

Resultados 3m 2021

Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Subimos estimaciones

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

+34 915 904 226

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 clorosa, siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total instalada) y dentro del Top10 en Europa.

La actividad se acelera en el 1T21. Subimos (mucho) estimaciones (EV/EBITDA 2021e 5,7x)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	319,1	387,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	396,6	481,7
Número de Acciones (Mn)	101,0	
-12m (Max/Med/Min EUR)	3,16 / 2,15 / 1,67	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,42	
Rotación ⁽³⁾	33,5	
Refinitiv / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Joan Casas Galofre	5,4
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,0
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,1
Free Float	81,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	102,6	102,9	101,0	101,0
Total Ingresos	579,3	677,4	706,6	719,8
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	48,2	70,0	78,0	80,6
% Var.	-16,9	45,2	11,4	3,3
% EBITDA Rec./Ing.	8,3	10,3	11,0	11,2
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	-2,8	14,1	5,8	6,4
Beneficio neto	6,3	22,5	30,3	32,7
BPA (EUR)	0,06	0,22	0,30	0,32
% Var.	-79,1	259,2	36,9	8,0
BPA ord. (EUR)	0,07	0,23	0,30	0,32
% Var.	-64,7	235,3	29,8	8,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	41,7	5,9	22,0	28,9
Pay-out (%)	0,0	18,0	20,0	22,0
DPA (EUR)	0,00	0,04	0,06	0,07
Deuda financiera neta	75,7	78,5	69,6	56,0
DN / EBITDA Rec.(x)	1,6	1,1	0,9	0,7
ROE (%)	2,2	7,7	9,8	10,1
ROCE (%) ⁽⁶⁾	3,4	6,9	8,5	8,9

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	51,8	14,4	10,5	9,8
PER Ordinario	45,9	13,7	10,5	9,8
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0
Dividend Yield (%)	0,0	1,2	1,9	2,3
EV/Ventas	0,68	0,59	0,56	0,55
EV/EBITDA Rec.	8,2	5,7	5,1	4,9
EV/EBIT	26,5	11,9	9,3	8,8
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	13,1	1,8	6,9	9,0

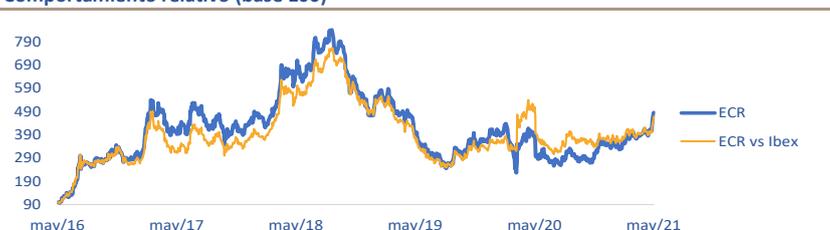
LOS RESULTADOS 1T21 MUESTRAN UNA EVOLUCIÓN REMARCABLE... Destacamos: (i) el crecimiento en ventas de los negocios de ECR con mayor exposición al ciclo (derivados del cloro y química intermedia; +17,1% y +15,5%, respectivamente), (ii) con unos márgenes que se amplían significativamente (el Mg. EBITDA 1T21 alcanza 12,0% vs 8,2% de 2020 y 8,7% 2019) como resultado de la mejora del precio de los productos vendidos y (iii) manteniendo una estructura financiera sólida, pese al aumento del circulante (para hacer frente al incremento de la actividad) y la recompra de acciones para su amortización (DN 1T21: EUR 88,3; +16,7% vs 2020).

Y LLEVAN A UNA FUERTE REVISIÓN AL ALZA DE NUESTRAS ESTIMACIONES. El escenario que planteamos debiera permitir a ECR alcanzar el nivel de ingresos de 2019 ya en 2021 (Ingresos 2021e: EUR 677,4Mn), manteniendo unos márgenes elevados que, aunque presionados por unos precios de la electricidad al alza, debieran traducirse en un EBITDA Rec. de c. EUR 70Mn (+38% vs estimación previa).

LOS BAJOS MÚLTIPLOS SIGUEN AQUÍ (EV/EBITDA 2021e: 5,7x)... Pese al performance de la acción (+46,6% YTD; +39,4% vs Ibx Small Cap), la revisión de estimaciones que planteamos devuelve el múltiplo EV/EBITDA de ECR a niveles de 5,7x. vs media de c. 8x-9x de su sector). Si ponemos el foco en 2022e, donde nuestras estimaciones contemplan un escenario algo más optimista, los ratios son aún más atractivos (especialmente en términos de generación de caja): (i) FCF Yield 2022e c. 7% y (ii) EV/EBITDA 2022e de 5x.

...Y OFRECEN UNA OPCIÓN DE "APALANCAR" LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL. Los resultados 1T21 no sólo confirman la previsión de recuperación del ciclo (adelantada ya con los resultados 2020), sino que anticipan un horizonte atractivo. La buena marcha de las divisiones de ECR más cíclicas (destacando el excelente comportamiento del PVC como resultado de la fuerte demanda existente) debiera continuar a lo largo del ejercicio (soportada por la reactivación de la actividad industrial). Y, dado el carácter de cíclico adelantado, ECR sigue siendo una opción "barata" para jugar la recuperación cíclica que aparentemente ya estaría descontando la industria (EV/EBITDA 2021e 5,7x vs c. 8x-9x de su sector).

