

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Química Básica

Fecha del informe: 3 jun 2019

Hora distribución: 14:00

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 2,22 (31 may 2019)

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

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

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	239,3	267,2
EV (Mn EUR y USD)	397,1	443,6
Número de Acciones (Mn)	107,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,47 / 3,92 / 2,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1,40	
Rotación ⁽¹⁾	149,7	
Thomson Reuters / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	109,2	107,9	107,9	107,9
Total Ingresos	677,1	714,2	743,0	751,6
EBITDA Rec.	64,9	47,2	63,2	68,6
% Var.	-7,6	-27,3	33,9	8,5
% EBITDA Rec./Ing.	9,6	6,6	8,5	9,1
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	-0,2	8,6	8,5	6,6
Beneficio neto	44,9	17,5	29,6	34,2
BPA (EUR)	0,41	0,16	0,27	0,32
% Var.	3,7	-60,5	68,8	15,8
BPA ord. (EUR)	0,32	0,16	0,27	0,32
% Var.	-28,6	-49,4	68,8	15,8
Free Cash Flow Rec. ⁽³⁾	5,6	0,8	23,2	34,0
Pay-out (%)	14,4	0,0	18,0	18,0
DPA (EUR)	0,06	0,00	0,05	0,06
Deuda financiera neta	126,5	156,7	135,6	119,9
DN / EBITDA Rec.(x)	1,9	3,3	2,1	1,7
ROE (%)	17,3	6,4	10,1	10,8
ROCE (%) ⁽⁴⁾	10,9	5,1	7,7	8,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	5,4	13,7	8,1	7,0
PER Ordinario	6,9	13,7	8,1	7,0
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7
Dividend Yield (%)	2,7	0,0	2,2	2,6
EV/Ventas	0,59	0,56	0,53	0,53
EV/EBITDA Rec.	6,1	8,4	6,3	5,8
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	2,3	0,3	9,7	14,2

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

- (1) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
 (2) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (Eurostoxx 600 Chemicals).
 (3) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
 (4) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
 (5) vs Eurostoxx 600 Chemicals.

Conseguir mucho, con poco

CRECIMIENTO EN INGRESOS (+3,5% TACC 2018-2021E)... sustentado principalmente en el aumento de producción tras la entrada en funcionamiento de las ampliaciones de capacidad realizadas en 2018 y 2019e, y en una moderada recuperación del precio de la sosa (+10% en 2020e y +5% en 2021e).

... PERO CON UNOS MARGENES DEPRIMIDOS EN 2019E (Mg. EBITDA del 6,6%), explicado por la exposición a commodities con unos precios sometidos a importantes variaciones cíclicas (sosa, etileno, metanol y EDC).

2020 ES LA CLAVE. Una recuperación "moderada" del precio de la sosa y la previsible normalización de precios de los principales aprovisionamientos (principalmente EDC), permitirán una recuperación de márgenes (+2p.p.) y un rebote de c.35% en EBITDA. Este es nuestro escenario central.

DRÁSTICA CAIDA DEL CAPEX. En 2016-2018, ECR ha realizado un agresivo plan de inversión (que continúa en 2019e; 5,6% CAPEX/Vtas) para completar el proceso de transición desde la tecnología de mercurio a la tecnología de membrana. Tras los incrementos de capacidad que entrarán en marcha en 2019e, consideramos que la compañía no requerirá de inversiones significativas adicionales. Y esperamos una normalización del CAPEX recurrente a niveles del 3,4% sobre ventas en 2020e, reduciéndose a un 2,7% en 2021e (-50% vs 2019e).

Y EL EFECTO (INEVITABLE) DEL APALANCAMIENTO OPERATIVO. La recuperación del EBITDA y la normalización del CAPEX (un driver al margen del ciclo) implican un fuerte "rebote" del FCF: EUR 0,8Mn 2019e vs EUR 23,2Mn 2020e. El FCF Yield se encontraría c. del 10% (2020e). Tan solo una mejora de +10% en la sosa, "desencadena" una gran mejora en todas las métricas. Y es especialmente visible en el FCF. ECR parece bien preparada para "exprimir" cualquier subida de precios en sus mercados de referencia. Una eventual vuelta de la sosa a los máximos de 2018 llevaría el FCF yield a c.20%.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-27,0	-35,2	-44,7	-28,8	168,8	n.a.
vs Ibex 35	-22,4	-33,2	-41,9	-32,4	169,7	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-24,3	-33,8	-37,9	-34,9	85,2	n.a.
vs Eurostoxx 50	-21,8	-34,8	-42,6	-34,8	151,1	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-21,8	-34,0	-41,0	-35,0	131,0	n.a.

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

2020: esperando los “frutos” del apalancamiento operativo

Tras las severas “penalizaciones” de la crisis económica (beneficio neto negativo desde 2009 hasta 2014), los últimos años se han caracterizado por un entorno cíclico favorable en el que los principales productos a los que la cuenta de resultados de ECR es sensible (sosa por el lado de los ingresos; etileno y metanol por el lado de los costes), se han comportado muy positivamente, con un efecto evidente (ECR es un “cíclico puro”) en la cuenta de resultados (EBITDA +45,7% TACC 2014-2018). Y en su cotización, que multiplicó por 13x entre 2014 y los máximos alcanzados en 2018.

Ingresos y EBITDA, +2,8% y +45,7% (TACC 2014 – 2018) con un incremento del margen de +7,2p.p.

A) 2014-2018: ECR aprovecha el “viento” a favor para cambiar la compañía (... a mejor)

1. **Gracias a la mejora del margen EBITDA (x4)** propiciada por la recuperación del ciclo, en la que los precios de la sosa se incrementaron de media más de un +60% entre 2014 y 2018.
2. **El aumento del CAPEX**, al que ha destinado c. EUR 107Mn durante los últimos 3 años, principalmente para cumplir con (i) el proceso de transición desde la tecnología de mercurio a la tecnología de membrana (tecnología más eficiente para producir cloro y sosa), (ii) mejorar la eficiencia energética de la compañía y (iii) ampliar la capacidad productiva de productos con márgenes superiores.

Tras las inversiones de los últimos años, y el cese de la actividad con tecnología de mercurio, ECR se posiciona como el mayor productor de cloro de España (>60% de la capacidad instalada) y dentro del top 10 de Europa.

Apalancamiento moderado, con una DN/EBITDA <2x a cierre de 2018

3. **Sin sobreapalancar la compañía.** Todo este cambio ha podido autofinanciarse, sin llevar la compañía a ratios de endeudamiento arriesgados, manteniendo la DN/EBITDA < 2,0x durante el período 2016-2018. Como consecuencia, se ha podido recuperar el dividendo. En los últimos tres años, ECR ha desembolsado aprox. EUR 47 Mn entre dividendos y recompra de acciones, reduciendo en c. 9Mn el número de sus acciones.
4. **¿Qué ha cambiado?** La síntesis es que ECR es ahora más sólida. Ha ganado tamaño (en un sector en el que eso es crítico), no tiene “peajes” por CAPEX y la estructura de capital es óptima. Tras estos cambios, el punto de break even (EBITDA) se ha reducido radicalmente: solo veríamos EBITDA negativo con precios de la sosa un -50% vs niveles actuales.

B) 2019e no será un buen año. Pero 2020e, sí.

Ingresos y EBITDA, 2,6% y +20,5% (TACC 2019e – 2021e) con posibilidad de mejorar el margen en +2,5p.p.

1. **El escenario central (2019e-2021e) es una recuperación “moderada” de los precios de la sosa**, y una normalización de los costes de sus principales aprovisionamientos y suministros. Pero esa recuperación no llegaría hasta el próximo año. En 2019e (sosa, -20%) el EBITDA cae (-27%), “probando” la resiliencia de ECR tras los cambios de los últimos años. En 2020e (sosa, +10%) la compañía será capaz de mantener márgenes EBITDA/Vtas por encima del 8% y generar un FCF recurrente próximo a los EUR 23Mn. Además, la recuperación del FCF, favorecida por la lógica reducción del CAPEX (-40%, 2020e vs 2019e), llevaría el FCF Yield al 10% 2020e y 14% 2021e (frente a un FCF Yield del 5,6% del sector).
2. **¿Un “cíclico” con “red”?** La idea básica es la de una compañía con cierta resiliencia, pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un ciclo favorable. En el caso de que los precios de la sosa no se recuperasen en 2020e y el precio del EDC se mantuviese en niveles similares a los esperados para 2019e, estimamos un margen EBITDA para 2020e similar a 2019e (6,6%). Y FCF por encima de EUR 10Mn (FCF yield del 4,2%). En este escenario la deuda neta se situaría sobre 3x DN/EBITDA (dificultando la vuelta de la retribución al accionista). Pero la compañía seguiría siendo rentable desde un punto de vista operativo y su estructura financiera, sólida. No existen los “cíclicos con red”, pero la posición de ECR ha mejorado mucho a la hora de enfrentar una eventual “macro” adversa.

Estabilidad financiera para afrontar un entorno sectorial incierto

En conclusión, alto potencial con mejoras moderadas de precios: ECR se enfrenta a un entorno cíclico desfavorable (2019) en buenas condiciones de balance y posición competitiva, que actuarían como “margen de seguridad” en caso de que una recuperación de los precios de la sosa tardase en llegar. Pero el potencial que implica una progresiva normalización de precios de la sosa y la previsible moderación de los precios de los aprovisionamientos a los que es más sensible (principalmente el EDC) “es” el equity story de ECR. Esta es nuestra tesis para 2020e. Año en el que esperamos un fuerte “rebote” del EBITDA (+34% vs 2019e) a partir de una moderada recuperación de la sosa (+10%) y del EDC (-10%).

