

Resultados 3m 2020

Opinión ⁽¹⁾: En línea.Impacto ⁽¹⁾: No moveremos nuestras 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 cloro-sosa, siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total instalada) y dentro del Top10 en Europa. Sus ventas fuera de España representan el 48% de la facturación total.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	204,6	221,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	294,4	318,1
Número de Acciones (Mn)	104,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,85 / 2,22 / 1,47	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,87	
Rotación ⁽³⁾	107,9	
Thomson Reuters / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

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

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	6,7	27,0	18,4	8,4
PER Ordinario	10,0	27,0	18,4	8,4
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6
Dividend Yield (%)	2,5	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,43	0,50	0,48	0,44
EV/EBITDA Rec.	5,1	7,0	6,4	4,8
EV/EBIT	9,4	20,1	15,5	8,5
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	18,6	6,3	3,6	12,2

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación representa 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 7,7Mn 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.

Resultados 1T20: la "lógica" de un año difícil

Las principales cifras 1T20 son: Ingresos EUR 158,3Mn vs EUR 182,6Mn (-13,3% vs 1T19), EBITDA Rec. EUR 11,3Mn (-17%) y Beneficio Neto EUR 0,8Mn (vs EUR 3,6Mn). Por el lado del balance, la deuda neta se situó en EUR 111,7Mn (+15,4% vs 2019).

CAÍDA DE INGRESOS (-13,3% vs 1T19), resultado de: (i) la continuidad de la fase bajista del ciclo del sector cloro-sosa (iniciada en el 2S18) que continuó presionando a la baja los precios de los principales productos (c. 76% de la caída de ingresos vista en el 1T20), (ii) un menor volumen de productos vendidos, por la fortísima reducción de la actividad provocada por el Covid-19 (especialmente PVC y ATCC; con caídas en volumen de c. 20%) y (iii) una menor disponibilidad de PVC por la parada de mantenimiento de la planta de VCM realizada entre febrero y marzo.

MANTENIENDO UN MARGEN EBITDA REC. ESTABLE (7,1%): favorecido por una reducción de c. 22% del coste de sus principales aprovisionamientos y suministros (electricidad, gas, metanol, etileno y EDC) que le permite alcanzar un EBITDA Rec. de EUR 11,3Mn (Mg. EBITDA 7,1%; en línea con el alcanzado en el 1T19). Por líneas de negocio, destaca el comportamiento del EBITDA generado por: (i) la división de química intermedia (+59,7%), que "retiene" el margen gracias a la caída de precios de sus principales materias primas y (ii) farmacia (+2,1%); que compensan la fortísima caída del negocio de derivados del cloro (-55,8% vs 1T20).

CON UN INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO (+15,4% vs 2019), explicado principalmente por: (i) la recompra de acciones para su posterior amortización (c. EUR 7Mn), (ii) el pago de las inversiones realizadas y (iii) la variación de circulante, que sitúan la Deuda Neta de ECR en EUR 111,7Mn (ex NIIF 16).

EN DEFINITIVA: Resultados 1T20 marcados por (i) unos precios de venta que continuaron presionados por el ciclo bajista del sector y (ii) una pérdida de volumen. ECR demuestra su capacidad de mantener márgenes, que junto a la recuperación de los precios de la sosa vista desde abril, nos permite mantener intactas nuestras estimaciones 2020e. Si ponemos la vista en 2022e, la recuperación de la actividad industrial debería "tirar" de los precios de venta de los productos con mayor exposición al ciclo (sosa y PVC), que, en un escenario prudente, debiera permitir alcanzar niveles de EBITDA de, al menos, EUR 62Mn (EV/EBITDA 2022e 4,8x).

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-23,4	-30,4	-22,9	-23,8	-23,5	322,1
vs Ibxex 35	-16,8	5,9	7,5	11,1	27,4	635,0
vs Ibxex Small Cap Index	-21,4	-5,3	-4,3	-3,8	-15,5	342,0
vs Eurostoxx 50	-19,0	-3,1	-6,1	3,4	0,8	450,8
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-20,0	-13,6	-19,0	-8,0	-15,6	363,9

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

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.