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	20,4	37,4	23,9	46,6	-25,0	386,2
vs Ibx 35	14,7	22,9	-8,0	31,7	-14,3	368,7
vs Ibx Small Cap Index	24,7	35,0	-15,5	39,4	-32,6	155,3
vs Eurostoxx 50	21,4	27,8	-9,4	32,0	-32,3	264,3
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	18,9	25,8	-10,1	33,0	-42,2	206,2

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR -7,8Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(5) Sector: Eurostoxx 600 Chemicals.

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

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

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

Resultados 3m 2021
Subimos estimaciones

A raíz de los resultados 1T21 revisamos al alza nuestras estimaciones (EBITDA Rec. 2021e: +38% vs estimación previa)

Gráfico 1. Evolución trimestral de ingresos (2019-1T21)



Nota 1: Excluye prestación de servicios y otros ingresos (EUR 8,8Mn en 1T21).

Gráfico 2. Evolución trimestral del EBITDA Recurrente (2019-1T21)



Las principales cifras del 1T21 (vs 1T20) son: Ingresos EUR 177,3Mn (+12,0%), EBITDA Recurrente EUR 21,3Mn (+89,1%; Mg. EBITDA 12%) y Beneficio Neto EUR 8,7Mn (vs EUR 0,8Mn en 1T20). Por el lado del balance, la Deuda Neta se incrementa hasta EUR 88,3Mn (vs EUR 75,7Mn a cierre de 2020; +16,7% vs 2020) consecuencia de: (i) unas mayores necesidades de circulante para hacer frente al “rebote” de la facturación (impacto de c. EUR 20Mn en FCF) y (ii) la recompra de acciones propias para su amortización por EUR 1,2M durante el primer trimestre.

Por negocios, los resultados 1T21 presentan una evolución remarcable de sus actividades con mayor exposición al ciclo, destacando: (i) Derivados del cloro (c. 60% s/Vtas totales), con un crecimiento de ventas del 17,1%, especialmente como resultado del buen comportamiento del PVC (tanto en términos de volumen como de precios) y (ii) Química intermedia (32% s/Vtas) con un crecimiento de ventas del 15,5%. Y, dado que la mejora del precio de los productos vendidos (en ambas divisiones) ha superado ampliamente al aumento del coste de sus aprovisionamientos, los crecimientos en ventas se han traducido en crecimientos de EBITDA muy superiores, alcanzando niveles de EUR 12,2Mn en la división de derivados del cloro (vs EUR 3,3Mn en 1T20) y EUR 8,5Mn en química intermedia (+79% vs 1T20). Por otro lado, la división de farmacia (c. 8% s/Vtas) ha presentado una contracción de ingresos de c. 19%, al continuar afectada por la debilidad de la demanda de sus productos (aunque esta situación debiera revertirse a medida que la pandemia vaya remitiendo y se recupere la normalidad en el tratamiento de enfermedades distintas al Covid-19).

Tabla 1. Resultados 1T21

EUR Mn	3m21 Real	3m20	3m21 Real vs 3m20
Total Ingresos	177,3	158,2	12,0%
Derivados del cloro	101,2	86,4	17,1%
Química intermedia	54,2	46,9	15,5%
Farmacia	13,1	16,1	-18,9%
Otros ingresos	8,8	8,8	0,3%
EBITDA (Recurrente)¹	21,3	11,3	89,1%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>12,0%</i>	<i>7,1%</i>	<i>4,9 p.p.</i>
EBITDA	19,8	10,2	94,3%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>11,2%</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,7 p.p.</i>
EBIT	12,8	3,2	301,4%
BAI	11,6	1,4	n.a.
BN	8,7	0,8	n.a.
Deuda Neta²	88,3	75,7	16,7%

Nota 1: EBITDA Rec. ajustado que excluye los ingresos y gastos de naturaleza no recurrente correspondientes esencialmente a la dotación de provisiones y otros gastos extraordinarios (EUR 1,5Mn en 1T21 y EUR 1,2Mn en 1T20).

Nota 2: Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 9Mn en 1T21 y EUR 9,1Mn a cierre de 2020).

2021e comienza con más fuerza de lo previsto y anticipa un horizonte atractivo. Lo que empuja al alza nuestras estimaciones (2021e-2023e)...

En nuestra opinión, los resultados 1T21 no sólo confirman la previsión de recuperación del ciclo (adelantada con los resultados 2020), sino que anticipan un horizonte atractivo que lleva a una revisión al alza de nuestras estimaciones. En concreto, destacamos:

- **La recuperación de niveles de ingresos de 2019 en 2021e.** Esencialmente por dos razones: (i) el volumen de toneladas vendidas ya recupera y consolida niveles pre Covid-19 en el 1T21 y (ii) la fortaleza en precios de sus productos con mayor exposición al ciclo; en concreto, la escasez de PVC debiera mantener su precio cerca de los máximos actuales y el precio de la sosa (utilizada ampliamente en la industria, con una elasticidad respecto al PIB de c. 1,5) aparentemente tocó “suelo” en febrero y ya habría iniciado su recuperación. Lo que nos lleva a estimar unos ingresos 2021e de EUR 677,4Mn (+9,4% vs estimación previa; + 17% vs 2020).