Pero quizá lo más interesante sea mirar más allá de 2020. ¿Cuál sería el “best case” para ECR? Bastaría una recuperación de la sosa y del EDC a niveles de 2018, para llevar el EBITDA a EUR 87Mn, con potencial de generar un FCF de EUR 44Mn (FCF yield del 18%). Es decir: una recuperación de precios más agresiva de la que contempla nuestro escenario central implica un potencial muy elevado. La lógica de cualquier negocio con gran apalancamiento operativo.

Evolución del EBITDA, FCF y FCF yield 2020e ante una recuperación de precios hasta el nivel de precios 2018

		EBITDA 2020e		
		Sosa Cáustica		
		10,0%	15,0%	25,0%
EDC Externo	-10%	63,2	68,3	78,6
	-15%	65,4	70,6	80,8
	-30%	72,1	77,2	87,5

↓

		FCF 2020e		
		Sosa Cáustica		
		10,0%	15,0%	25,0%
EDC Externo	-10%	23,3	27,5	35,9
	-15%	25,6	29,7	38,1
	-30%	32,3	36,4	44,8

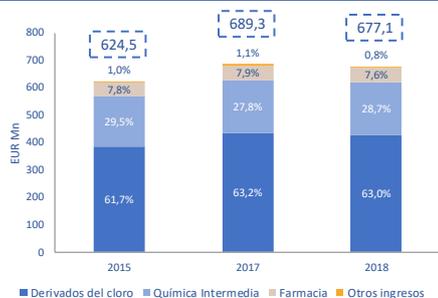
↓

		FCF yield 2020e		
		Sosa Cáustica		
		10,0%	15,0%	25,0%
EDC Externo	-10%	9,8%	11,5%	15,0%
	-15%	10,7%	12,4%	15,9%
	-30%	13,5%	15,2%	18,7%

Descripción del negocio

La producción de cloro-sosa: el núcleo de la actividad de ECR

Gráfico 1. Mix de ingresos por división



Ercros (ECR) es un grupo industrial que opera en el sector químico, donde mantiene una posición de liderazgo en los principales mercados en los que está presente, suministrando sus productos a una gran variedad de sectores: químico, construcción, madera, pinturas, alimentación, farmacia, tratamiento de aguas, etc.

Con una facturación de EUR 677Mn y un EBITDA de EUR 64,9Mn en 2018, ECR exporta casi la mitad de sus ventas (47%) a más de 100 países (principalmente dentro de la Unión Europea). Su negocio se encuentra diversificado en tres segmentos bien diferenciados:

- 1) Derivados del cloro (70,5% del EBITDA 2018)**, unidad estratégica de negocio cuyo nexo común es el cloro. El cloro y la sosa caustica se obtienen de forma simultánea en el mismo proceso de producción, a partir de cloruro sódico disuelto en agua y la aplicación de electricidad (electrólisis), en una proporción de 1 tonelada de cloro por 1,1 tonelada de sosa, conjunto denominado unidad electrolítica (ECU), y cuyo margen viene determinado principalmente por: (i) el precio de venta de la sosa producida y los distintos derivados del cloro (principalmente el PVC); y (ii) por el precio de la energía eléctrica (c. 44% del coste de producción) y otras materias primas (como el EDC o el etileno), necesarias para producir los distintos derivados del cloro.

Mientras que la sosa se comercializa a escala europea, el cloro (por motivos de seguridad y eficiencia) se consume principalmente en el entorno del centro de producción, para fabricar derivados del cloro. Aproximadamente un 60% del cloro que produce ECR se destina a fabricar productos derivados del cloro (hipoclorito sódico, ácido clorhídrico, ATCC y la cadena EDC/VCM/PVC); el resto se suministra por tubería a un único cliente con un contrato de suministro hasta 2020¹. Una vez finalizado este contrato, ECR podrá utilizar el 100% del cloro para uso interno y, en definitiva, reducirá las necesidades de EDC externo (de más ciclicidad) para la producción de PVC.

Gráfico 2. EBITDA por división



Gráfico 4. Top 5 Ingresos - 2018

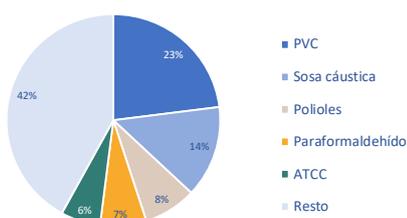


Gráfico 3. Cadena del cloro-sosa

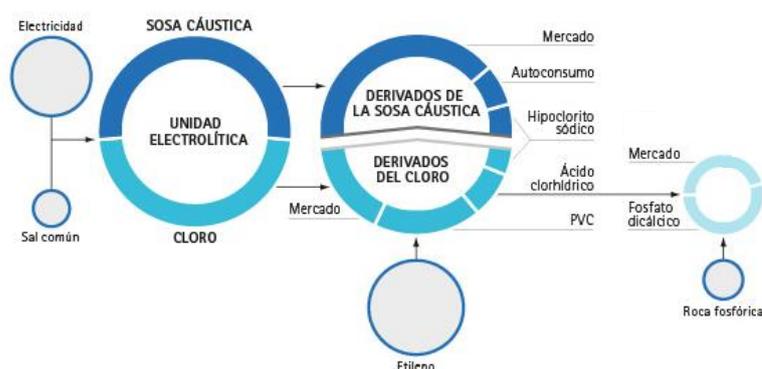
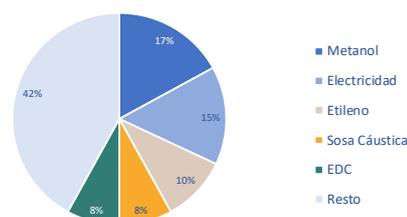


Gráfico 5. Top 5 aprovisionamientos - 2018



- 2) Química intermedia (16,2% del EBITDA 2018)**, centrada en la química del formaldehído, cuya materia prima principal es el metanol (40% de los costes totales de la división). ECR tiene la capacidad de traspasar la volatilidad de las materias primas de esta división al cliente final con el fin de mantener el margen del negocio.

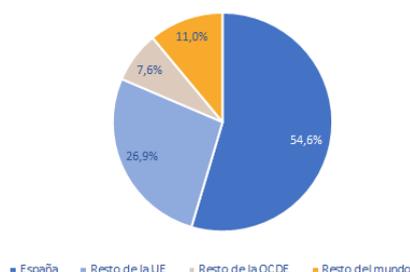
El 81% del formaldehído producido se destina a la fabricación del resto de productos comercializados por la compañía (de mayor valor añadido). ECR ocupa el primer puesto del ranking mundial con el paraformaldehído (c. 6,5% s/ingresos).

¹ Para más detalles ver epígrafe de Riesgos.

- 3) **Farmacia (12,3% del EBITDA 2018)**, dedicada a la fabricación de principios activos (principalmente eritromicinas, ácido fusídico y fosfomicinas), es la división de negocio con el mayor margen EBITDA (> 15% en 2018). El importante peso de las exportaciones dentro de este negocio (aprox 90% de sus ingresos), implica que su margen fluctúe con el tipo de cambio del dólar respecto del euro.

La complejidad de los sistemas de producción junto con las exigencias de calidad de los organismos reguladores hacen que se cree un vínculo a largo plazo entre ECR y sus clientes.

Gráfico 6. Distribución geográfica de los ingresos



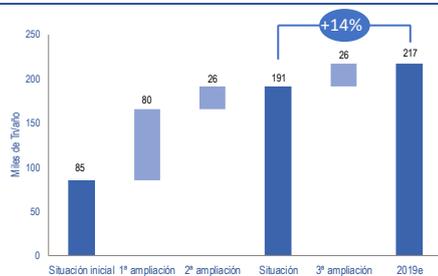
Globalidad Europea

ECR está ubicada en Barcelona y cuenta con 8 plantas de producción en España (4 destinadas a la división de derivados del cloro, 3 para química intermedia y 1 para farmacia). En 2018 sus exportaciones representaron un 47% de sus ingresos, siendo Europa y España el principal destino de sus ventas (c. 80% en su conjunto). Este mix de ingresos no ha variado en la última década.

Por líneas de negocio, la división de farmacia es el negocio con un mayor % de sus ingresos procedentes del exterior (c. 90%), seguida de la división de química intermedia (c. 65%). Sin embargo, el principal mercado de la división de derivados del cloro es nacional (c. 70% de sus ingresos), donde ECR mantiene una posición de liderazgo con un 62% de la capacidad total de producción de cloro instalada en España.

Por geografía, la Unión Europea (UE) es el principal destino de las exportaciones del Grupo y supone el 26,9% de sus ventas consolidadas. La facturación en esta zona se mantuvo estable (-0,3% vs 2017). Los principales destinos de las exportaciones de ECR son Francia, Italia y Portugal (21%, 11% y 7%, respectivamente, como % sobre el total de exportaciones). Además, dadas las características del negocio de ECR, el dólar es la principal divisa a que está expuesta el Grupo (exposición neta de aprox EUR 35Mn, 2018).

Gráfico 7. Capacidad de producción nominal de cloro con tecnología de membrana



Reestructuración de la división de derivados del cloro “completada”

ECR inició en 2016 el “Plan Act”, con el objetivo de cumplir con la normativa europea que fijó la prohibición de producción de cloro con tecnología de mercurio (71,5% de la capacidad de producción en 2015), a partir de diciembre de 2017 (produciendo el cierre de las plantas de Flix y Cardona). Inicialmente, el plan contemplaba ampliar la capacidad de producción de cloro de membrana² en aprox 50.000 tn/año adicionales a las ya disponibles en 2016 (85.000 tn/año). Sin embargo, las buenas perspectivas del sector han llevado a ECR a ampliar la capacidad en 106.000 tn/año, situando la capacidad de producción de cloro con membrana a cierre de 2018 en 191.000 tn/año (vs 85.000 t/año en 2015: año en el que la tecnología de membrana representaba únicamente un 28,5% de la capacidad total).