Resultados 3m20

EUR Mn	3m20 vs		
	3m20	3m19	3m19
Total Ingresos	158,3	182,6	-13,3%
Derivados del cloro	86,4	105,6	-18,2%
Química intermedia	46,9	52,4	-10,5%
Farmacia	16,1	14,8	8,6%
Otros ingresos	8,9	9,8	-8,8%
EBITDA (Recurrente)¹	11,3	13,6	-17,0%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>
EBITDA	10,2	13,2	-22,8%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>
EBIT	3,2	6,7	-52,2%
BN	0,8	3,7	-77,5%
Deuda Neta ²	111,7	131,0	-14,7%

(1) EBITDA Rec. ajustado que excluye los ingresos y gastos de naturaleza no recurrente correspondientes esencialmente a la dotación de provisiones por desmantelamiento de EUR 1,2Mn en 1T20.

(2) Deuda Neta ex NIIF 16.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	17,7	12,3	29,4	358,9			
Market Cap	204,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	111,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,5%	Coste de la deuda neta			3,0%	4,0%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,4%	3,2%	
Risk free rate (rf)	0,8%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,3	B (Thomson Reuters)			1,3	1,4	
Coste del Equity	12,5%	Ke = Rf + (R * B)			11,9%	13,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	64,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	35,3%	D			=	=	
WACC	9,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,5%	10,0%	
G "Razonable"	1,0%				1,5%	0,5%	

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

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
BASF SE	BASFn.DE		38.811,8	17,2	30,0%	8,3	14,3%	1,0	5,2%	12,4%	7,9%	-17,1%
Solvay	SOLB.BR		7.258,4	11,1	8,4%	5,4	2,9%	1,1	3,7%	20,2%	9,0%	-8,2%
Covestro AG	1COV.DE		5.232,0	n.a.	n.a.	7,9	34,7%	0,6	7,6%	8,0%	1,9%	52,8%
Akzo Nobel AS	AKZO.AS		13.427,9	21,3	17,0%	11,9	11,3%	1,8	4,5%	14,9%	5,1%	10,9%
Europa				16,5	18,5%	8,4	15,8%	1,1	5,2%	13,9%	6,0%	9,6%
DowDuPont	DWDP.K		30.733,3	15,8	17,2%	10,6	6,0%	2,5	4,3%	23,6%	6,4%	14,0%
Olin Corp	OLN		1.656,8	n.a.	n.a.	8,8	26,0%	0,9	6,0%	10,3%	6,5%	53,5%
Westlake	WLK		4.685,5	31,7	52,8%	7,6	11,1%	1,2	5,1%	15,6%	11,7%	1,4%
USA				23,8	35,0%	9,0	14,3%	1,5	5,1%	16,5%	8,2%	23,0%
ECR	ECR.MC		204,6	27,0	79,1%	7,0	21,5%	0,5	7,1%	7,1%	6,3%	85,8%

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

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

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

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

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

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

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

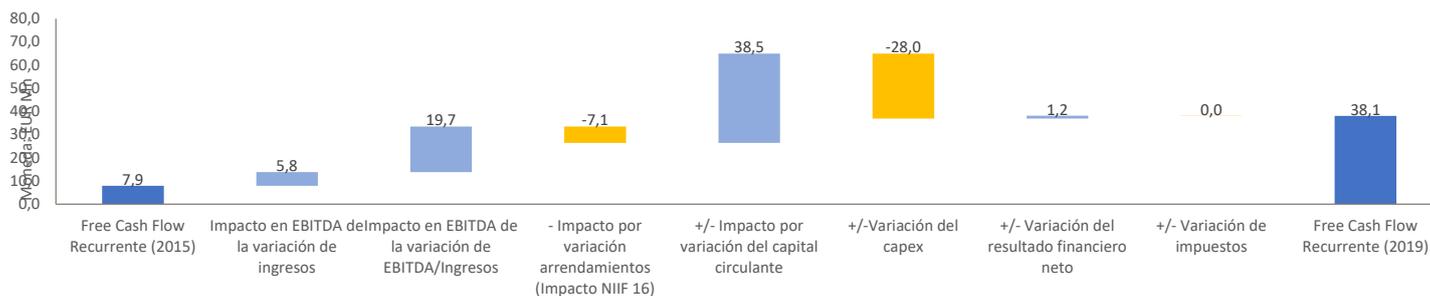
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