Gráfico 3. Ingresos y Mg. EBITDA (2019-2023e)



- Manteniendo unos márgenes elevados (EBITDA Rec. 2021e: EUR 70Mn; Mg. EBITDA 10%).** A nuestro juicio, la mejora de precios de venta vista durante el 1T21 (que supera ampliamente el aumento del coste de sus aprovisionamientos) debiera permitir a ECR mantener unos márgenes elevados durante el conjunto del año (Mg. EBITDA Recurrente de c. 10%) que debiera empujar la generación de EBITDA Recurrente hasta niveles de c. EUR 70Mn (+38% vs estimación previa). Dada la naturaleza electrointensiva de la compañía, nuestras estimaciones consideran cierta presión en márgenes por el incremento del precio de la electricidad visto desde el inicio del segundo trimestre.
- Y una estructura financiera sólida (DN/EBITDA 2021e 1,1x).** La elevada capacidad de generación de caja de ECR es un hecho. Y permitirá mantener una estructura financiera sólida durante el período estimado. Aunque en 2021e estará marcada por (i) unas elevadas necesidades de circulante (para hacer frente al “rebote” de la facturación), (ii) el inicio de un nuevo plan estratégico (Plan 3D, por el que ECR planea invertir c. EUR 92Mn durante el período 2021e-2029e; CAPEX 2021e EUR 30Mn) y (iii) la recompra de acciones para su posterior amortización (que estimamos que puede alcanzar un importe de c. EUR 7Mn en 2021e; 32% del BN estimado).

Poniendo la vista más allá de 2021e, la reducción del impacto del circulante a partir de 2022e permitirá incrementar el FCF Rec. hasta niveles de EUR 22Mn en 2022e y EUR 29Mn en 2023e (FCF Rec. yield del 6,9% y 9,0% para 2022e y 2023e, respectivamente). Lo que permitirá reducir la Deuda Neta (ex NIIF 16) hasta niveles de EUR 56Mn en 2023e, incluso pese al importante esfuerzo inversor (CAPEX 2021e-2023e: EUR 30Mn/año) y la retribución al accionista (payout máximo del 50%), que ECR llevará a cabo a través de la recompra de acciones propias para su amortización y el pago de un dividendo (la recompra de acciones se ejecutará siempre que se prevea el reparto de un dividendo de, al menos: el 18% del BN en 2021e, el 20% del en 2022e, el 22% en 2023e y el 24%).

Tabla 2. Revisión de estimaciones (2021e-2023e)

EUR Mn	2021e (Nuevo)	2021e	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	2022e	Revisión (%)	2023e (Nuevo)
Total Ingresos	677,4	619,2	9,4%	706,6	672,6	5,1%	719,8
EBITDA (Recurrente)	70,0	50,7	38,0%	78,0	61,7	26,4%	80,6
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	45,2%	7,6%	37,5 p.p.	11,4%	21,5%	-10,2 p.p.	3,3%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	10,3%	8,2%	2,1 p.p.	11,0%	9,2%	1,9 p.p.	11,2%
EBIT	33,3	23,2	43,5%	42,6	34,1	24,7%	45,0
Beneficio Neto	22,5	14,6	54,7%	30,3	23,8	27,2%	32,7
Free Cash Flow (Rec.)	5,9	6,3	-6,9%	22,0	24,8	-11,2%	28,9
<i>DN / EBITDA</i>	1,1 x	2,0 x	-0,8 x	0,9 x	1,4 x	-0,5 x	0,7 x

Y permite mantener sobre la mesa los bajos múltiplos (EV/EBITDA 2021e 5,7x). Lo que ofrece una opción de “apalancar” la recuperación de la actividad industrial

En conclusión, los resultados 1T21 no sólo confirman la previsión de recuperación del ciclo, sino que permiten anticipar un horizonte atractivo. La recuperación de la actividad industrial debiera mantener el buen comportamiento en precios y volúmenes vista en el 1T21. Lo que en nuestras estimaciones se traduce en la generación de un EBITDA 2021e de EUR 70Mn que, pese al buen comportamiento de la acción (+46,6% YTD), sigue ofreciendo bajos múltiplos (EV/EBITDA 2021e 5,7x vs c. 8-9x de su sector). Destacamos que nuestras estimaciones consideran cierta presión sobre los márgenes vistos en el 1T21 (Mg. EBITDA para el conjunto del año 10,3% vs 12% en 1T21) esencialmente como consecuencia de la subida del precio de la electricidad. Por lo que, cualquier mejora en esta variable a lo largo del año, jugará en favor de ECR. Y mejorará nuestras estimaciones.

