6.862,2	15.671,0		47.662,0	5.225,2	8.473,5		394,9
Información financiera básica	Total Ingresos	56.087,9	9.811,9	10.507,7	8.508,6		18.416,8	5.333,2	6.873,1		585,9
	Cto. Total Ingresos	-5,4%	-12,6%	-15,3%	-8,3%	-10,4%	-4,0%	-2,2%	-5,1%		-3,8%
	2y TACC (2020e - 2022e)	4,5%	4,0%	8,2%	4,5%	5,3%	1,7%	5,7%	3,8%		3,7%
	EBITDA	7.281,1	1.963,3	824,7	1.281,6		4.389,8	654,5	1.130,6		41,8
	Cto. EBITDA	-19,6%	-12,1%	-48,7%	-9,9%	-22,6%	1,9%	-13,8%	-9,9%		-7,3%
	2y TACC (2020e - 2022e)	13,2%	2,4%	36,9%	10,8%	15,8%	5,0%	20,9%	7,4%		11,1%
	EBITDA/Ingresos	13,0%	20,0%	7,8%	15,1%	14,0%	23,8%	12,3%	16,4%		17,5%
	EBIT	3.712,0	1.224,1	60,6	931,2		3.195,1	128,9	443,7		14,6
	Cto. EBIT	-23,3%	2,0%	-93,1%	-12,3%	-31,7%	29,5%	-43,0%	-28,2%		-13,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	21,4%	2,3%	249,1%	14,5%	71,8%	8,8%	76,9%	15,5%		33,7%
	EBIT/Ingresos	6,6%	12,5%	0,6%	10,9%	7,7%	17,3%	2,4%	6,5%		8,7%
	Beneficio Neto	2.589,9	674,1	(2,9)	623,3		2.024,0	(55,4)	222,3		7,6
	Cto. Beneficio Neto	1,7%	n.a.	n.a.	12,3%	7,0%	n.a.	449,4%	-46,1%		201,7%
	2y TACC (2020e - 2022e)	23,0%	7,9%	n.a.	15,9%	15,6%	9,2%	n.a.	24,4%		16,8%
	CAPEX/Ventas	-6,0%	-7,8%	-7,4%	-2,4%	-5,9%	-5,2%	-5,0%	-9,0%		-6,4%
	Free Cash Flow	3.159,5	592,1	142,3	677,6		2.259,1	130,3	595,7		6,6
	Deuda financiera Neta	14.402,5	3.408,4	1.428,8	1.003,6		13.683,2	2.635,8	2.115,3		104,1
	DN/EBITDA (x)	2,0	1,7	1,7	0,8	1,6	3,1	4,0	1,9		3,0
	Pay-out	114,6%	55,9%	-10718,1%	62,5%	-2621,3%	41,6%	-214,4%	56,2%		-38,8%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,9	11,8	n.a.	22,1	16,9	15,7	n.a.	24,3		20,0
	P/BV (x)	1,1	0,8	1,2	2,2	1,3	0,9	1,2	1,0		1,0
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,2	0,7	1,8	1,2	2,6	1,0	1,2		1,6
	EV/EBITDA (x)	8,7	6,0	8,3	12,2	8,8	10,9	8,0	7,5		8,8
	EV/EBIT (x)	17,0	9,5	n.a.	16,8	14,4	14,9	40,5	19,1		24,9
	ROE	6,2	6,7	0,5	9,8	5,8	4,4	n.a.	4,3		4,3
	FCF Yield (%)	7,0	7,6	2,4	4,9	5,5	6,9	5,5	10,8		7,8
	DPA	3,23	3,66	1,69	1,83	2,60	1,13	0,73	0,97		0,94
	Dvd Yield	6,6%	4,9%	5,3%	2,6%	4,8%	2,5%	4,9%	2,3%		3,2%

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).

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	17,7	12,3	29,4	320,4			
Market Cap	278,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	96,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,5%	Coste de la deuda neta			3,0%	4,0%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,4%	3,2%	
Risk free rate (rf)	0,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,3	B (Thomson Reuters)			1,3	1,4	
Coste del Equity	12,6%	Ke = Rf + (R * B)			11,9%	13,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	74,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	25,8%	D			=	=	
WACC	10,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,5%	11,0%	
G "Razonable"	1,0%				1,5%	0,5%	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

(2) A 31 de diciembre de 2019, la compañía mantiene activos por impuesto diferido no registrados (fuera de balance) calculados a una tasa fiscal del 25% por importe de EUR 65,1Mn.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
BASF SE	BASFn.DE	45.001,5	16,9	22,3%	8,7	13,2%	1,1	4,5%	13,0%	7,0%	-11,6%
Solvay	SOLB.BR	7.831,0	11,8	11,7%	6,0	2,4%	1,2	4,0%	20,0%	7,6%	2,2%
Covestro AG	1COV.DE	5.821,2	n.a.	n.a.	8,3	36,9%	0,7	8,2%	7,8%	2,4%	19,5%
Akzo Nobel AS	AKZO.AS	13.889,4	22,1	16,9%	12,2	10,8%	1,8	4,5%	15,1%	4,9%	11,7%
Europa			16,9	17,0%	8,8	15,8%	1,2	5,3%	14,0%	5,5%	5,5%
DowDuPont	DWDP.K	32.508,9	15,7	11,8%	10,9	5,0%	2,6	1,7%	23,8%	6,9%	7,8%
Olin Corp	OLN	2.355,8	n.a.	n.a.	8,0	20,9%	1,0	5,7%	12,3%	5,5%	74,4%
Westlake	WLK	5.475,3	24,3	32,1%	7,5	7,4%	1,2	3,8%	16,4%	10,8%	-2,8%
USA			20,0	22,0%	8,8	11,1%	1,6	3,7%	17,5%	7,8%	26,5%
ECR	ECR.MC	278,6	36,8	79,1%	9,5	21,5%	0,7	7,1%	7,1%	4,6%	85,8%

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	8,5%	52,4	7,5x
Central	7,5%	46,2	8,5x
Min	6,5%	40,0	9,9x

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 21e				Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
EBITDA 21e	2,3%	3,3%	4,3%		Max	7,1%	4,9%	2,7%
52,4	19,8	13,6	7,4	➔	Central	4,9%	2,7%	0,4%
46,2	13,6	7,4	1,2		Min	2,7%	0,4%	n.a.
40,0	7,4	1,2	(5,0)					

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 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 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 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
30-Abr-2020	n.a.	2,66	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,28	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,42	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
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