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

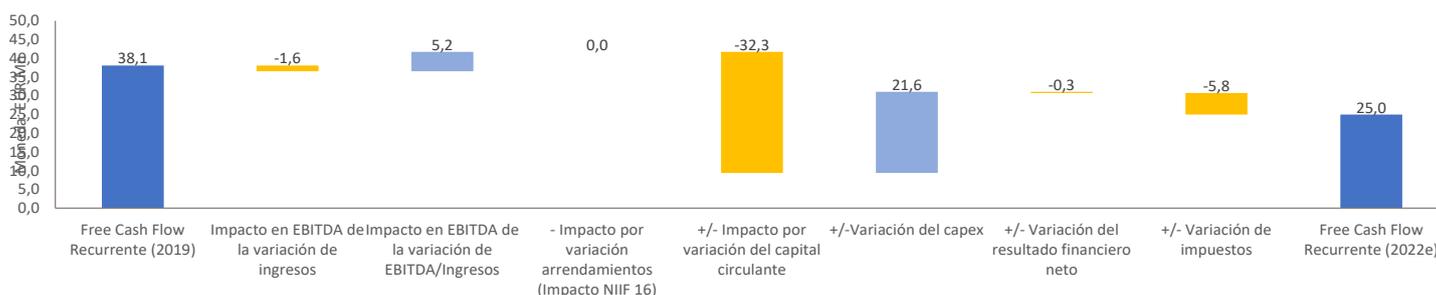
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 7,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

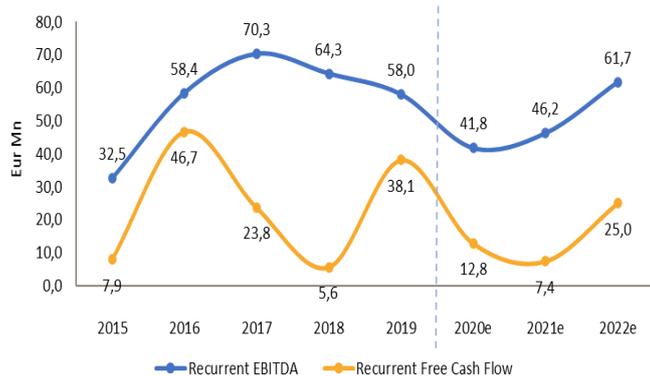
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