Si ponemos el foco en 2022e, donde nuestras estimaciones contemplan un escenario aún mejor, los ratios son aún más atractivos (especialmente en términos de generación de caja): (i) FCF Yield 2022e c. 7%, (ii) EV/EBITDA 2022e de 5x y (iii) manteniendo en todo momento una estructura financiera sólida (DN/EBITDA < 1x; pese al esfuerzo inversor y retribución al accionista).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,1	26,7	33,1	n.a.			
Market Cap	319,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	88,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,5%	Coste de la deuda neta			3,3%	3,8%	
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)			2,6%	3,0%	
Risk free rate (rf)	0,5%	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 (Refinitiv y Lighthouse)			1,2	1,4	
Coste del Equity	12,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,7%	13,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	78,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	21,7%	D			=	=	
WACC	10,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,0%	11,5%	
G "Razonable"	1,5%				1,5%	0,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
BASF SE	BASFn.DE	63.515,9	15,3	7,6%	8,4	4,2%	1,2	2,6%	14,4%	4,9%	10,5%
Solvay	SOLB.BR	12.079,5	16,0	12,5%	7,0	6,3%	1,5	5,1%	21,9%	5,4%	7,6%
Covestro AG	1COV.DE	11.120,6	9,6	-2,2%	4,5	2,1%	0,8	4,5%	18,9%	9,7%	-0,6%
Akzo Nobel AS	AKZO.AS	19.288,3	21,7	11,6%	12,9	6,7%	2,2	3,7%	17,4%	4,1%	13,9%
Europa			15,7	7,4%	8,2	4,8%	1,5	4,0%	18,2%	6,0%	7,8%
DowDuPont	DWDP.K	36.289,8	22,2	15,4%	12,5	8,9%	3,2	4,4%	25,6%	4,0%	10,6%
Olin Corp	OLN	6.151,4	9,2	2,4%	5,6	-0,9%	1,4	0,4%	24,7%	15,0%	7,5%
Westlake	WLK	10.932,4	12,1	-12,9%	6,7	-8,3%	1,7	-0,9%	24,9%	7,7%	-7,5%
USA			14,5	1,6%	8,3	-0,1%	2,1	1,3%	25,1%	8,9%	3,6%
ECR	ECR.MC	319,1	14,4	21,6%	5,7	8,4%	0,6	3,1%	10,1%	1,8%	n.a.

Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	12,1%	85,7	4,6x
Central	11,0%	78,0	5,1x
Min	9,9%	70,2	5,6x

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 22e				Escenario			FCF Rec./Yield 22e		
EBITDA 22e	3,8%	4,2%	4,6%		Max	10,2%	9,3%	8,5%		
85,7	32,6	29,8	27,0	➔	Central	7,8%	6,9%	6,0%		
78,0	24,9	22,0	19,2		Min	5,4%	4,5%	3,6%		
70,2	17,1	14,3	11,4							