El cambio tecnológico y la adaptación de las plantas de cloro-sosa a tecnología de membrana ha implicado un esfuerzo inversor significativo (aprox. EUR 100Mn entre 2016 y 2018). En la actualidad, la ejecución del plan de adaptación tecnológica se encuentra muy avanzada, quedando pendiente una ampliación de 26.000 tn/año (puesta en marcha durante 3T19) y que permitirá alcanzar una capacidad de producción de cloro total de 217.000 t/año (+14% vs cierre 2018), con una producción similar a la previa del cambio normativo (dada la mayor eficiencia de la tecnología de membrana vs mercurio). Y dando por “completado” el proceso de transición y adaptación tecnológica.

Gráfico 8. Capacidad de producción nominal de cloro por planta

t/año	Situación previa	Ampliaciones			
		2017-2018	2018	2019	2019e
Vila-seca I	55.000	65.000	26.000	26.000	172.000
Sabiñánigo	30.000	15.000	-	-	45.000
Total	85.000	80.000	26.000	26.000	217.000

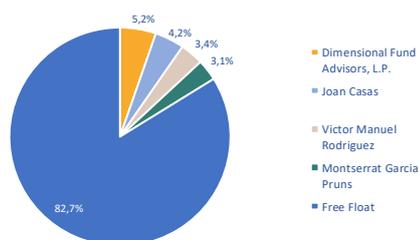
² Qué además de ser considerada como mejor tecnología disponible (MTD), tiene una mayor ratio de utilización, un menor consumo de electricidad y menores costes fijos (lo que implica una mayor productividad).

Gráfico 9. Evolución de la DN vs CAPEX



Nota: La cifra de deuda neta de 2018 ha sido ajustada por el impacto de la NIIF 16 (incremento de acreedores por arrendamiento de EUR 19,2Mn). El gasto asociado al gasto por arrendamiento (c. EUR 7Mn) se ha mantenido por encima del EBITDA como otros costes de explotación.

Gráfico 10. Estructura de accionistas



Consideramos que las ampliaciones de capacidad realizadas durante los últimos años han mejorado la capacidad competitiva de ECR (especialmente en el mercado español).

Apalancamiento sostenible a pesar del importante esfuerzo inversor

ECR mantiene un endeudamiento razonable: DN/EBITDA (< 2x 2018), a pesar del esfuerzo inversor de los últimos 3 años. Durante el último año el nivel de deuda neta ha aumentado EUR 37Mn (hasta los EUR 126,5Mn a cierre de 2018), esencialmente a raíz de las inversiones necesarias del plan de modernización tecnológica y ampliación de la capacidad y del efecto de la aplicación de la NIIF 16 (+EUR 19,2Mn).

Además, durante los últimos 3 años, ECR ha mantenido una política de retribución al accionista exigente (c. EUR 40Mn entre 2016 y 2018). La política de retribución al accionista establece (entre otras condiciones) unos límites relacionados con el nivel de endeudamiento (DN/EBITDA < 2,0x). Actualmente, la gestión del balance, la estructura del capital y la política de retribución al accionista, no parecen, a priori, ni una oportunidad ni un riesgo. Sin embargo, dada la situación actual del negocio (con una caída del EBITDA 2019e de c. 30% y una DN/EBITDA estimada para 2019e > 3x), consideramos que durante 2019e será necesario interrumpir de forma temporal la retribución al accionista. Y que esperamos que se retome en 2020e.

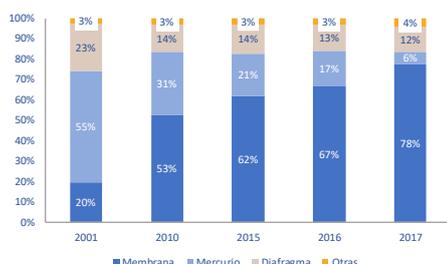
Free float > 80%: sin accionista de control

Sin un núcleo sólido de accionistas con una participación superior al 5%. Y sin presencia de participaciones significativas en el Consejo de Administración (Antonio Zabalza, presidente de ECR, mantiene una posición del 0,1% del capital), no encontramos ningún accionista de control en el accionariado de ECR (free float > 80%).

Dentro del marco de la política de retribución al accionista, ECR posee un 2,7% del capital (inversión realizada durante 2018: EUR 13,9Mn; precio medio de EUR 3,9/acción) para su amortización.

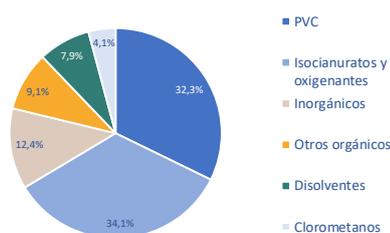
Cloro-sosa: sólidos fundamentales (...pero márgenes deprimidos)

Gráfico 11. Capacidad de producción de cloro en Europa por tecnología



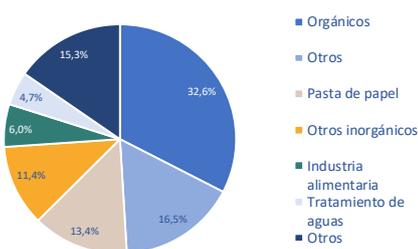
Fuente: Eurochlor

Gráfico 12. Principales usos del cloro en Europa



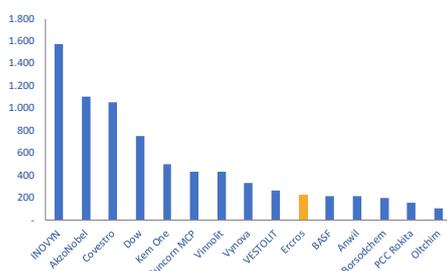
Fuente: Eurochlor

Gráfico 13. Principales usos de la sosa en Europa



Fuente: Eurochlor

Gráfico 14. Principales productores de cloro con tecnología de membrana en Europa



Fuente: Eurochlor

En la UE, la industria química supone un 1,1% del PIB y durante los últimos años ha estado expuesta a diferentes cambios regulatorios que han impactado directamente en su competitividad a nivel global. Entre los principales cambios encontramos la política energética (uno de los principales “talones de Aquiles” para la industria en Europa frente a China o USA) y el cambio tecnológico, que estableció a finales de 2017 el fin de la producción de cloro con tecnología de mercurio (21% de la capacidad total en Europa en 2015).

Tras la prohibición de la tecnología de mercurio, se pierde c. 7% de la capacidad de producción de cloro en Europa (principalmente en España, donde se cierra cerca de un 60% de la capacidad). Y posiciona a ECR como el principal productor de cloro-sosa en España (> 60% de la capacidad instalada) y dentro del top 10 a nivel europeo (ver gráfico 14).

En 2018, la capacidad de producción total de cloro en los países de la UE se situó en 12 millones de toneladas. Alemania, con un 43% de la capacidad conjunta es el mayor productor; seguida de Francia, con un 12%; Bélgica, con algo más del 8%; Holanda, con casi el 7%, Reino Unido con el 4% y España, con cerca del 2,5% (Eurochlor).

Negocio de cloro-sosa: Altamente correlacionado con la actividad industrial

En Europa, el cloro interviene en el proceso de fabricación de c. 60% de los productos de química básica, siendo su principal uso la producción de PVC (c. 32%; gráfico 12), uno de los derivados del plástico más versátiles destinado a las industrias de construcción, automoción y electrónica, otorgándole una naturaleza altamente cíclica.

Como el cloro y la sosa caustica se obtienen de forma simultánea en el mismo proceso de producción, para los fabricantes de PVC (como ECR), la sosa es un subproducto que se vende directamente a mercado. Ésta es una de las principales dinámicas del negocio de cloro-sosa, ya que, por lo general, en periodos de alta demanda de cloro (con una demanda bastante elástica impulsada por el ciclo de la construcción y la demanda de PVC) la producción de sosa cáustica supera a su demanda (menos elástica) implicando una disminución de su precio y de la rentabilidad del proceso de fabricación de cloro-sosa.

En su conjunto, el mercado de cloro-sosa se caracteriza por unas elevadas barreras de entrada, entre las que destacamos: (i) elevadas necesidades de capital (para establecer plantas de producción de gran volumen con las que aprovechar las economías de escala), (ii) la necesidad de una completa integración vertical, para controlar el suministro de materias primas y (iii) unas estrictas regulaciones medioambientales. Dadas las elevadas necesidades de capital, las compañías químicas tienden a ser negocios de gran tamaño (market cap medio del índice EuroStoxx 600 Chemicals de aprox. EUR 16,000Mn).

Momento sectorial incierto: cambio tecnológico y fluctuación en los precios

Durante los primeros meses de 2018 la producción de cloro-sosa se mantuvo relativamente estable comparada con 2017 (+4,6% vs 2016; aún un 7,5% inferior a los niveles previos al pico de ciclo de 2007), ya que a pesar de la reducción de la capacidad por el cierre de las plantas que operaban bajo tecnología de mercurio (-7% de capacidad en Europa), las tasas de utilización de las plantas europeas alcanzaron niveles no vistos desde el pico de ciclo de demanda de PVC en 2007. Alcanzando una tasa de utilización media del 86% (vs una media del 80% durante los últimos 10 años) durante el primer semestre de 2018.