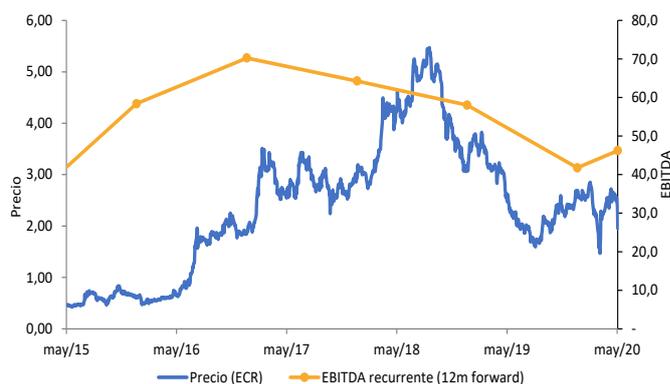
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	204,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	20,7	Rdos. 3m 2020
+ Deuda financiera neta	111,7	Rdos. 3m 2020
- Inmovilizado financiero	42,7	Rdos. 12m 2019
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	294,4	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	09-19	19-22e
Total Ingresos	606,3	609,3	686,0	639,5	625,0	603,7	624,5	606,9	689,3	677,1	677,9	585,9	619,2	672,1	1,1%	-0,3%
Cto. Total ingresos	-29,1%	0,5%	12,6%	-6,8%	-2,3%	-3,4%	3,5%	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,1%	-13,6%	5,7%	8,5%		
EBITDA	(13,7)	10,9	26,9	21,1	29,0	19,1	32,5	58,4	48,5	67,3	62,4	41,8	46,2	61,7	n.a.	-0,4%
Cto. EBITDA	-132,5%	179,3%	148,0%	-21,5%	37,0%	-34,1%	70,5%	79,6%	-16,9%	38,6%	-7,2%	-33,1%	10,7%	33,4%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	1,8%	3,9%	3,3%	4,6%	3,2%	5,2%	9,6%	7,0%	9,9%	9,2%	7,1%	7,5%	9,2%		
Beneficio neto	(51,0)	(14,0)	(0,9)	(11,7)	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,5	44,9	31,0	7,6	11,1	24,3	n.a.	-7,9%
Cto. Beneficio neto	74,9%	72,6%	93,6%	n.a.	97,3%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,5%	0,9%	-30,8%	-75,6%	47,0%	118,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,6	100,6	100,6	100,8	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	104,9	104,9	104,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,07	0,11	0,23	n.a.	-7,5%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	3,7%	-28,9%	-75,3%	47,0%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,06	0,40	0,45	0,32	0,19	0,07	0,11	0,23	n.a.	5,9%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4%	-28,6%	-39,2%	-63,0%	47,0%	n.a.		
CAPEX	(36,6)	(8,1)	(8,1)	(15,8)	(4,2)	(4,6)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(22,5)	(20,4)	(15,5)		
CAPEX/Vtas %	6,0%	1,3%	1,2%	2,5%	0,7%	0,8%	1,5%	3,1%	6,2%	5,5%	5,5%	3,8%	3,3%	2,3%		
Free Cash Flow	2,6	(18,7)	3,6	3,1	19,5	21,9	11,9	47,3	1,9	5,6	20,4	6,6	5,3	22,9	22,8%	3,8%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	8,7x	3,0x	6,9x	5,3x	6,8x	3,7x	1,3x	1,8x	1,6x	1,6x	2,5x	2,1x	1,2x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,7x	4,6x	7,2x	7,6x	8,8x	27,0x	18,4x	8,4x		
EV/Vtas (x)	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,5x	0,6x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	15,4x	5,6x	8,8x	7,1x	9,1x	5,8x	5,3x	8,7x	7,0x	6,2x	7,0x	6,4x	4,8x		
Comport. Absoluto	-13,1%	-48,6%	-4,8%	-41,2%	18,8%	-17,3%	56,7%	198,7%	55,4%	8,9%	-17,8%	-23,8%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-33,1%	-37,8%	9,6%	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	44,7%	28,1%	-26,5%	n.a.				

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 7,7Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