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	5,9	4,1	4,2	19,7	16,1	16,1	16,1	16,1		
Inmovilizado material	249,2	269,4	281,7	296,9	311,3	313,4	315,3	317,1		
Otros activos no corrientes	7,0	25,9	31,7	40,3	38,9	38,9	38,9	38,9		
Inmovilizado financiero	38,7	44,9	45,2	42,7	28,8	28,8	28,8	28,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	184,6	218,3	218,9	184,5	148,6	165,4	176,9	181,3		
Total activo	485,4	562,6	581,6	584,1	543,6	562,5	576,0	582,1		
Patrimonio neto	219,8	247,5	272,7	292,1	284,2	299,5	316,7	334,2		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	71,0	84,1	76,5	62,2	55,8	55,8	55,8	55,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	13,4	9,1	9,1	9,1	9,1		
Deuda financiera neta	73,4	89,3	107,3	96,8	75,7	78,5	69,6	56,0		
Pasivo circulante	121,2	141,7	125,2	119,6	118,8	119,5	124,7	127,0		
Total pasivo	485,4	562,6	581,6	584,1	543,6	562,5	576,0	582,1		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Total Ingresos	606,9	689,3	677,1	677,9	579,3	677,4	706,6	719,8	-1,2%	7,5%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>-2,8%</i>	<i>13,6%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>16,9%</i>	<i>4,3%</i>	<i>1,9%</i>		
Coste de ventas	(359,4)	(433,1)	(435,1)	(439,3)	(348,3)	(420,1)	(437,4)	(444,8)		
Margen Bruto	247,5	256,1	242,0	238,6	230,9	257,3	269,2	274,9	-1,7%	6,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>40,8%</i>	<i>37,2%</i>	<i>35,7%</i>	<i>35,2%</i>	<i>39,9%</i>	<i>38,0%</i>	<i>38,1%</i>	<i>38,2%</i>		
Gastos de personal	(81,8)	(83,4)	(79,9)	(83,1)	(84,3)	(84,7)	(86,4)	(88,1)		
Otros costes de explotación	(107,3)	(102,5)	(97,9)	(97,5)	(98,4)	(102,5)	(104,8)	(106,2)		
EBITDA recurrente	58,4	70,3	64,3	58,0	48,2	70,0	78,0	80,6	-4,7%	18,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>79,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-9,7%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>45,2%</i>	<i>11,4%</i>	<i>3,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(21,7)	3,0	4,4	(0,9)	(1,5)	-	-		
EBITDA	58,4	48,5	67,3	62,4	47,3	68,5	78,0	80,6	-5,1%	19,4%
Depreciación y provisiones	(7,4)	(14,2)	(24,2)	(25,1)	(27,4)	(27,9)	(28,1)	(28,2)		
Gastos capitalizados	0,0	-	0,2	0,9	2,3	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(7,1)	(7,3)	(7,3)	(7,3)	(7,3)		
EBIT	51,0	34,3	43,2	31,2	14,9	33,3	42,6	45,0	-26,5%	44,5%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>300,4%</i>	<i>-32,8%</i>	<i>25,9%</i>	<i>-27,8%</i>	<i>-52,1%</i>	<i>123,0%</i>	<i>27,9%</i>	<i>5,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,3)	(6,4)	(6,3)	(6,5)	(8,0)	(5,8)	(5,7)	(5,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,7	1,1	0,4	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	45,3	28,7	38,0	25,1	7,0	27,5	36,9	39,9	-37,3%	78,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>571,4%</i>	<i>-36,7%</i>	<i>32,5%</i>	<i>-34,0%</i>	<i>-72,2%</i>	<i>293,6%</i>	<i>34,3%</i>	<i>8,0%</i>		
Extraordinarios	-	(0,1)	-	(2,5)	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	45,3	28,6	38,0	22,6	7,0	27,5	36,9	39,9	-37,3%	78,8%
Impuestos	(0,2)	15,9	6,9	8,4	(0,7)	(4,9)	(6,6)	(7,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>0,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,4%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	45,2	44,5	44,9	31,0	6,3	22,5	30,3	32,7	-39,0%	73,6%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>523,8%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>-79,8%</i>	<i>260,3%</i>	<i>34,3%</i>	<i>8,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	45,2	50,4	35,0	20,7	7,1	23,8	30,3	32,7	-37,1%	66,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>569,1%</i>	<i>11,6%</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>-65,8%</i>	<i>236,4%</i>	<i>27,3%</i>	<i>8,0%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
EBITDA recurrente						70,0	78,0	80,6	-4,7%	18,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,3)	(7,3)	(7,3)		
Var. capital circulante						(16,1)	(6,3)	(2,1)		
Cash Flow operativo recurrente						46,6	64,3	71,2	1,4%	-2,1%
CAPEX						(30,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,8)	(5,7)	(5,1)		
Impuestos						(4,9)	(6,6)	(7,2)		
Free Cash Flow Recurrente						5,9	22,0	28,9	-2,8%	-11,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						(1,5)	-	-		
Free Cash Flow						4,4	22,0	28,9	-6,5%	-7,3%
Ampliaciones de capital						(7,2)	(9,1)	(9,2)		
Dividendos						-	(4,1)	(6,1)		
Variación de Deuda financiera neta						2,8	(8,9)	(13,6)		

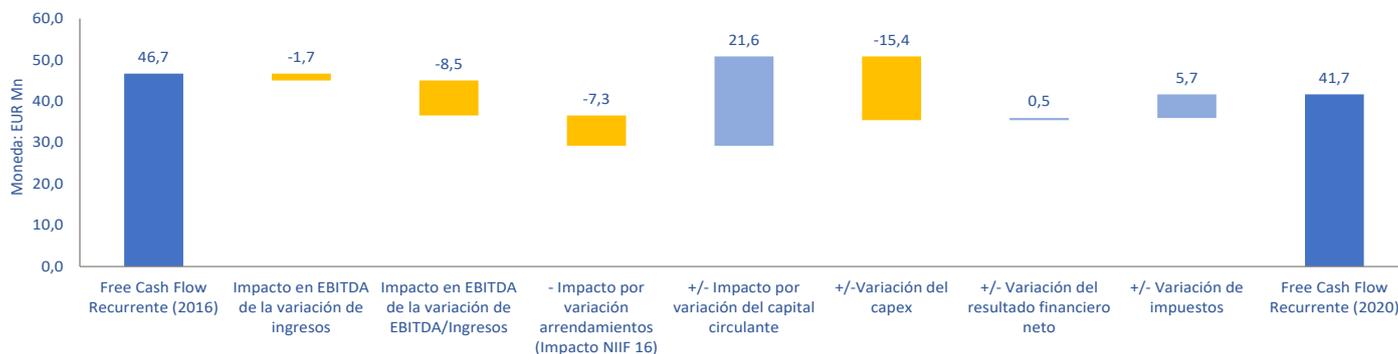
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR -7,8Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