Los últimos datos de Eurochlor muestran un cambio de tendencia en la producción de cloro-sosa en Europa durante el segundo semestre de 2018 (gráfico 15), debido a: (i) una reducción en utilización durante los meses de septiembre y octubre explicada principalmente por paradas de mantenimiento en Europa y (ii) agravada por la menor capacidad disponible tras el cierre de las plantas de mercurio.

Gráfico 15. Evolución mensual de la producción de cloro en Europa (toneladas)



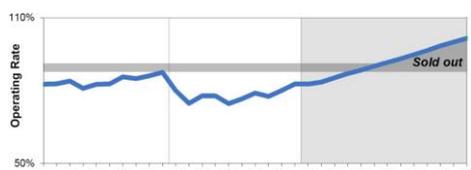
Fuente: Eurochlor

Gráfico 16. Evolución mensual de la utilización de la capacidad en Europa (%)



Fuente: Eurochlor

Gráfico 18. Tasas de utilización de las plantas de cloro-sosa en el mundo



Fuente: IHS

Gráfico 19. Impacto de los precios de la sosa y el PVC en la rentabilidad de un productor de cloro-sosa



Fuente: IHS

Este hecho pone de manifiesto que caídas en las tasas de utilización a niveles medios (aprox 80%) provocarían una reducción aún mayor en la producción de cloro-sosa en Europa.

Gráfico 17. Evolución de la producción europea de cloro (kilotones/año)



Fuente: Eurochlor

Sin embargo, a pesar de la caída de la producción de cloro en 2018 vs 2017 (-4,3%), durante el primer trimestre de 2019 los precios de la sosa han continuado reduciéndose, alcanzando una caída de aprox 200€ desde los máximos de 2018 (c. -30%), mientras que las tasas de utilización en 2019 continúa en máximos (c. 90% vs media histórica del 78%; gráfico 16).

Una mirada más allá de 2019: Los fundamentales del cloro, la sosa y el PVC se mantienen positivos (y requerirán de inversiones adicionales)

La industria de cloro-sosa se enfrenta a una situación en 2019 claramente diferente a la vivida en 2018, manteniendo durante el 1T19 la tendencia iniciada en el 4T18 con: (i) una continua reducción en el precio de la sosa (-30% vs precio 1T18) y (ii) una subida del coste de materias primas para la producción del PVC (como el EDC externo), lastrando el margen de dicho producto (23% s/Vtas de ECR).

En conclusión: el momentum no es bueno para la industria de cloro-sosa, pero los fundamentales sobre los que se sostiene la demanda de los principales usos del cloro y la sosa continúan siendo positivos. Según los estudios de IHS, entre 2018 y 2030, se estima un aumento de la demanda mundial de cloro y sosa de 21Mn y 23Mn de toneladas respectivamente (+2,0% TACC), derivada de un incremento de la demanda de PVC (+3,1% TACC 2018-2030) por lo que a largo plazo se espera que el crecimiento de la demanda de cloro-sosa impulse los precios.

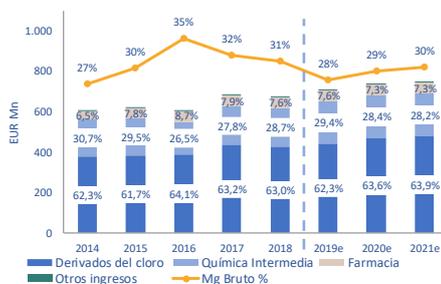
Por tanto, para hacer frente a la demanda futura, será necesario un incremento de capacidad. Según datos de IHS, una planta de cloro-sosa para producir 1Mn de toneladas de PVC requerirá una inversión de c. USD 5-6Bn y su construcción tendrá una duración de 4-5 años. Actualmente no encontramos grandes proyectos de incrementos de capacidad en construcción debido a que, con los precios actuales, la rentabilidad media de una planta de cloro es inferior al 10% (gráfico 19), por lo que, para justificar inversiones adicionales en el sector, será necesario un mayor precio de la sosa.

Además, las tasas actuales de utilización de las plantas de producción se han mantenido excepcionalmente altas desde el cese de producción con tecnología de mercurio (90% durante 1T19). Tasas de utilización cercanas a la media implicarían una reducción importante de la producción de cloro-sosa en Europa y por tanto en la oferta de sosa, impactando directamente en su precio (con una demanda menos elástica que la del cloro).

Finalmente, en el corto/medio plazo, las paradas de mantenimiento programadas para el segundo trimestre de 2019 (junto a la dificultad de mantener las tasas actuales de utilización cercanas al 90%), producirá una reducción adicional de la producción de cloro-sosa en Europa y podrían anticipar una recuperación del precio de la sosa durante el 2S19 que esperamos que a cierre de 2019 se sitúe un 20% por debajo de su precio medio de 2018 (vs -30% actual).

Recuperación de márgenes (...pero en 2020e)

Gráfico 20. Mix de ingresos (2014-2021)



Nota: Para el cálculo del margen bruto se incluyen los gastos por: (i) aprovisionamientos, (ii) suministros, (iii) transporte y (iv) el gasto/ingreso por variación de existencias.

Los resultados publicados para el 1T19 (6 de mayo 2019) muestran un crecimiento de los ingresos de ECR (+5,2% vs 1T18), sustentado principalmente en el aumento de producción tras la entrada en funcionamiento de las ampliaciones de capacidad realizadas durante 2018 (sosa cáustica, PVC y polioles), evidenciando que el proceso de adaptación tecnológica por el que se sustituía la capacidad de producción con tecnología de mercurio por la tecnología de membrana puede darse por “completado”, (queda pendiente un último incremento de capacidad con tecnología de membrana de 26.000tn/año que entrará en funcionamiento en el 3T19; +14% vs capacidad actual).

El crecimiento de ingresos visto durante el 1T19 se ha visto acompañado por un estrechamiento de márgenes (-6,0p.p. vs 1T18; con una reducción del EBITDA del -37,5%), debido principalmente a: (i) una bajada del precio de la sosa y (ii) un incremento del coste de sus principales aprovisionamientos y suministros, especialmente el EDC. Que ha lastrado el margen del PVC y de la división de derivados del cloro (70,5% del EBITDA 2018).

ECR cierra el 1T19 con un resultado que evidencia el momentum del sector (debilidad de precios, subida del coste de materias primas y desaceleración general de la actividad), con una caída de márgenes que se encuentra en línea con la caída que está sufriendo el sector químico europeo (c. -2p.p. -12m). Todo ello a pesar de la tradicional estacionalidad que presenta el negocio de ECR en los primeros meses del año, donde históricamente los ingresos del primer semestre son superiores al segundo (especialmente gracias al 2T; gráfico 21).

Gráfico 21. Estacionalidad del EBITDA Rec. (2015-1T19)

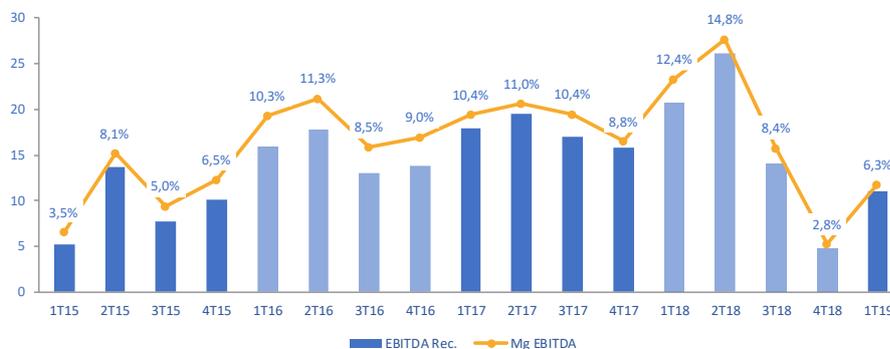


Gráfico 22. Apalancamiento y cto vs múltiplos



Ahora, la pregunta es solo una: ¿los márgenes observados durante el 4T18 y 1T19 corresponden a una situación normalizada del negocio? ¿es ésta una situación proyectable a largo plazo? Contestar a esa pregunta exige un mínimo análisis de la sensibilidad de la cuenta de resultados de ECR a las fluctuaciones de precios de las principales materias primas a las que es sensible. Lo que dará criterio a la hora de valorar si un escenario de “recuperación de rentabilidad” es posible.

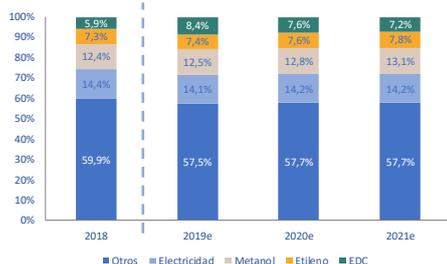
Gráfico 23. EBITDA y margen EBITDA



2019e-2021e: Esperamos una recuperación de márgenes “hiperdependiente” de una recuperación del precio de la sosa y una reducción del coste del EDC

El contexto macroeconómico y sectorial del 1T18 fue excepcionalmente positivo, con unos precios de la sosa elevados en Europa (segundo producto que más aporta a la facturación de ECR), que subían c. EUR 250 vs 2017 (+40%; dada la incertidumbre asociada al cierre de capacidad producido en Europa en diciembre 2017) y un precio del EDC muy reducido. Durante el 1T19 nos encontramos en un escenario totalmente opuesto: (i) los precios de la sosa se han reducido c. EUR 200 (c. -30% vs 1T18) y (ii) el precio del EDC ha multiplicado x2 (vs 1T18).