Anexo 5. Principales competidores 2020e

		Europa					USA				ECR	
EUR Mn		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	38.811,8	7.258,4	5.232,0	13.427,9		30.733,3	1.656,8	4.685,5		204,6	
	Enterprise value (EV)	58.411,0	10.400,4	6.565,0	15.124,1		45.876,6	4.708,5	7.869,4		294,4	
Información financiera básica	Total Ingresos	56.375,9	9.587,8	10.485,0	8.508,3		18.392,8	5.153,1	6.616,0		585,9	
	Cto.Total Ingresos	-5,0%	-14,6%	-15,5%	-8,3%	-10,8%	-4,2%	-5,5%	-8,6%	-6,1%	-13,6%	
	2y TACC (2020e - 2022e)	5,2%	3,7%	7,6%	4,5%	5,2%	4,3%	6,0%	5,1%	5,1%	7,1%	
	EBITDA	6.998,8	1.939,3	834,3	1.269,8		4.343,0	532,9	1.030,0		41,8	
	Cto. EBITDA	-22,1%	-13,2%	-48,1%	-10,7%	-23,5%	0,8%	-29,8%	-17,9%	-15,6%	-33,1%	
	2y TACC (2020e - 2022e)	14,3%	2,9%	34,7%	11,3%	15,8%	6,0%	26,0%	11,1%	14,3%	21,5%	
	EBITDA/Ingresos	12,4%	20,2%	8,0%	14,9%	13,9%	23,6%	10,3%	15,6%	16,5%	7,1%	
	EBIT	3.396,6	1.163,2	68,0	926,8		3.232,7	(17,2)	333,9		14,6	
	Cto. EBIT	-29,9%	-3,1%	-92,3%	-12,7%	-34,5%	31,1%	-107,6%	-46,0%	-40,9%	-53,1%	
	2y TACC (2020e - 2022e)	24,6%	2,9%	224,3%	14,5%	66,6%	9,9%	n.a.	26,6%	18,2%	53,7%	
	EBIT/Ingresos	6,0%	12,1%	0,6%	10,9%	7,4%	17,6%	n.a.	5,0%	11,3%	2,5%	
	Beneficio Neto	2.121,1	645,0	(3,6)	622,3		1.976,3	(161,6)	135,9		7,6	
Cto. Beneficio Neto	-16,7%	n.a.	n.a.	12,1%	-2,3%	n.a.	n.a.	-67,0%	-67,0%	-75,6%		
2y TACC (2020e - 2022e)	32,1%	10,6%	n.a.	16,0%	19,5%	14,0%	n.a.	45,7%	29,9%	79,1%		
CAPEX/Ventas	-5,5%	-7,5%	-7,0%	-2,4%	-5,6%	-5,5%	-4,7%	-8,2%	-6,1%	-3,8%		
Free Cash Flow	3.075,2	655,7	99,9	687,6		1.974,6	106,2	545,2		6,6		
Deuda financiera Neta	15.075,0	3.323,6	1.589,4	1.062,8		13.836,5	2.820,0	2.004,0		104,1		
DN/EBITDA (x)	2,2	1,7	1,9	0,8	1,7	3,2	5,3	1,9	3,5	2,5		
Pay-out	135,9%	57,9%	n.a.	62,6%	85,5%	42,0%	-73,8%	92,0%	20,1%	0,0%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,2	11,1	n.a.	21,3	16,5	15,8	n.a.	31,7	23,8	27,0	
	P/BV (x)	1,0	0,8	1,1	2,1	1,2	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	
	EV/Ingresos (x)	1,0	1,1	0,6	1,8	1,1	2,5	0,9	1,2	1,5	0,5	
	EV/EBITDA (x)	8,3	5,4	7,9	11,9	8,4	10,6	8,8	7,6	9,0	7,0	
	EV/EBIT (x)	17,2	8,9	n.a.	16,3	14,2	14,2	n.a.	23,6	18,9	20,1	
	ROE	5,3	6,3	n.a.	9,8	7,1	3,7	n.a.	2,8	3,2	2,6	
	FCF Yield (%)	7,9	9,0	1,9	5,1	6,0	6,4	6,5	11,7	8,2	6,3	
	DPA	3,14	3,62	1,56	1,83	2,54	1,11	0,74	0,97	0,94	0,00	
Dvd Yield	7,4%	5,3%	5,5%	2,7%	5,2%	2,7%	7,0%	2,7%	4,1%	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).

Nota 3: Datos de comparables tomados de TR a fecha de este informe. El consenso de mercado podría no haber recogido en su totalidad la revisión de números que provocará la crisis Covid-19 lo que debe ser tomado en cuenta a la hora de utilizar estos datos a efectos comparativos con ECR.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
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	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,28	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,42	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,92	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