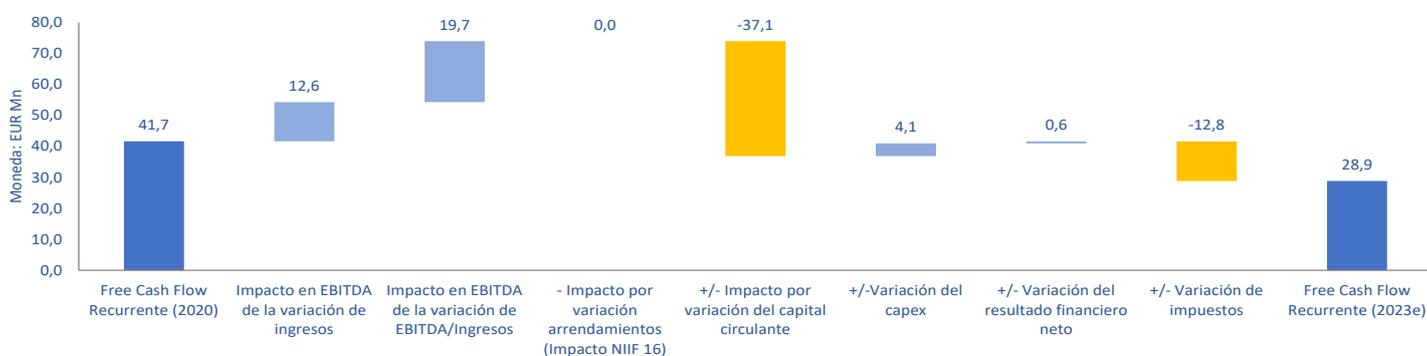
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	70,3	64,3	58,0	48,2	70,0	78,0	80,6	-11,8%	18,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	20,3%	-8,5%	-9,7%	-16,9%	45,2%	11,4%	3,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	10,2%	9,5%	8,6%	8,3%	10,3%	11,0%	11,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(7,1)	(7,3)	(7,3)	(7,3)	(7,3)		
+/- Var. Capital circulante	(13,2)	(17,1)	28,8	35,0	(16,1)	(6,3)	(2,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	57,1	47,2	79,8	76,0	46,6	64,3	71,2	10,0%	-2,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-20,5%	-17,4%	69,1%	-4,8%	-38,6%	38,0%	10,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	8,3%	7,0%	11,8%	13,1%	6,9%	9,1%	9,9%		
- CAPEX	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(34,1)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,4)	(6,3)	(5,1)	(5,8)	(5,8)	(5,7)	(5,1)		
- Impuestos	15,9	6,9	0,4	5,6	(4,9)	(6,6)	(7,2)		
= Free Cash Flow recurrente	23,8	5,6	38,1	41,7	5,9	22,0	28,9	20,6%	-11,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-49,1%	-76,4%	579,7%	9,4%	-85,9%	274,9%	31,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	3,4%	0,8%	5,6%	7,2%	0,9%	3,1%	4,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	(21,7)	-	(23,4)	(5,5)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	5,7	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,1)	-	-	-	(1,5)	-	-		
= Free Cash Flow	1,9	5,6	20,4	36,2	4,4	22,0	28,9	n.a.	-7,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-95,9%	187,4%	264,9%	77,2%	-87,9%	403,4%	31,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	7,5%	1,8%	11,9%	13,1%	1,8%	6,9%	9,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,6%	1,8%	6,4%	11,4%	1,4%	6,9%	9,0%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	46,7	23,8	5,6	38,1	41,7	5,9	22,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	7,9	(1,2)	0,1	(8,4)	8,2	3,0	1,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,9	(4,7)	(6,3)	(1,4)	13,6	4,9	1,1		
= Variación EBITDA recurrente	11,9	(6,0)	(6,2)	(9,8)	21,8	8,0	2,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(7,1)	(0,2)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(26,6)	(3,9)	45,9	6,2	(51,1)	9,7	4,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(14,7)	(9,9)	32,6	(3,8)	(29,3)	17,7	6,8		
+/- Variación del CAPEX	(24,1)	0,7	5,0	3,0	4,1	-	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	1,3	(0,7)	(0,1)	0,1	0,5		
+/- Variación de impuestos	16,1	(9,0)	(6,4)	5,1	(10,5)	(1,7)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(22,9)	(18,2)	32,5	3,6	(35,8)	16,2	6,8		
Free Cash Flow Recurrente	23,8	5,6	38,1	41,7	5,9	22,0	28,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	34,3	43,2	31,2	14,9	33,3	42,6	45,0	-24,2%	44,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	10,4%	18,0%	18,0%	18,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(1,6)	(6,0)	(7,7)	(8,1)		
EBITDA recurrente	70,3	64,3	58,0	48,2	70,0	78,0	80,6	-11,8%	18,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(7,1)	(7,3)	(7,3)	(7,3)	(7,3)		
+/- Var. Capital circulante	(13,2)	(17,1)	28,8	35,0	(16,1)	(6,3)	(2,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	57,1	47,2	79,8	76,0	46,6	64,3	71,2	10,0%	-2,1%
- CAPEX	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(34,1)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(1,6)	(6,0)	(7,7)	(8,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	14,3	5,1	42,7	40,3	10,6	26,7	33,1	41,4%	-6,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-73,1%	-64,4%	742,2%	-5,6%	-73,6%	150,7%	24,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,1%	0,7%	6,3%	7,0%	1,6%	3,8%	4,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	5,7	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,1)	-	-	-	(1,5)	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	14,2	5,1	48,4	40,3	9,1	26,7	33,1	41,7%	-6,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-73,5%	-64,2%	855,5%	-16,8%	-77,3%	191,8%	24,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,6%	1,3%	10,8%	10,2%	2,7%	6,7%	8,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,6%	1,3%	12,2%	10,2%	2,3%	6,7%	8,3%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR -7,8Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