Gráfico 24. Mix de Coste de ventas



Para 2019e esperamos un incremento de ingresos del 5,5% (hasta alcanzar EUR 714Mn; +EUR 37Mn vs 2018), principalmente gracias al incremento de capacidad de producción de sosa cáustica, PVC y polioles (impacto positivo de c. EUR 45Mn). Que junto a una ligera subida de precios de las divisiones de química intermedia y farmacia (+3,6% y +2,0%, respectivamente), compensará el impacto negativo por la caída del precio de la sosa (-EUR 19Mn). Esperamos que el precio de la sosa inicie una recuperación de su precio durante el segundo semestre de 2019: cerrando 2019e con una caída de c. -20% vs 2018 (vs -30% actual).

Por el lado de los costes, esperamos que se mantenga la subida de los precios del EDC vista durante el 1T19 (impacto negativo de EUR 14Mn en EBITDA 2019e) y que se encuentra en niveles +50% vs la media de 2018. Todo ello, junto con un coste de materias primas al alza (metanol, electricidad y etileno; impacto de EUR 6Mn en EBITDA) producirá una caída del EBITDA de c. 30% vs 2018, que se situará al cierre de 2019e en EUR 47,2Mn.

Sin embargo, esperamos que en 2020e esta situación comience a revertir, con una recuperación del precio de la sosa (+10% vs precio estimado para 2019e) y una previsible moderación de los precios de los aprovisionamientos, especialmente del EDC (-10% vs 2019e). Todo ello (junto con una capacidad de producción que se encontrará en pleno funcionamiento a partir del segundo semestre de 2019e), ayudará a mejorar el margen EBITDA de 2020e +2p.p (EBITDA 2020e EUR 63,2Mn; +8,5% vs 2019e).

Finalmente, esperamos que la mayor capacidad de producción de cloro a partir del segundo semestre de 2019 permitirá la sustitución de EDC externo por producción propia (ayudando a reducir la sensibilidad a las fluctuaciones del precio de dicha materia prima). Y que seguirá reduciéndose hasta finalizar su contrato de venta con su principal cliente en 2020 (al que se vende c. 40% de la producción total de cloro; finalización de contrato ya pactada, y por tanto, firme).

Química intermedia y Farmacia (2019e): mitigan el impacto en márgenes por la caída del precio de la sosa

En contraposición al negocio de derivados del cloro, los productos comercializados por las divisiones de química intermedia (16,2% del EBITDA rec. 2018) y farmacia (12,3% del EBITDA rec. 2018) no presentan fluctuaciones tan elevadas.

Aunque la división de química intermedia sí presenta una sensibilidad en su margen a materias primas como el metanol y la electricidad, consideramos que la puesta en marcha de las ampliaciones de capacidad de producción realizadas durante 2018 en la división, junto a un crecimiento de un dígito bajo en los precios de sus principales productos comercializados (principalmente paraformaldehído y polioles) impulsarán sus ingresos un 8,1% vs 2018.

La división de farmacia, también se verá beneficiada de las ampliaciones de capacidad de producción de fosfomicinas y eritromicinas, que junto a una ligera subida de sus precios (+2%) generará un crecimiento del 6,5% de los ingresos de la división (división de mayor margen EBITDA: > 15% durante 2018). Ayudando a reducir el impacto por la pérdida de margen de la división de derivados del cloro.

Gráfico 25. Evolución del Beneficio Neto



Nota: 2017 incluye un gasto no recurrente de EUR 21,7Mn por abandono de la tecnología de mercurio.

Beneficio Neto: 2019 (-50%) por caída del EBITDA y desaparición de la ventaja fiscal de los 3 últimos años.

Las principales partidas que encontramos en P/L por debajo de la línea de EBIT en 2018 corresponden a: (i) al resultado financiero (EUR 7Mn) y (ii) un ingreso por impuestos (EUR 6,9Mn). Durante el período 2015-2018 se ha reducido el número total de acciones en un 5,5% a través de un programa de recompra de acciones, lo que ha ayudado a mejorar el BPA (+4% vs 2017; vs +0,9% de incremento del beneficio neto).

Durante los últimos ejercicios, el Beneficio Neto de ECR se ha visto impulsado gracias al registro de activos por impuesto diferido (EUR 10,9Mn y EUR 15,9Mn durante 2018 y 2017, respectivamente). Sin embargo, para los próximos ejercicios hemos considerado que ECR no realizará ninguna activación de BINS adicional, por lo que hemos incluido una tasa fiscal efectiva de c.20% para 2019e, 2020e y 2021e.

Actualmente ECR cuenta con activos por impuesto diferido generados en ejercicios anteriores y no activados por importe de EUR 76Mn. Su activación supondría una reducción significativa del gasto fiscal.

Por tanto, la principal palanca de crecimiento del beneficio neto para el período 2019e-2020e será la recuperación del EBITDA (+20,5% TACC 2019e-2020e), que junto a unos gastos financieros que se mantendrán c. EUR 6Mn, permitirán empujar el beneficio neto hasta niveles de EUR 34Mn en 2021e (+40% TACC).

Gráfico 26. CAPEX vs CAPEX/Ventas



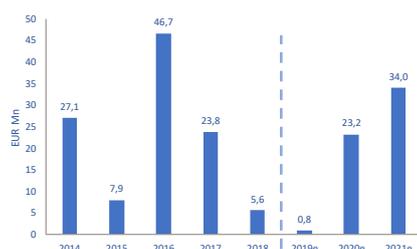
CAPEX 2019e: Continúa el esfuerzo inversor

ECR ha invertido un promedio del 1,5% de los ingresos generados en el periodo 2010-2016, año en el que se pone en marcha el plan de inversión destinado fundamentalmente al aumento de la capacidad productiva con tecnología de membrana para hacer frente al cese de la capacidad con tecnología de mercurio (inversión entre 2017 y 2018 de c. EUR 85Mn: 6,2% s/Vtas).

Durante 2019e continúa el plan de inversión, destinado principalmente a incrementos de capacidad en las líneas de producción de cloro (+26.000 tn/año; puesta en marcha prevista para el 3T19) y ATCC (+6.500 tn/año para finales de 2019).

Para el período 2020e y 2021e, consideramos que no serán necesarias mayores inversiones en CAPEX. Estimamos un CAPEX de EUR 25,3Mn para 2020e, que se normalizará en 2021e hasta los EUR 20,3Mn (2,7% s/Vtas; aun superior a su media histórica pero inferior a la media del 6% del sector).

Gráfico 27. Free Cash Flow recurrente

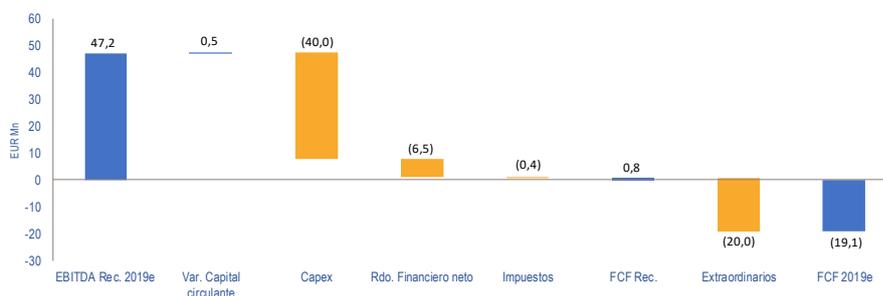


Free Cash Flow 2019: penalizado por la evolución del EBITDA y el CAPEX

La buena marcha del negocio durante los ejercicios 2017 y 2018, en los que se alcanzaron cifras récord de EBITDA recurrente (EUR 70Mn y EUR 65Mn, respectivamente) han permitido a ECR financiar su ambicioso "Plan Act" (de adaptación al cambio tecnológico), casi exclusivamente con la generación de caja del negocio.

En 2019e el FCF recurrente continuará afectado principalmente por el CAPEX (EUR 40Mn) y una salida de caja por pago de impuestos prácticamente "nula" (por la compensación del gasto por impuesto de EUR 4,4Mn con pagos a cuenta). Además, hemos considerado la salida de caja extraordinaria de EUR 20Mn correspondiente a las provisiones ya registradas para hacer frente al desmantelamiento de las plantas de mercurio y la readaptación de sus terrenos, principalmente de El Hondón, Cardona y Flix).

Gráfico 28. Impactos en el FCF 2019e



La recuperación del EBITDA en 2020e, así como las menores necesidades de CAPEX (EUR -20Mn vs 2019e), permitirán alcanzar un FCF recurrente de c. EUR 23Mn en 2020e (FCF yield del 9,7% vs yield del 5,5% del sector).

Gráfico 29. Deuda neta vs DN/EBITDA



Nota: La cifra de deuda neta de 2018 ha sido ajustada por el impacto de la NIIF 16 (incremento de acreedores por arrendamiento de EUR 19,2Mn). El gasto asociado al gasto por arrendamiento (c. EUR 7Mn) se ha mantenido por encima del EBITDA como otros costes de explotación.

Estructura financiera: Resiliente a un ciclo en contra

ECR ha mantenido ratios de endeudamiento reducidos durante los últimos 3 años, con una DN/EBITDA siempre por debajo de 2,0x (incluso en 2018, en el que la aplicación de la NIIF 16 ha supuesto un incremento de la DN de EUR 19,2Mn; +17%). Sin embargo, dada la ciclicidad inherente a su negocio, encontramos ejercicios como 2014, en el que una menor actividad industrial junto a una reducción de los precios de la sosa y el PVC produjeron una reducción del EBITDA de c. 50% (2014: DN/EBITDA 8,9x).

Actualmente, la posición financiera de ECR es especialmente interesante en el contexto actual del sector, ya que, a pesar de sus condiciones adversas: (i) caída del precio de la sosa y (ii) subida de precio de sus principales aprovisionamientos y suministros, la DN se encuentra “aparentemente” controlada en niveles de DN/EBITDA < 3,5x. Además, las inversiones necesarias para adaptar la capacidad de producción a tecnología de membrana (que han supuesto un importante esfuerzo inversor durante los últimos 3 años) pueden darse por “completadas”, lo que junto a una previsible normalización de las principales materias primas a las que la cuenta de resultados de ECR es sensible, permitirá recuperar niveles de DN/EBITDA < 2x a partir de 2020e.

Interrupción de la política de remuneración al accionista durante 2019e

ECR ha acordado proponer a la JGA el reparto de un dividendo con cargo a los resultados de 2018 de EUR 0,06/acc (+20% vs 2018), que supone un payout del 14,4% (yield 2,7%).

ECR se ha autoimpuesto un nivel máximo de 2,0x DN/EBITDA para pagar dividendo. Dada la situación actual del negocio (con una caída del EBITDA 2019e de c. 30% y una DN/EBITDA >3x), consideramos que durante 2019e será necesario interrumpir de forma temporal la retribución al accionista. Y que esperamos que se retome en 2020e: asumimos un payout del 50% para 2020e (18% en concepto de dividendo y 32% en recompra de acciones), pagadero en 2021.

En conclusión: La recuperación de márgenes es factible (y nuestro escenario central) pero depende, casi exclusivamente, de una normalización de precios

Barajamos como hipótesis central una recuperación “moderada” de los precios de la sosa (y una normalización de los costes de sus principales aprovisionamientos y suministros) durante 2020e. Y estimamos que en ese contexto la compañía será capaz de mantener márgenes (EBITDA/Vtas) por encima del 8% y generar un FCF (recurrente) próximo a los EUR 23Mn. Este escenario es hiperdependiente del comportamiento de los precios, sin existir otras “palancas” de negocio que pudieran compensar una eventual decepción en sosa y materias primas.

Gráfico 30. EBITDA 2020e en un entorno cíclico desfavorable

		EBITDA 2020e		
		Sosa Cáustica		
EDC Externo	10,0%	63,2	58,1	52,9
	-5%	61,0	55,9	50,7
	0%	58,8	53,6	48,5

Nota: Impactos en EBITDA ante variaciones en los precios vs 2019e.

¿Podríamos volver a ver un EBITDA negativo?

La última vez que ECR generó un EBITDA negativo fue en 2009 (EUR -14Mn). Podemos considerar que ECR en 2009 era una compañía totalmente distinta. Tras un proceso de concentración de la actividad y optimización de costes, se han (i) cerrado 4 fábricas, (ii) reducido la plantilla en aprox 500 personas y (iii), sustituido la tecnología de mercurio por tecnología de membrana (menor consumo eléctrico y menos costes fijos; más eficiente). Consideramos que actualmente la compañía cuenta con un “suelo” más alto con el que protegerse en la fase baja del ciclo.

La idea básica es la de una compañía con cierta resiliencia, pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un ciclo favorable. La ciclicidad es inherente al sector de cloro-sosa, por lo que la última pregunta a contestar es lo esperable en un contexto peor a nuestro escenario central. ¿Qué ocurriría si la normalización de precios considerada en nuestras estimaciones se alargase en el tiempo? En el caso de que los precios de la sosa no se recuperasen en 2020e y el precio del EDC se mantuviese en niveles similares a los esperados para 2019e, estimamos un margen EBITDA para 2020e similar a 2019e (6,6%). Y FCF por encima de EUR 10Mn (FCF yield del 4,2%). En este escenario la deuda neta se situaría sobre 3x DN/EBITDA (dificultando la vuelta de la retribución al accionista). Pero la compañía seguiría siendo rentable desde un punto de vista operativo y su estructura financiera, sólida

Gráfico 31. EBITDA, FCF y FCF yield de una recuperación de precios

		EBITDA 2020e		
		Sosa Cáustica		
EDC Externo		10,0%	15,0%	25,0%
	-10%	63,2	68,3	78,6
	-15%	65,4	70,6	80,8
	-30%	72,1	77,2	87,5

↓

		FCF 2020e		
		Sosa Cáustica		
EDC Externo		10,0%	15,0%	25,0%
	-10%	23,3	27,5	35,9
	-15%	25,6	29,7	38,1
	-30%	32,3	36,4	44,8

↓

		FCF yield 2020e		
		Sosa Cáustica		
EDC Externo		10,0%	15,0%	25,0%
	-10%	9,8%	11,5%	15,0%
	-15%	10,7%	12,4%	15,9%
	-30%	13,5%	15,2%	18,7%

¿Qué ocurriría en un contexto cíclico mucho más negativo? Sólo estimamos EBITDA < 0 con caídas del precio de la sosa > 50% vs 2019 (una caída de aprox EUR 300 por tn, que dejaría el precio cerca de los mínimos históricos vistos durante los últimos 10 años).

¿Y si se diera el mejor de los mundos? (Recuperación de niveles de precios de 2018)

En un entorno en el que los fundamentales del mercado de cloro-sosa se mantienen positivos y su demanda estable, esperamos una recuperación del precio de la sosa en 2020e de aprox. EUR 65 (+10% vs 2019e). Sin embargo, en un contexto en el que la utilización de la capacidad en Europa se encuentra en máximos históricos (90% durante 1T19), una normalización hacia tasas de utilización cercanas a su media histórica (80% durante los últimos 10 años) implicaría un exceso de demanda que necesariamente debería cubrirse con incrementos de precio (por la inelasticidad de la demanda de la sosa).

¿Cuál sería la situación de una recuperación de los precios hasta los niveles vistos en 2018? Para recuperar los niveles de precios vistos en 2018, en 2020 (vs 2019e) se debería producir simultáneamente una subida en los precios de la sosa de aprox. +25% y una reducción del coste del EDC de aprox. -30% desde precios actuales. Una normalización de los precios de ambas materias primas a los rangos vistos durante 2018 significaría generar un EBITDA de EUR 87Mn, alcanzando un FCF yield > 18%.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(17,9)	26,6	36,8	620			
Market Cap	239,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	126,5	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,4%	3,6%	
Risk free rate (rf)	1,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,4	B (Thomson Reuters)			1,4	1,5	
Coste del Equity	9,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,1%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,6%	D			=	=	
WACC	7,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,8%	8,5%	
G "Razonable"	1,0%				1,5%	0,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vtas 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
BASF SE	BASF.DE	54.066,0	11,0	5,9%	7,7	8,4%	1,2	4,0%	15,1%	7,1%	2,1%
Solvay	SOLB.BR	8.872,7	9,9	5,6%	5,4	4,4%	1,2	3,6%	21,4%	8,9%	5,4%
Covestro AG	1COV.DE	7.179,1	7,7	-6,8%	3,9	-0,8%	0,6	2,7%	15,7%	8,0%	-27,9%
Akzo Nobel AS	AKZO.AS	17.142,9	19,3	14,5%	12,6	11,5%	1,7	2,7%	13,4%	3,0%	20,0%
Europe			11,9	4,8%	7,4	5,9%	1,2	3,3%	16,4%	6,8%	n.a.
DowDuPont	DWDP.K	61.395,3	2,7	-26,7%	5,7	-27,5%	1,2	-32,2%	21,6%	13,7%	-24,1%
Olin Corp	OLN	2.895,1	9,6	17,9%	5,0	6,3%	0,9	-0,6%	18,0%	12,7%	30,5%
Westlake	WLK	6.597,2	8,8	1,7%	5,0	2,3%	1,1	3,4%	22,7%	9,9%	1,6%
USA			7,0	-2,4%	5,2	-6,3%	1,1	-9,8%	20,7%	0,1	n.a.
Ercros	ECR.MC	239,3	13,7	39,8%	8,4	20,5%	0,56	2,6%	6,6%	0,3%	n.a.