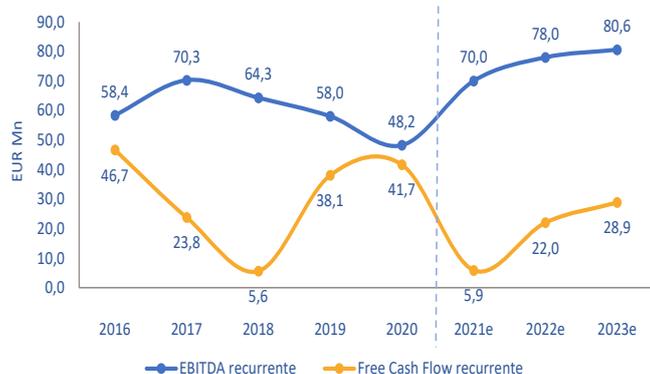
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



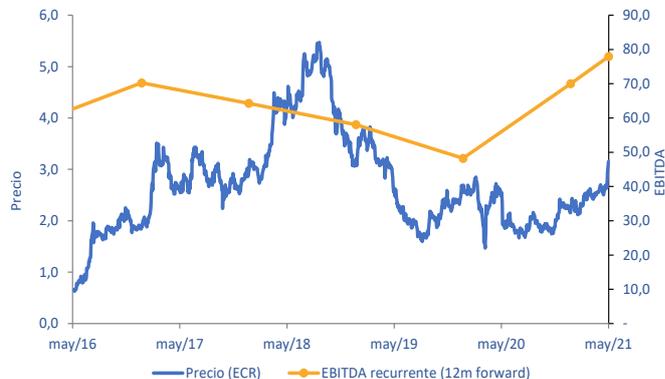
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



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	319,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	17,9	Rdos. 3m 2021
+ Deuda financiera neta	88,3	Rdos. 3m 2021
- Inmovilizado financiero	28,8	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	396,6	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	10-20	20-23e
Total Ingresos	609,3	686,0	639,5	625,0	603,7	618,3	606,9	689,3	677,1	677,9	579,3	677,4	706,6	719,8	-0,5%	7,5%
Cto. Total ingresos	0,5%	12,6%	-6,8%	-2,3%	-3,4%	2,4%	-1,8%	13,6%	-1,8%	0,1%	-14,6%	16,9%	4,3%	1,9%		
EBITDA	10,9	26,9	21,1	29,0	19,1	36,7	58,4	48,5	67,3	62,4	47,3	68,5	78,0	80,6	15,9%	19,4%
Cto. EBITDA	179,3%	148,0%	-21,5%	37,0%	-34,1%	92,6%	59,0%	-16,9%	38,6%	-7,2%	-24,2%	44,8%	13,8%	3,3%		
EBITDA/Ingresos	1,8%	3,9%	3,3%	4,6%	3,2%	5,9%	9,6%	7,0%	9,9%	9,2%	8,2%	10,1%	11,0%	11,2%		
Beneficio neto	(14,0)	(0,9)	(11,7)	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,5	44,9	31,0	6,3	22,5	30,3	32,7	9,4%	73,6%
Cto. Beneficio neto	72,6%	93,6%	n.a.	97,3%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,5%	0,9%	-30,8%	-79,8%	260,3%	34,3%	8,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,6	100,6	100,8	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	102,9	101,0	101,0		
BPA (EUR)	-0,14	-0,01	-0,12	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,22	0,30	0,32	9,3%	74,5%
Cto. BPA	72,6%	93,6%	n.a.	97,3%	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	3,7%	-28,9%	-79,1%	n.a.	36,9%	8,0%		
BPA ord. (EUR)	-0,14	-0,01	-0,11	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,45	0,32	0,19	0,07	0,23	0,30	0,32	9,5%	67,5%
Cto. BPA ord.	72,0%	94,3%	n.a.	97,1%	n.a.	n.a.	n.a.	13,4%	-28,6%	-39,2%	-64,7%	n.a.	29,8%	8,0%		
CAPEX	(8,1)	(8,1)	(15,8)	(4,2)	(4,6)	(7,4)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(34,1)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
CAPEX/Vtas %	1,3%	1,2%	2,5%	0,7%	0,8%	1,2%	3,1%	6,2%	6,2%	5,5%	5,9%	4,4%	4,2%	4,2%		
Free Cash Flow	(18,7)	3,6	3,1	19,5	21,9	4,9	47,3	1,9	5,6	20,4	36,2	4,4	22,0	28,9	14,7%	-7,3%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	8,7x	3,0x	6,9x	5,3x	6,8x	3,3x	1,3x	1,8x	1,6x	1,6x	1,6x	1,1x	0,9x	0,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,7x	4,6x	7,2x	7,6x	8,8x	35,3x	14,4x	10,5x	9,8x		
EV/Vtas (x)	0,27x	0,22x	0,29x	0,33x	0,29x	0,31x	0,51x	0,61x	0,70x	0,58x	0,53x	0,59x	0,56x	0,55x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	15,4x	5,6x	8,8x	7,1x	9,1x	5,2x	5,3x	8,7x	7,0x	6,2x	6,5x	5,8x	5,1x	4,9x		
Comport. Absoluto	-48,6%	-4,8%	-41,2%	18,8%	-17,3%	56,7%	198,7%	55,4%	8,9%	-17,8%	-15,8%	46,6%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-37,8%	9,6%	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	44,7%	28,1%	-26,5%	-0,4%	31,7%				

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 Refinitiv.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR -7,8Mn 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 comparables 2021e

		Europa					USA				
		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Akzo Nobel AS	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Average	ECR
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	63.515,9	12.079,5	11.120,6	19.288,3		36.289,8	6.151,4	10.932,4		319,1
	Enterprise value (EV)	80.359,6	14.704,4	11.246,6	20.938,3		41.850,5	9.023,3	13.198,1		396,6
Información financiera básica	Total Ingresos	66.322,3	9.549,9	13.269,2	9.326,8		13.065,6	6.506,8	7.883,8		677,4
	Cto.Total Ingresos	12,1%	-1,7%	23,9%	9,3%	10,9%	-22,2%	37,3%	27,6%	14,2%	16,9%
	2y TACC (2021e - 2023e)	2,6%	5,1%	4,5%	3,7%	4,0%	4,4%	0,4%	-0,9%	1,3%	3,1%
	EBITDA	9.575,5	2.091,5	2.505,9	1.625,0		3.349,4	1.608,5	1.960,1		68,5
	Cto. EBITDA	-12,8%	11,5%	65,5%	10,2%	18,6%	-15,3%	223,7%	92,3%	100,2%	44,8%
	2y TACC (2021e - 2023e)	4,2%	6,3%	2,1%	6,7%	4,8%	8,9%	-0,9%	-8,3%	-0,1%	8,4%
	EBITDA/Ingresos	14,4%	21,9%	18,9%	17,4%	18,2%	25,6%	24,7%	24,9%	25,1%	10,1%
	EBIT	5.707,9	1.275,6	1.678,7	1.274,1		2.622,5	1.118,9	1.316,1		33,3
	Cto. EBIT	-20,4%	48,8%	121,5%	14,4%	41,1%	86,5%	n.a.	243,8%	165,1%	123,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	5,9%	7,5%	-0,1%	8,0%	5,3%	9,6%	-3,4%	-12,1%	-2,0%	16,3%
	EBIT/Ingresos	8,6%	13,4%	12,7%	13,7%	12,1%	20,1%	17,2%	16,7%	18,0%	4,9%
	Beneficio Neto	4.074,3	727,4	1.176,1	875,9		1.682,3	721,6	912,5		22,5
Cto. Beneficio Neto	377,0%	166,6%	159,1%	29,2%	183,0%	171,1%	190,4%	197,1%	186,2%	260,3%	
2y TACC (2021e - 2023e)	7,1%	13,5%	0,4%	8,3%	7,4%	11,3%	-5,9%	-13,8%	-2,8%	20,5%	
CAPEX/Ventas	5,6%	7,4%	6,1%	2,9%	5,5%	5,2%	2,5%	7,2%	5,0%	-4,4%	
Free Cash Flow	3.111,4	658,0	1.075,9	793,9		1.461,5	922,5	847,0		4,4	
Deuda financiera Neta	14.511,0	3.258,1	1.284,4	1.594,2		6.630,0	2.435,8	1.381,2		78,5	
DN/EBITDA (x)	1,5	1,6	0,5	1,0	1,1	2,0	1,5	0,7	1,4	1,1	
Pay-out	75,9%	53,2%	33,7%	46,3%	52,3%	48,4%	14,5%	12,7%	25,2%	18,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	15,3	16,0	9,6	21,7	15,7	22,2	9,2	12,1	14,5	14,4
	P/BV (x)	1,8	1,7	1,9	3,6	2,2	1,8	3,5	2,0	2,4	1,1
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,5	0,8	2,2	1,5	3,2	1,4	1,7	2,1	0,6
	EV/EBITDA (x)	8,4	7,0	4,5	12,9	8,2	12,5	5,6	6,7	8,3	5,7
	EV/EBIT (x)	14,1	11,5	6,7	16,4	12,2	16,0	8,1	10,0	11,4	11,9
	ROE	11,0	9,9	17,7	15,9	13,6	8,0	44,4	16,0	22,8	7,7
	FCF Yield (%)	4,9	5,4	9,7	4,1	6,0	4,0	15,0	7,7	8,9	1,8
	DPA	3,37	3,75	2,15	2,12	2,85	1,11	0,66	0,91	0,89	0,04
Dvd Yield	4,9%	3,3%	3,7%	2,1%	3,5%	1,6%	1,7%	1,1%	1,5%	1,2%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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 sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
12-May-2021	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
26-Feb-2021	n.a.	2,41	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	2,01	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,66	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	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 - Subimos estimaciones	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