Análisis de sensibilidad (2020e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	9,5%	70,6	5,6x
Central	8,5%	63,2	6,3x
Min	7,5%	55,8	7,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 20e			Escenario	FCF/Yield 20e		
	EBITDA 20e	2,4%	3,4%		4,4%	Max	Central
70,6	38,1	30,7	23,2	Max	15,9%	12,8%	9,7%
63,2	30,7	23,2	15,8	Central	12,8%	9,7%	6,6%
55,8	23,2	15,8	8,4	Min	9,7%	6,6%	3,5%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Dependencia de una recuperación del precio de la sosa para la mejora de márgenes.** La sosa es uno de los principales drivers de rentabilidad del negocio de ECR (c. 14% s/ ingresos 2018), con un impacto aproximado sobre el EBITDA de EUR 14Mn por cada variación de EUR 100 en su precio (aprox 15% s/precio actual). Para 2020e estimamos una recuperación de c. 10% del precio de la sosa desde niveles actuales, con un impacto positivo de c. EUR 8,4Mn en el EBITDA. Una recuperación más lenta tendría un impacto negativo sobre la rentabilidad proyectada.
- 2. Elevada sensibilidad de la rentabilidad del negocio a la fluctuación de determinadas materias primas:**
 - (i) Coste de la energía eléctrica** que puede suponer c. 14% del coste de producción. Y aunque el mercado de la sosa tiene carácter europeo, el coste eléctrico asumido por ECR es propio del mercado español, por lo que cualquier variación en los costes de la energía eléctrica tendrán un impacto en la posición competitiva de ECR en Europa (mercado natural de los productos procedentes de las plantas electrointensivas). Una subida del 10% del precio de la electricidad (vs 2018) produciría un impacto negativo de EUR 6Mn en el EBITDA de 2019e.
 - (ii) Evolución de los precios del EDC**, una de las principales materias primas para producir PVC (c. 8% del coste de ventas total), cuyo precio se ha multiplicado por 2 entre 2018 y 2019. Nuestras proyecciones incluyen una normalización del precio del EDC para 2020e del 10% (con un impacto positivo en el EBITDA de c. EUR 4,7Mn).
 - (iii) El encarecimiento del precio del petróleo y sus derivados**, especialmente el etileno, así como una posible subida de otras materias primas como el metanol o el gas natural, se mantienen como incertidumbres significativas que podrían impactar sobre la cuenta de resultados actual.
- 3. Impacto de reducción de ingresos por servicio de interrumpibilidad.** El servicio de interrumpibilidad que presta ECR a Red Eléctrica de España (REE) consiste en la posibilidad que tiene dicha compañía de interrumpir el suministro eléctrico a las plantas electrolíticas de ECR. Desde 2018 el precio fijado por el servicio ha ido disminuyendo (c. -45% entre 2017 y 2018). Nuestras proyecciones no incorporan reducciones adicionales en los importes percibidos por este servicio. Estimamos que una reducción adicional del 10% tendría un impacto de c. EUR 0,7Mn sobre el EBITDA 2019e.
- 4. Presión de mercados emergentes, como China o la India.** La existencia de regulaciones más laxas, menores requerimientos ambientales frente al mercado europeo, así como menores costes salariales y energéticos, se convierten en factores decisivos que marcaran la posición competitiva de ECR en el futuro. Situación que se ve agravada por el hecho de que los principales productos de ECR son commodities.
- 5. Riesgo divisa.** El dólar es la principal divisa a la que está expuesta ECR (12,8% de las ventas y 12,4% de las compras), con una exposición neta en 2018 de c. EUR 35Mn derivada de los negocios de química intermedia y farmacia. En 2018 la depreciación del USD produjo un impacto negativo sobre el EBITDA de c. EUR 1,5Mn. Una depreciación del dólar hasta niveles de 1,30 euro/dólar (+10% desde el nivel medio de 2018) tendría un impacto negativo de aprox EUR 3,3Mn sobre el EBITDA 2019e.
- 6. Riesgo por cambios en la regulación:** Un riesgo inherente a la industria química, donde los requisitos legales son cada vez más exigentes, tanto en Europa como en España. Un cambio en la normativa actual podría impactar en los procedimientos y rentabilidad del Grupo, dando lugar a nuevas necesidades de CAPEX.

- 7. Contrato de suministro de cloro a un único cliente**, que finaliza partir de 2020, que cambiará la situación actual en la que ECR vende a dicho cliente c. 40% del cloro producido (< 3% s/ingresos). La finalización de dicho contrato implicará para ECR una mayor cantidad de cloro para su consumo interno (aunque a una menor rentabilidad).

Por otro lado, el incremento del cloro disponible para consumo interno producirá un cambio en la estructura productiva actual del PVC, reduciendo las necesidades de EDC externo (de mayor ciclicidad), que pasará a ser producido directamente por ECR, y aumentando sus compras de etileno (cuyas fluctuaciones en sus precios son trasladables al producto final). El conjunto de estos cambios en la cadena de producción de PVC podría impactar en la rentabilidad actual del negocio de clorosa.

Un Consejo estable, aunque sin participación significativa en el accionariado

Gráfico 32. Consejo de administración

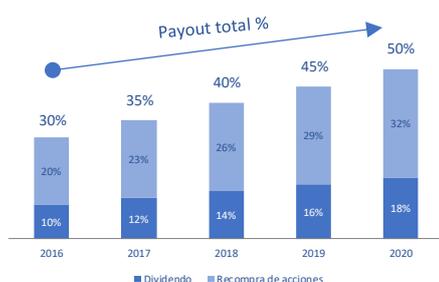
Consejero	Cargo	Categoría	Antigüedad
Antonio Zabalza Martí	Presidente	Ejecutivo	1996
Carme Moragues	Consejera	Independiente	2017
Lourdes Vega	Consejera	Independiente	2016
Laureano Roldan	Consejero	Externo	1996
Eduardo Sánchez	Consejero	Externo	2004

Aunque sin un núcleo sólido de accionistas de control (free float > 80%), ECR cuenta con un Consejo de Administración y un equipo directivo que se han mantenido estables durante los últimos años (>10). Y que cuenta con una elevada experiencia en la industria (3/5 del Consejo con una antigüedad en la compañía superior a los 15 años; similar a la de los principales miembros del equipo directivo). Con un Consejero Delegado Ejecutivo (con más de 23 años de experiencia en el Grupo y una participación del 0,093% del capital).

- Consejo de Administración estable**, compuesto por 5 miembros (1 ejecutivo, 2 externos y 2 independientes). Aunque sin presencia de accionistas dominicales. Además, cuenta con una presencia equilibrada de género desde 2017 (las consejeras representan el 40% de los integrantes del consejo). Pleno foco en el crecimiento orgánico: durante los últimos 3 años (DN/EBITDA < 2x) no se han realizado operaciones corporativas.
- Los consejeros no ejecutivos no tienen ninguna otra remuneración que el abono de una dieta** para retribuir su asistencia sin comprometer su independencia. La retribución máxima a percibir por el Consejo de Administración se encuentra fijada desde 2016 (hasta 2019) en EUR 0,9Mn.

El importe total de la retribución del Consejo de Administración durante 2018 fue de EUR 0,69Mn, con un incremento de la retribución dineraria del 5% entre 2017 y 2018 (EUR 0,65Mn durante 2017). El importe desembolsado por estos conceptos se ha mantenido históricamente estable, en torno al 0,8% del gasto vinculado al personal.

Gráfico 33. Política de retribución al accionista



- Con una política de retribución al accionista exigente**. Durante los últimos tres años (2015-2018; incluyendo la remuneración con cargo a 2018) ECR ha desembolsado EUR 47Mn para retribuir a sus accionistas, con una reducción del número de acciones de 9Mn (8% del capital).

Según la política de retribución al accionista, la recompra de acciones es la vía preferente, siempre que el dividendo alcance al menos el pay-out esperado para cada uno de los ejercicios (ver gráfico 26). Desde el inicio del programa de recompra, ECR ha reducido su número total de acciones (8%) a través de un desembolso de EUR 30,5Mn. Actualmente, ECR cuenta con una autocartera del 2,7% del capital que amortizará mediante reducción de capital.

Gráfico 34. Número de acciones (millones)



Note: El número de acciones en 2019e hace referencia a las acciones en circulación que resultarán en 2019 tras la amortización de las compradas con el Payout de 2018 actualmente en autocartera (2,7% del capital).

Las condiciones para que se mantenga la política de retribución al accionista son las siguientes: (i) BPA mínimo de EUR 0,1/acción y (ii) que se cumplan las siguientes ratios al cierre de cada ejercicio: DN/EBITDA < 2x y DN/Equity < 0,5. El plan de remuneración al accionista de ECR contempla un dividendo creciente hasta 2020. Aunque según nuestras estimaciones, será necesario interrumpir de forma temporal la retribución al accionista durante 2019e (por no cumplir con la ratio DN/EBITDA < 2x). Y que esperamos se retome a partir de 2020e.

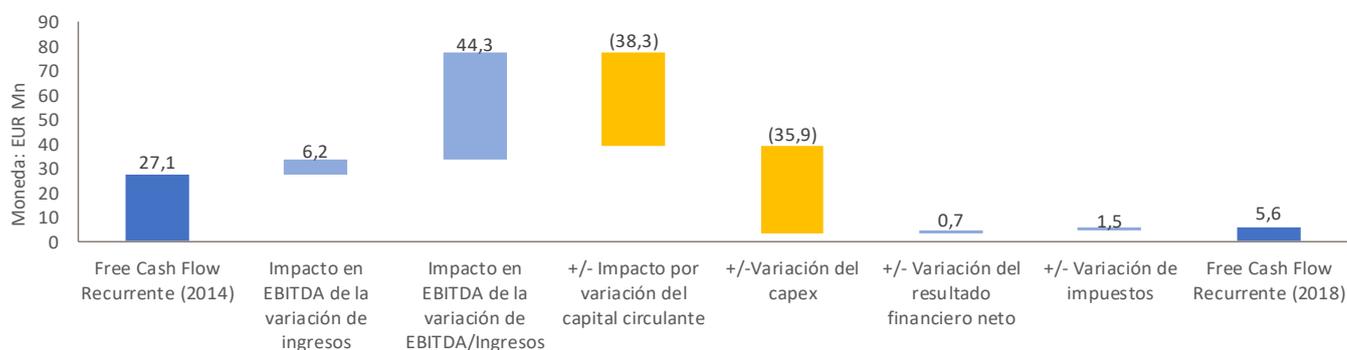
Anexo 1. Estados financieros

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

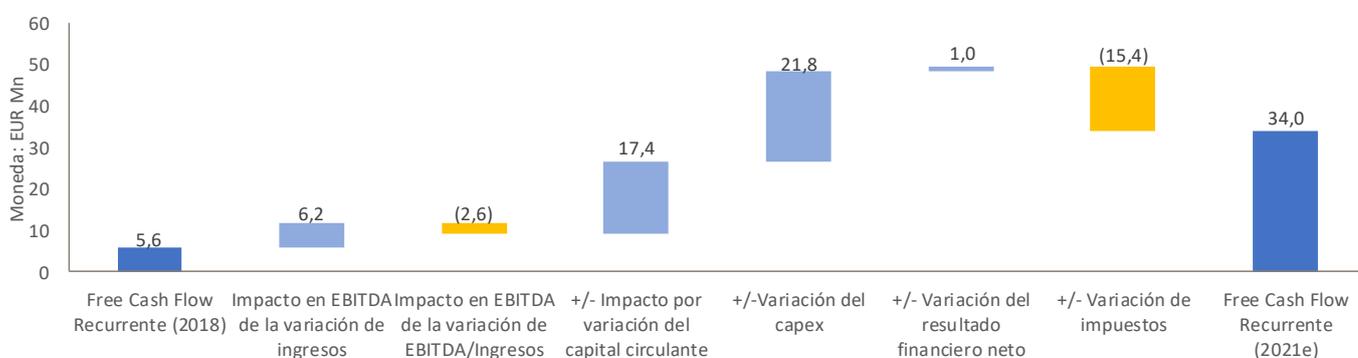
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

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

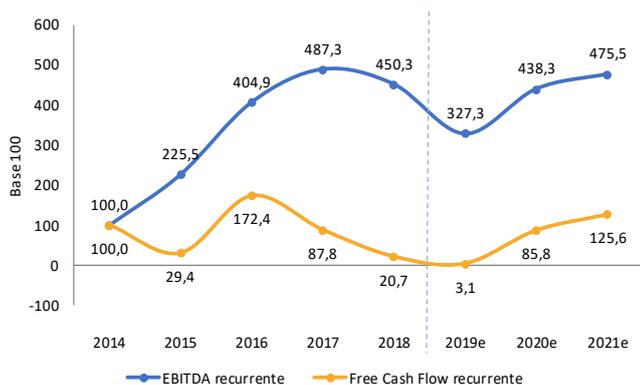
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



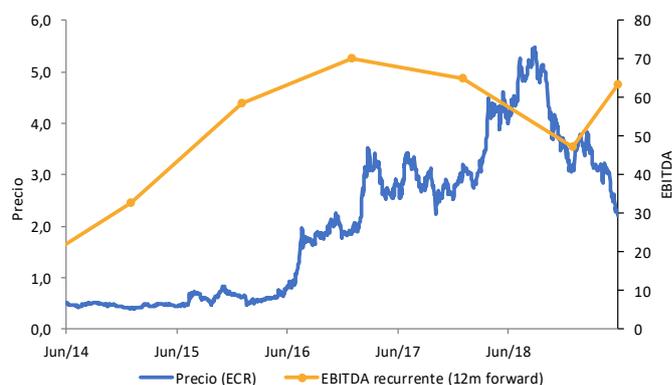
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Anexo 3. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	08-18	18-21e
Total Ingresos	834,6	569,8	609,3	686,0	639,5	625,0	607,3	624,5	606,9	689,3	677,1	714,2	743,0	751,6	-2,1%	3,5%
Cto. Total ingresos	-1,6%	-31,7%	6,9%	12,6%	-6,8%	-2,3%	-2,8%	2,8%	-2,8%	13,6%	-1,8%	5,5%	4,0%	1,2%		
EBITDA	42,1	(13,7)	10,9	26,9	21,1	28,9	14,4	32,5	58,4	48,5	67,9	47,2	63,2	68,6	4,9%	0,3%
Cto. EBITDA	51,2%	n.a.	n.a.	148,0%	-21,5%	36,8%	-50,1%	125,5%	79,6%	-16,9%	40,0%	-30,5%	33,9%	8,5%		
EBITDA/Ingresos	5,0%	n.a.	1,8%	3,9%	3,3%	4,6%	2,4%	5,2%	9,6%	7,0%	10,0%	6,6%	8,5%	9,1%		
Beneficio neto	(203,3)	(51,0)	(14,0)	(0,9)	(11,7)	(0,3)	(6,3)	7,2	45,2	44,5	44,9	17,5	29,6	34,2	n.a.	-8,6%
Cto. Beneficio neto	506,7%	-74,9%	-72,6%	-93,6%	n.a.	-97,3%	n.a.	n.a.	523,8%	-1,5%	0,9%	-61,0%	68,8%	15,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,6	100,6	100,6	100,6	100,8	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	107,9	107,9	107,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,40	0,41	0,16	0,27	0,32		
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	3,7%	-60,5%	68,8%	15,8%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,45	0,32	0,16	0,27	0,32		
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4%	-28,6%	-49,4%	68,8%	15,8%		
CAPEX	(38,7)	(36,6)	(8,1)	(8,1)	(15,8)	(4,2)	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(40,0)	(40,0)	(25,3)	(20,3)		
CAPEX/Vtas % ¹	4,6%	6,4%	1,3%	1,2%	2,5%	0,7%	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	6,2%	5,6%	3,4%	2,7%		
Free Cash Flow	(39,5)	2,6	(18,7)	3,6	3,1	19,5	27,1	11,9	47,3	1,9	5,6	(19,1)	21,2	31,9	n.a.	78,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	3,7x	n.a.	8,7x	3,0x	6,9x	5,3x	8,9x	3,7x	1,3x	1,8x	1,9x	3,3x	2,1x	1,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,7x	4,6x	7,2x	7,6x	13,7x	8,1x	7,0x		
EV/Vtas (x)	0,4x	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,5x	0,6x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	7,5x	n.a.	15,4x	5,6x	8,8x	7,1x	12,0x	5,8x	5,3x	8,7x	6,7x	8,4x	6,3x	5,8x		
Comport. Absoluto	-44,8%	-13,1%	-48,6%	-4,8%	-41,2%	18,8%	-17,3%	56,7%	198,7%	55,4%	8,9%	-28,8%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-8,9%	-33,1%	-37,8%	9,6%	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	44,7%	28,1%	-32,4%				

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

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

Anexo 4. Principales competidores 2019e

		Europe					USA				
EUR Mn		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Akzo Nobel AS	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Average	Cia
Market data	Ticker (Reuters)	BASFn.DE	SOLB.BR	1COV.DE	AKZO.AS		DWDP.K	OLN	WLK		ECR.MC
	Country	Germany	Belgium	Germany	Netherlands		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	54.066,0	8.872,7	7.179,1	17.142,9	21.815,2	61.395,3	2.895,1	6.597,2	23.629,2	239,3
	Enterprise value (EV)	74.636,0	12.421,1	8.267,1	16.096,9	27.855,3	93.599,2	5.660,0	9.084,0	36.114,4	397,1
Basic financial information	Total Revenues	64.034,3	10.769,6	13.495,7	9.526,9	24.456,6	76.471,1	6.321,5	7.942,3	30.245,0	714,2
	Total Revenues growth	2,2%	-4,7%	-7,7%	2,9%	-1,8%	2,0%	4,4%	5,5%	4,0%	5,5%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	4,0%	3,6%	2,7%	2,7%	3,3%	-32,2%	-0,6%	3,4%	-9,8%	2,6%
	EBITDA	9.652,0	2.307,3	2.125,1	1.277,2	3.840,4	16.509,7	1.137,0	1.800,4	6.482,3	47,2
	EBITDA growth	-3,8%	8,4%	-32,6%	23,3%	-1,2%	25,4%	9,1%	-0,8%	11,2%	-30,5%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	8,4%	4,4%	-0,8%	11,5%	5,9%	-27,5%	6,3%	2,3%	-6,3%	20,5%
	EBITDA/Revenues	15,1%	21,4%	15,7%	13,4%	16,4%	21,6%	18,0%	22,7%	20,7%	6,6%
	Net Profit	5.051,7	937,0	1.029,3	752,4	1.942,6	8.633,7	317,4	856,2	3.269,1	17,5
	Net Profit growth	35,7%	34,6%	-43,7%	65,4%	23,0%	151,0%	11,0%	-5,0%	52,3%	-61,0%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	6,2%	5,7%	-7,0%	9,6%	3,6%	-24,9%	15,5%	-0,8%	-3,4%	39,8%
CAPEX/Sales %	5,8%	7,4%	6,6%	2,5%	5,6%	1,9%	5,7%	7,3%	5,0%	-5,6%	
Free Cash Flow	4.082,4	752,0	810,5	610,8	1.563,9	8.443,7	443,1	850,0	3.245,6	(19,1)	
Net financial debt	18.554,4	2.862,0	1.341,0	628,3	5.846,4	15.180,2	2.673,2	1.390,9	6.414,8	156,7	
ND/EBITDA (x)	1,9	1,2	0,6	0,5	1,1	0,9	2,4	0,8	1,3	3,3	
Pay-out	59,2%	41,9%	44,5%	62,7%	52,1%	19,1%	38,1%	13,7%	23,7%	0,0%	
Multiples and Ratios	P/E (x)	11,0	9,9	7,7	19,3	11,9	2,7	9,6	8,8	7,0	13,7
	P/BV (x)	1,5	0,9	1,3	2,5	1,6	0,3	1,1	1,0	0,8	0,9
	EV/Revenues (x)	1,2	1,2	0,6	1,7	1,2	1,2	0,9	1,1	1,1	0,6
	EV/EBITDA (x)	7,7	5,4	3,9	12,6	7,4	5,7	5,0	5,0	5,2	8,4
	ROE	13,2	8,6	12,7	7,2	10,4	6,2	8,1	11,5	8,6	6,4
	FCF Yield (%)	7,1	8,9	8,0	3,0	6,8	13,7	12,7	9,9	12,1	0,3
Dvd Yield	5,5%	4,5%	6,1%	2,7%	4,7%	7,8%	4,1%	1,8%	4,6%	0,0%	

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales., poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de su departamento es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión 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
03-Jun-2019	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez