

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Productos Químicos

Fecha del informe: 28 jul 2021

Hora distribución: 11:30

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 2,38 (27 jul 2021)

**Kompuestos (KOM)**, es una química española (Barcelona) dedicada a la fabricación de concentrados de cargas minerales ("fillers") y concentrados de color y aditivos ("masterbatches") para la industria transformadora del plástico, incluyendo resinas para la creación de bioplásticos. Con una capacidad de producción nominal de 220.510 Tn, está controlada y gestionada por la familia fundadora (62,2% del capital).

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

+34 915 904 226

## Quizás ante un trébol de cuatro hojas...

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	28,9	34,2
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	38,9	46,0
Número de Acciones (Mn)	12,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,76 / 2,57 / 2,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(2)</sup>	6,5	
Factset / Bloomberg	KOM-ES / KOM SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### SÓLIDO CRECIMIENTO ORGÁNICO (2016-2020) GRACIAS A SU POSICIONAMIENTO EN MERCADOS EN EXPANSIÓN...

La apuesta de KOM por la fabricación de compuestos con baja huella de carbono para la industria del plástico, junto a la orientación internacional (62,2% s/Ingresos 2020), le han permitido generar un sólido crecimiento en ingresos (+11,2% TACC 2016-2020; batiendo ampliamente a la macro y a su propio sector). Aunque para ello ha sido necesario mantener unos márgenes bajo presión y un endeudamiento elevado (resultado del esfuerzo inversor necesario para acometer las ampliaciones de capacidad ya ejecutadas).

### ... QUE SE PROLONGARÁ DURANTE LOS PRÓXIMOS AÑOS (2021e-2023e).

Hoy, KOM puede ser vista como: (i) una compañía que presenta razones para seguir creciendo (foco en productos de nicho y exposición a macro tendencias), (ii) con una opción de mejorar márgenes (por la escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya ejecutadas) y (iii) con capacidad de reducir su endeudamiento.

### A LO QUE HAY QUE AÑADIR LA OPCIÓN ADICIONAL DE BENEFICIARSE DE SU ENTRADA EN PRODUCTOS BIODEGRADABLES.

Un negocio que, aunque hoy aún representa un porcentaje marginal en ingresos, intuitivamente apunta a una posible fuente adicional de crecimiento y mejora de márgenes (¿magnitud?, ¿velocidad?).

### NUESTRO ESCENARIO CENTRAL.

El escenario que planteamos es el de consolidar EUR 5,5Mn de EBITDA Rec. en el período 2021e-2023e (Mg. EBITDA c. 8%), con facturación de c. EUR 70Mn (+16,7% TACC 2021e-2023e; en línea con el crecimiento registrado durante el período 2016-2019). Y apalancamiento por debajo de 2x DN/EBITDA (vs c. 3,5x estimado para 2021e). Lo que en 2023e se traduciría en niveles de FCF yield de 5,1% y EV/EBITDA de 7x (vs c. 10x de sus comparables más directos; en un sector que tiende de forma natural a la concentración).

### EL RETO (Y LA OPORTUNIDAD) ESTÁ EN LA MEJORA DEL MARGEN.

La combinación anterior invita a reflexionar sobre la posibilidad de que quizás nos encontremos ante un "trébol de cuatro hojas" (algo difícil de encontrar y que trae suerte...). Pero habrá que esperar hasta 2023e para poder confirmarlo. Y es que, el pilar central del equity story de KOM es la mejora del margen. Una mejora de márgenes lógica (por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo y las ampliaciones de capacidad ya realizadas), pero que la realidad muestra que es difícil de materializar.

### Estructura Accionaria (%)

Ignacio Duch y familia	62,2
Free Float	37,8

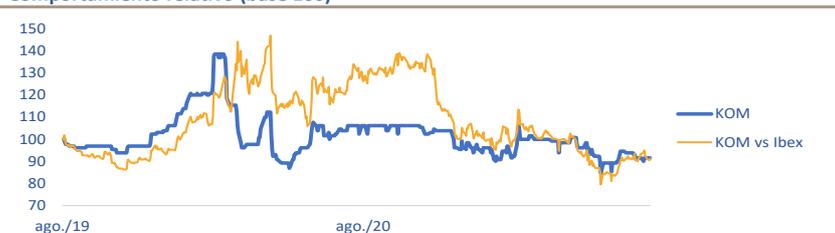
### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,0	12,2	12,2	12,2
Total Ingresos	43,8	54,6	62,0	69,5
EBITDA Rec.	1,4	3,3	4,4	5,6
% Var.	-36,1	137,1	32,1	26,2
% EBITDA Rec./Ing.	3,2	6,1	7,1	8,0
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	-3,7	20,4	4,6	6,4
Beneficio neto	-1,3	0,7	1,6	2,6
BPA (EUR)	-0,10	0,06	0,13	0,22
% Var.	-583,5	158,4	115,9	63,7
BPA ord. (EUR)	-0,13	0,06	0,13	0,22
% Var.	-323,7	147,9	115,9	63,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup>	0,8	-0,4	0,5	1,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	10,9	11,3	10,8	9,4
DN / EBITDA Rec.(x)	7,8	3,4	2,5	1,7
ROE (%)	n.a.	4,7	9,4	13,7
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	n.a.	5,5	8,4	11,1

### Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>

PER	n.a.	39,1	18,1	11,1
PER Ordinario	n.a.	39,1	18,1	11,1
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,89	0,71	0,63	0,56
EV/EBITDA Rec.	27,8	11,7	8,9	7,0
EV/EBIT	n.a.	20,8	13,2	9,5
FCF Yield (%) <sup>(4)</sup>	2,8	n.a.	1,6	5,1

### Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-3,3	-9,2	-13,8	-4,0	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	1,1	-8,6	-28,9	-10,9	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	1,0	-7,1	-37,6	-8,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-1,9	-10,3	-29,9	-16,1	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	-6,6	-13,4	-29,9	-16,9	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.

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

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

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

## Kompuestos (KOM) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.120 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

## Conclusiones

### Bien posicionada para seguir creciendo. Aunque el reto (y la oportunidad) está en la mejora del margen

Kompuestos (KOM), es una pequeña compañía química de origen familiar (con sede en Barcelona), especializada en la producción de concentrados de cargas minerales de carbonato de calcio (fillers) y concentrados de color y aditivos (masterbatches) para la industria transformadora del plástico, incluyendo (desde 2019) resinas para la fabricación de bioplásticos. Con una clara vocación internacional, generando c. 62% de sus ingresos fuera de España (vs el 49% en 2016).

Especializada en concentrados de plástico que reducen la huella de carbono, (macrotendencia industrial)

**De manera muy simplificada, KOM es un proveedor de concentrados de plástico, componente clave para la fabricación de los productos finales**, con una estrategia centrada en la fabricación de productos con baja huella de carbono. Sus clientes son los fabricantes de plásticos, un sector en plena transformación por el impacto medioambiental ocasionado por la acumulación de residuos. Lo que, junto a la propia perspectiva de crecimiento en la demanda del plástico, ha desencadenado en la proliferación de cambios regulatorios en aras de acelerar la implantación de la economía circular en el sector (una tendencia imparable).

Ante este contexto, ¿cuál es “hoy” el posicionamiento de KOM? ¿hacia dónde se dirige en el más largo plazo?

#### A) 2016-2020: sólido crecimiento orgánico apoyado sobre un incremento de la capacidad de producción nominal

Durante los últimos años (2016-2020), KOM centra su estrategia en la fabricación de compuestos y aditivos para la fabricación de plásticos con baja huella de carbono. Este período se ha caracterizado por:

Para lo que ha duplicado su capacidad de producción (vs. -4y),

- **Un importante crecimiento de la capacidad de producción nominal (que hoy duplica los niveles de 2016)**, con el objetivo de hacer frente a la demanda creciente de cargas minerales (fillers) y masterbatches. La última ampliación se realiza en el cuarto trimestre de 2019 (+30% vs niveles previos). Y situó la capacidad de producción nominal en 220.510 toneladas (vs 104.150 en 2016).

impulsando los ingresos (+11,2% TACC -4y; >2x vs. sector)...

- **... que ha permitido un sólido crecimiento orgánico en ingresos (+11,2% TACC 2016-2020)**. Un nivel de crecimiento “ajeno” a la evolución económica y a su propio sector (< 5% TACC durante el mismo período). Un diferencial que se mantuvo también en 2020, un año marcado por el impacto del Covid-19 (-5,5% en ingresos vs c. -10% de su sector).

...aunque sin trasladarse, todavía, al EBITDA

- **Aunque con unos márgenes bajo presión (Mg. EBITDA Rec. < 5%)**, resultado de una estructura operativa muy pesada y el desarrollo de proyectos de I+D (p.e: la gama de productos “bio” que inicia su comercialización en 2019) que han impedido trasladar (aún) el salto en tamaño de capacidad productiva e ingresos a nivel EBITDA Recurrente. Lo que se ha traducido en un *underperformance* en términos de márgenes frente a su sector (Mg. EBITDA Rec. 2020 < 5% vs > 10% del sector).

...y elevando su apalancamiento (DN/FFPP 2020: 0,7x)

- **Y un nivel de endeudamiento elevado (DN/FFPP 2020: 0,7x)**, resultado de: (i) el importante esfuerzo para acometer las ampliaciones de capacidad productiva realizadas durante el período 2015-2020 (Capex acumulado de c. EUR 17Mn) y (ii) la actividad de I+D para el desarrollo de nuevos productos.

Un modelo de negocio validado y con un atractivo posicionamiento industrial...

**Por tanto, KOM es una historia de crecimiento. Y lo visto durante los últimos años valida, en sí mismo, el modelo de negocio escogido.** Destacamos: (i) crecimiento orgánico en ingresos, batiendo ampliamente al obtenido por su sector y (ii) la capacidad ya probada de atraer capital (tanto en forma de financiación como por medio de ampliaciones de capital). Aunque, para ello, ha sido necesario reducir los niveles de rentabilidad y mantener unos niveles de endeudamiento, a priori, elevados.

...con potencial para beneficiarse de la expansión en bioplásticos

**No obstante, a lo visto hasta ahora (2016-2020) habría que incorporar un nuevo ingrediente: la posibilidad de entrar en un negocio aún muy incipiente (bioplásticos)**. Lo que invita a reflexionar sobre las siguientes cuestiones: (i) ¿lo visto hasta ahora en término de ingresos es sostenible?, (ii) ¿será KOM capaz de hacer un *catch up* en márgenes con su sector? (iii) ¿cuál es la capacidad de hacer crecer el negocio de soluciones “bio” e incrementar su peso en el mix de ingresos? Y (iv) ¿cuál será el *timing* de todo esto? Es decir, preguntarse si los puntos (ii) y (iii) son alcanzables en el corto plazo o si se tratan de objetivos de muy largo plazo.

**B) 2020-2023e: su posicionamiento en mercados en expansión seguirá impulsando el negocio (c/p). A la espera del despegue del mercado de bioplásticos (l/p)**

Un negocio resiliente, gracias a su posicionamiento en fillers de carbonato de calcio y masterbatches

Tras el parón de 2020 (Ingresos 2020: -5,5%; por el impacto del Covid-19), los resultados del 1S21 (Ingresos: EUR 30Mn; c. +20% vs 1S19) evidencian una recuperación de los niveles de crecimiento. Lo que confirma que la estrategia ejecutada durante los últimos años, sobre la que se asienta nuestra estimación de ingresos, es correcta. En concreto, destacamos:

- **Su posición competitiva en el mercado de fillers de carbonato de calcio (CaO3)...** un negocio que esperamos que continúe generando una fuente de recursos estable (favorecido por su capacidad de reducir el impacto medioambiental de la industria del plástico).
- **... junto a los masterbatches y aditivos ya desarrollados**, que permiten a KOM ofrecer auténticos productos a medida y de mayor valor añadido y margen (lo que reduce su exposición al ciclo).
- **Y un mix de ingresos diversificado**, tanto por sectores de destino, como por geografías.
- **A lo que habría que sumar la opción real de beneficiarse de la transformación del mercado del plástico (un driver de más l/p)**. KOM cuenta con una gama de productos “bio” ya certificados. Lo que, pese a tratarse de un mercado muy incipiente (c. 1% del mercado del plástico) debiera permitirle acelerar su crecimiento a medida que la normativa se vuelva más estricta con los productos tradicionales.
- **Y todo ello apoyado sobre la ampliación de capacidad de producción realizada en 2019 (y que aún no ha tenido reflejo en el P&L)**. Con la que sumó 51.000 toneladas adicionales en el 4T19 (+30%) hasta alcanzar una capacidad de producción nominal de 220.510 toneladas (un driver ajeno al ciclo).

Que ofrece una opción “real” para beneficiarse de la transformación “bio” (industria)

EBITDA Rec. 2021e: EUR 3,3Mn (c. 12x EV/EBITDA)...

**¿Cuál es el escenario central que hay detrás de nuestras proyecciones 2021e-2023e?** Si ponemos el foco en 2021e, nuestros números contemplan unos ingresos de c. EUR 55Mn (+25% vs 2020; por la menor base comparable y la entrada de demanda retenida) y niveles de EBITDA Rec. de EUR 3,3Mn (Mg. EBITDA Rec. del 6% vs c. 3% en 2020; por la mayor utilización de su capacidad productiva). Con una Deuda Neta de c. EUR 11Mn (+4% vs 2020; DN/EBITDA 3,5x) resultado del impacto en cash flow de la normalización de capital circulante. Unos números (2021e) que hoy cotizarían a c. 12x EV/EBITDA Recurrente.

...alcanzando EUR 5,6Mn 2023e, ofreciendo un c. 5% FCF yield y menor DN/EBITDA

**¿Y en 2023e?** Estimamos la consolidación de niveles de EBITDA Recurrente de c. EUR 5,5Mn (Mg. EBITDA Rec. c. 8%), con facturación de c. EUR 70Mn (+16,7% TACC; en línea con el crecimiento registrado durante el período 2016-2019) y capacidad de generar un free cash flow de, al menos, EUR 1,5Mn (FCF yield 2023e c. 5%. Y apalancamiento < 2x DN/EBITDA (lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo en capacidad o vía M&A; un acelerador del crecimiento).

Y con una contribución creciente de los productos “bio” en el mix

Unos números que aún continuarán soportados por el negocio tradicional de cargas minerales de carbonato de calcio (“fillers”) y concentrados de color y aditivos (“masterbatches”). Y es que, pese a que estimamos un crecimiento significativo en términos % para las soluciones “bio”, su peso sobre el mix de ingresos continuará siendo reducido (<10%; dado su carácter aún incipiente en 2020).

**Tabla 1. Principales magnitudes (2019-2023e)**

EUR Mn	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 20-23e
Producción masiva	38,0	35,9	45,3	51,2	56,3	16,1%
Especialidades	6,7	7,0	8,0	9,3	11,6	18,6%
Materias primas	1,6	0,8	1,3	1,5	1,6	22,8%
<b>Ventas</b>	<b>46,3</b>	<b>43,8</b>	<b>54,6</b>	<b>62,0</b>	<b>69,5</b>	<b>16,7%</b>
Cto. Total ingresos	12,0%	-5,6%	24,8%	13,6%	12,1%	
<b>Margen Bruto</b>	<b>14,1</b>	<b>13,2</b>	<b>16,1</b>	<b>18,3</b>	<b>20,8</b>	<b>16,5%</b>
Costes de explotación	(11,9)	(11,8)	(12,8)	(14,0)	(15,2)	9,1%
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>58,2%</b>
EBITDA rec. / Ingresos	4,7%	3,2%	6,1%	7,1%	8,0%	
Free Cash Flow Recurrente	-1,3	0,8	-0,4	0,5	1,5	
Deuda financiera neta	11,5	10,9	11,3	10,8	9,4	
Deuda Neta/EBITDA	5,2x	7,8x	3,4x	2,5x	1,7x	
Toneladas vendidas (000s)	59	56	70	79	88	

**C) En conclusión: la capacidad de crecer en volumen parece clara. Pero el reto (y la oportunidad) está en mejorar el margen. Lo que llevaría el EV/EBITDA 2023e a c. 7x**

En nuestra opinión, KOM combina un negocio generador de recursos con el posicionamiento en una industria aún embrionaria (bioplásticos) que, intuitivamente, aparece como una fuente de crecimiento y valor adicional (apoyada tanto por el empuje social, como por cambios regulatorios y la propia afinidad del mercado de capitales ante inversiones que cumplan con criterios ESG). Desde un punto de vista de evolución previsible del negocio, hoy KOM puede ser vista como:

KOM combina factores de crecimiento, con capacidad de:

(i) mejorar sus retornos (vía apalancamiento operativo)

y (ii) reducir su endeudamiento

junto a opcionalidad ofrecida por la expansión de los bioplásticos (l/p)

Resultando en c. 7x EV/EBITDA en 2023e (c. -45% +2y)

Lo que, de materializarse todo lo anterior, haría de KOM el equivalente a un “trébol de cuatro hojas”

- **Una compañía que presenta razones para seguir creciendo...** por su posicionamiento en mercados en expansión y foco en productos de nicho que “eluden” la comoditización. Un crecimiento que estimamos que siga siendo superior al de su sector (Ingresos: > 15% TACC 2020-2023e vs < 5% de su sector).
- **... con una opción real de mejorar márgenes,** por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo y la escalabilidad que ofrecen las ampliaciones de capacidad ya realizadas. Lo que debiera hacer factible cierto *catch up* en márgenes con el sector (Mg. EBITDA Recurrente 2023e: c. 8%).
- **Y reducir de forma significativa su apalancamiento.** Lo que debiera permitir seguir creciendo en capacidad en el más largo plazo.
- **A lo que habría que añadir la opción adicional de beneficiarse “de verdad” (más allá de 2023e) de su posicionamiento en el mercado de “bioplásticos”.** Una opción que, pese a ser hoy cierta “caja negra” en términos de *timing* y volumen, aparece como una fuente adicional de crecimiento y mejora de márgenes. Un driver de crecimiento favorecido por la aceleración del despliegue regulatorio para implementar la economía circular en la industria del plástico (p.e: desde 2021 las bolsas de plástico ligeras y muy ligeras se prohíben en España, excepto las compostables).
- **Con unos múltiplos “teóricos” que debieran reducirse a c. 7x EV/EBITDA en 2023e,** pese a que nuestras proyecciones aún consideran un peso reducido del mercado de soluciones bio en el mix de ingresos (< 10%).

La combinación anterior (crecimiento, mejora de márgenes, reducción de apalancamiento y bajos múltiplos), invita a reflexionar sobre la posibilidad de que nos encontremos ante un “trébol de cuatro hojas”. Pero para poder confirmarlo tendremos que esperar hasta 2023e. Y es que, en nuestra opinión, el pilar central del equity story de KOM es la mejora de sus márgenes (en la que son decisivas tanto la magnitud como la velocidad). Una mejora de márgenes lógica (por aprovechamiento de economías de escala) pero que la realidad muestra que es difícil de materializar: pese a los crecimientos de doble dígito en ingresos del período 2016-2020, los márgenes se mantuvieron bajo presión (Mg. EBIT < 5%).

Aunque el señuelo del potencial despegue de márgenes y EBITDA con el que debieran llegar bajos múltiplos “ya” a partir de 2022e (EV/EBITDA 2022e: 9x vs c. 10x de sus comparables más directos), aconseja no perder de vista a KOM. Después de todo, ¿quién no ha intentado encontrar un trébol de cuatro hojas?

## Descripción del negocio

### Un negocio con el foco en la economía circular del plástico: un nicho de crecimiento en el sector químico

Gráfico 1. Ingresos (2016-2020)



Kompuestos (KOM), es una pequeña compañía química de origen familiar (con sede en Barcelona), dedicada a la producción de concentrados de cargas minerales (“fillers”) y concentrados de color y aditivos (“masterbatches”) para la industria transformadora del plástico, incluyendo (desde 2019) resinas para la fabricación de bioplásticos.

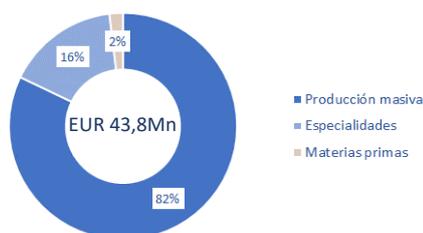
De manera muy simplificada, KOM es un proveedor de concentrados de plástico, componente clave para la fabricación de los productos finales, con una estrategia centrada en la fabricación de productos con baja huella de carbono. Sus clientes son los fabricantes de productos plásticos, lo que explica que su mix de ingresos se encuentre diversificado sobre una gran variedad de sectores (automoción, envases, productos de consumo, materiales de construcción, salud...).

En función del tipo de producto, podemos diferenciar entre: (i) productos tradicionales, con la fabricación de cargas minerales o “fillers” (que permiten reducir el coste, y la huella de carbono, del compuesto) y “masterbatches” de color y aditivos (para dar coloración al plástico y dotarlo de funciones específicas) y (ii) soluciones “bio”, actividad aún incipiente (impacto muy reducido en resultados) especializada en el desarrollo de resinas biodegradables y compostables. Tras el esfuerzo inversor de los últimos años, KOM cuenta con una capacidad de producción nominal de 220.510 Tn (vs 104.150 Tn en 2016) distribuidas en dos instalaciones ubicadas en Barcelona.

#### Especializada en la fabricación de concentrados para la industria transformadora del plástico (incluyendo, desde 2019, resinas para la fabricación de bioplásticos)

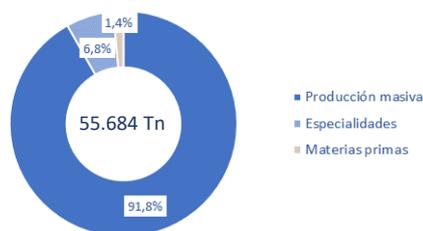
KOM desarrolla su actividad a través de tres divisiones (establecidas en base a la maquinaria y sistemas de producción utilizados para la fabricación de sus productos):

Gráfico 2. Mix de ingresos (2020)



- **Producción masiva (82,1% s/Ingresos 2020).** Negocio tradicional y principal motor del crecimiento de los últimos años (+13,1% TACC 2016-2020), que agrupa la fabricación de: (i) cargas minerales (“fillers”) de carbonato de calcio (CaCO<sub>3</sub>) y talco, que permiten reducir el uso de polímero (hasta un 70%) y, por tanto, el coste y la huella de carbono del producto final y (ii) “masterbatches” blancos y negros (para dar coloración al plástico). Dentro de esta división, destacamos el posicionamiento en el mercado de “fillers” de carbonato de calcio, donde KOM cuenta con una cuota de mercado de cerca el 10% en Europa.
- **Especialidades (16,0% s/Ingresos 2020).** Con un crecimiento del 5,2% TACC (2016-2020), KOM fabrica productos de mayor valor añadido como los “masterbatches” de colores (con más de 20.000 referencias) y de aditivos, que permiten mejorar el rendimiento de los plásticos finales, aportando funciones específicas según la aplicación que se le vaya a dar al producto final (como la protección contra la degradación por calor, repelentes para insectos de uso agrícola, antimicrobianos y antibacterianos para plásticos en contacto con productos alimenticios ...).

Gráfico 3. Mix de toneladas vendidas (2020)



Además, KOM ha desarrollado productos compostables y biodegradables (certificados por TÜV Austria; una de las certificaciones más empleadas en compostabilidad a nivel global) para posicionarse en una industria aún incipiente (bioplásticos) pero que apunta a un fuerte crecimiento (apoyado tanto por el empuje social, como por las nuevas Directivas aprobadas por la UE). KOM inicia su comercialización en 2019, aunque su peso sobre el mix de ingresos hoy continúa siendo muy reducido.

- **Materias Primas (1,9% s/Ingresos 2020),** correspondiente a la actividad de comercialización de materia prima para la industria transformadora del plástico. En la actualidad, se trata de un negocio “puntual” y residual (Gráfico 2), aunque KOM tiene previsto desarrollar su capacidad de producción en el reciclado de plásticos (“reactive compounding”) para expandir esta línea de actividad. Lo que debiera permitirle comercializar los polímeros reciclados.

**Gráfico 4. Mix de ingresos por geografía (2020 vs 2016)**



**Con una clara vocación internacional (en 2020 el 62% de sus ingresos se generaron fuera de España)**

KOM cuenta con 2 plantas de producción ubicadas en Barcelona (una destinada a la fabricación de productos de producción masiva y otra destinada a la fabricación de productos de especialidad, el desarrollo de I+D y los servicios centrales). Adicionalmente, su ubicación geográfica (cercana a varias canteras que producen carbonato de calcio de primera calidad) aseguran el acceso a esta materia prima para la producción de cargas minerales (hoy una de sus principales fuentes de ingresos). Lo que actúa como una ventaja competitiva frente a otros productores.

En cuanto al mix geográfico de ingresos, aunque el mercado español desempeña un papel relevante (c. 38% s/Ingresos 2020), destaca el crecimiento de sus exportaciones, alcanzando el 62% del mix de ingresos en 2020 (vs c. 50% en 2016; Gráfico 4). El mercado europeo se posiciona como el principal mercado de KOM, destacando, junto a España, la presencia en Alemania, y Francia (21% y 11% s/Ingresos 2020, respectivamente).

**Gráfico 5. Capacidad de producción nominal vs tasa de utilización (2016-2021e)**



**Y una capacidad de producción nominal que se ha duplicado desde 2016...**

Con el objetivo de hacer frente a la demanda creciente de cargas minerales y masterbatches blancos, negros, de color y de aditivos, KOM ha incrementado de forma continuada su capacidad productiva desde 2016, ampliando 55.900 toneladas en 2017 (+54%), 9.460 toneladas de soluciones Bio en 2019 y 51.000 toneladas adicionales (+30%) que entraron en marcha durante el cuarto trimestre de 2019 hasta alcanzar una capacidad de producción nominal de 220.510 toneladas (vs 104.200 toneladas en 2016). Finalmente, dado que la última ampliación de capacidad se realizó durante el cuarto trimestre de 2019 (+30% vs niveles previos) su impacto en la generación de resultado operativo aún no ha sido visible (por el impacto del Covid-19 en 2020). Lo que, a nuestro juicio, debiera permitir a KOM duplicar los niveles de producción actuales sin necesidad de realizar inversiones significativas en nueva capacidad.

Nota: Capacidad de producción nominal equivalente a la producción máxima anual si no existiesen paradas por mantenimiento o cuellos de botella; lo que explica que la capacidad de producción real sea inferior a la nominal.

Nota 2: Porcentaje de utilización calculado sobre capacidad de producción nominal a cierre de cada año.

Las ampliaciones de capacidad realizadas durante los últimos años han mejorado la capacidad competitiva de KOM, permitiendo atender el incremento de la demanda de sus productos. En 2020, con una capacidad de producción nominal de 220.510 toneladas, KOM vendió 55.684 toneladas (+62% vs 2016), lo que se traduce en una tasa de utilización de la capacidad nominal de c. 25% en 2020 (Gráfico 5).

**Gráfico 6. Ingresos vs Capacidad de producción (2016-2021e)**

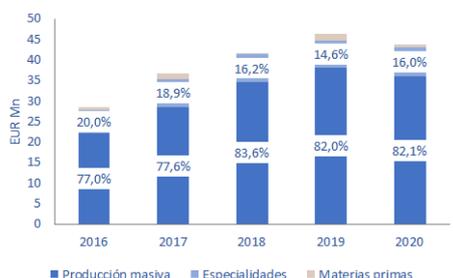


**... que ha permitido a KOM mantener un crecimiento orgánico de doble dígito durante los últimos años (Ingresos 2016-2020: +11,2% TACC)**

Pese a la lógica contracción de ingresos en 2020, resultado del impacto del Covid-19 (-5,6% vs 2019), KOM ha sido capaz de mantener una tasa de crecimiento en ingresos del 11,2% TACC durante el período 2016-2020 (que se acelera hasta c. 17% TACC si consideramos el período 2015-2019) hasta alcanzar una facturación de EUR 43,8Mn en 2020 (Gráfico 6). Un crecimiento que ha batido ampliamente al registrado por el sector químico en Europa (con crecimientos <5% TACC durante el mismo período). A nuestro juicio, las principales razones que explican este salto en tamaño son esencialmente dos:

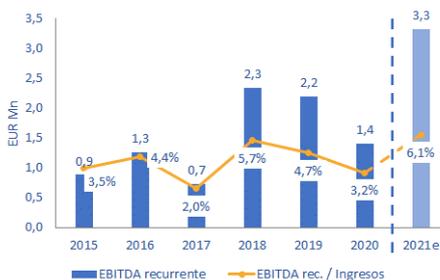
- El incremento de capacidad de producción nominal hasta 220.510 toneladas (vs 104.150 en 2016) para atender la demanda creciente de cargas minerales de carbonato de calcio (CaCO3) y masterbatches.
- Su apuesta por el mercado internacional (62% de los ingresos a cierre de 2020, +11p.p. p.p. vs 2016), reforzando su capacidad comercial en 2017 y abriendo nuevos mercados (con oficina comercial en Colombia desde 2019). Lo que le ha permitido mantener una tasa de crecimiento de sus exportaciones del 16,7% TACC durante el período 2016-2020, superando ampliamente a la registrada a nivel nacional (+4,3% TACC; un nivel que se asemeja más al obtenido por las compañías del sector).

**Gráfico 7. Mix de ingresos (2016-2020)**



El fuerte crecimiento de ingresos habría estado apoyado especialmente en la producción de "fillers" de carbonato de calcio (un negocio de volumen), incrementando el peso de la división de producción masiva (de menor margen) hasta el 82% en 2020 (vs 77% en 2016; Gráfico 7). Lo que se habría traducido en una menor rentabilidad (Mg. Bruto 30,1% en 2020 vs 33,3% en 2016).

**Gráfico 8. EBITDA Recurrente y Mg. EBITDA Rec. (2015-2021e)**



EBITDA Recurrente ajustado para excluir el impacto de los gastos capitalizados (EUR 1,2Mn en 2020 y EUR 1,6Mn en 2019). Para 2021e, estimamos una activación de gastos de I+D de c. EUR 1Mn.

La pérdida de c. 3p.p. de margen bruto, junto al incremento de la estructura operativa de la compañía, con un incremento de los costes de explotación hasta EUR 11,8Mn en 2020 (vs EUR 8,3Mn en 2016) impide trasladar (aún) el salto en tamaño de capacidad productiva e ingresos a nivel de EBITDA Recurrente que, excluyendo el impacto del I+D capitalizado, se situó en EUR 1,4Mn en 2020 (EUR 2,2Mn en 2019; pre-Covid-19). Lo que implica un margen EBITDA Rec. 2020 del 3,2% (vs c. 5% en 2019). Aunque la pérdida de rentabilidad a nivel EBITDA entre 2020 y 2019 se explica, esencialmente, por la pérdida de volumen derivada del impacto del Covid-19 (lo que debiera revertirse ya en 2021e; Gráfico 8).

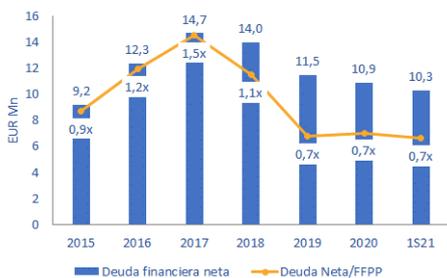
Durante los últimos años, KOM ha mantenido una intensa actividad de I+D (activado en P&L), invirtiendo una media de EUR 1,2Mn/año (máximo alcanzado en 2019 con EUR 1,6Mn), para desarrollar aditivos de mayor valor añadido, nuevas gamas de productos “bio” (que iniciaron su comercialización en 2019) y procesos químicos de “reactive compounding” para el reciclado de plásticos. Durante el período 2016-2020, KOM ha invertido c. EUR 6Mn en I+D, lo que ha marcado tanto el P/L (incrementando la amortización), como el consumo operativo de caja.

### ¿Cómo se ha financiado este crecimiento?

Las ampliaciones de capacidad productiva realizadas durante el período 2015-2020 (CAPEX de c. EUR 17Mn), junto a la actividad de I+D para el desarrollo de nuevos productos (c. EUR 6Mn) han implicado un esfuerzo inversor significativo. A cierre del 1S21, la deuda neta de KOM ascendía a EUR 10,3Mn (-6% vs cierre 2020; Gráfico 9). Dado el tamaño y momento de negocio, el capital necesario para su desarrollo ha procedido principalmente de:

- **Sucesivas ampliaciones de capital:** (i) EUR 3Mn en 2015 (dando entrada al capital riesgo que posteriormente saldría del accionariado con la salida a bolsa en 2019), (ii) EUR 1,9Mn en 2018 (suscrita íntegramente por el accionista mayoritario) y (iii) EUR 5Mn en 2019 (vinculada con la incorporación a BME Growth).
- **Financiación bancaria,** destacando un préstamo sindicado formalizado en 2019 por importe de EUR 10Mn distribuido en dos tramos: (i) EUR 4Mn (instrumentado como un préstamo a siete años y amortizaciones trimestrales con seis meses de carencia y (ii) EUR 6Mn en forma de línea de crédito comprometida por tres años. Además, en 2020 se formalizan préstamos con el respaldo del programa ICO Avales Covid-19 por EUR 5Mn (vencimiento en cinco años y un tipo medio de 1,9%).
- **Otras fuentes de financiación.** En 2018, KOM obtiene EUR 5Mn de Alteralia (vehículo de inversión de deuda gestionado por Alantra) con vencimiento en diciembre de 2025 (Gráfico 10) y un tipo de interés referenciado al Euribor más un margen del 6%-7%.

**Gráfico 9. Deuda Neta vs DN/FFPP (2016-1S21)**



**Gráfico 10. Vencimientos de deuda (2020)**



Nota: El importe pendiente de pago en 2025 correspondiente al préstamo formalizado con Alteralia se ha reducido a EUR 3Mn (vs EUR 4Mn a cierre de 2020) tras la amortización anticipada de EUR 1Mn realizada durante el 1S21.

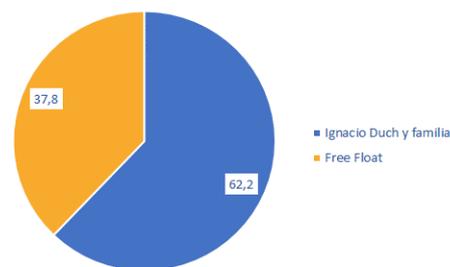
A cierre de 2020, KOM mantenía una cantidad pendiente de amortizar del préstamo de Alteralia de EUR 4Mn. Finalmente, durante el 1S21 amortiza de forma anticipada la cantidad de EUR 1Mn, quedando así pendiente la cantidad de EUR 3Mn. Lo que permitirá reducir el gasto financiero de la compañía.

Tanto el préstamo sindicado como el préstamo con Alteralia incluyen condiciones relativas al cumplimiento de ratios financieros (apalancamiento, servicio de la deuda, CAPEX máximo a invertir) cuyo incumplimiento podría motivar a que fuesen exigibles de forma inmediata.

### Un accionariado en el que prevalece la familia fundadora (que ocupa puestos clave en la dirección de la compañía)

La familia Duch, fundadora de la compañía en 1986, se mantiene como accionista de referencia, controlando de forma directa e indirecta cerca de un 62% del capital. Y manteniendo 4 de los 9 asientos del Consejo y puestos clave en la dirección de la compañía (ocupando, entre otros, el cargo de CEO y la presidencia de la compañía). Lo que, a priori, implica una alineación de intereses con los accionistas minoritarios. El free float asciende a c. 38% (Gráfico 11).

**Gráfico 11. Estructura accionarial (%)**



En relación a operaciones con partes vinculadas (propiedad del accionista mayoritario), en 2020 la compañía realizó compras netas por importe de EUR 3,9Mn (c. 13% del valor de los aprovisionamientos) e incurrió en gastos por arrendamientos operativos por importe de EUR 0,9Mn (c. 12% sobre otros costes de explotación).

### En definitiva, ¿Qué es hoy KOM hoy? ¿A dónde se dirige?

Simplificando mucho, y desde un punto de vista estrictamente descriptivo, estamos ante una química de pequeño tamaño y estrategia de nicho (foco en productos con baja huella de carbono), especializada en la fabricación de concentrados para la industria transformadora del plástico, incluyendo resinas para la fabricación de bioplásticos. En concreto, destacamos:

**Gráfico 12. Cto. Ingresos vs Stoxx 600 Chemicals (2016-2020)**



Nota: El crecimiento de ingresos del Stoxx 600 Chemicals se ha calculado como la mediana del crecimiento de sus componentes.

**Gráfico 13. Mg. EBIT vs Stoxx 600 Chemicals (2016-2020)**



Nota: El margen EBIT del Stoxx 600 Chemicals se ha calculado como la mediana del margen de sus componentes.

- **La generación de recursos estable de su negocio tradicional.** Un negocio que le habría permitido generar tasas de crecimiento orgánico en ingresos de doble dígito, muy superiores a las de su sector (+11,2% TACC 2016-2020 vs 0,6% del índice Stoxx 600 Chemicals; Gráfico 12).
- **Escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya realizadas...** Sobre el papel, KOM cuenta con capacidad para crecer en ingresos sobre la estructura existente (la última ampliación de capacidad se realizó durante el cuatro trimestre de 2019; +30% vs niveles previos). Lo que debiera permitirle una mejora de márgenes en el largo plazo. Y reducir el diferencial con su sector (Mg. EBIT de c. 3% en 2019 vs c. 10% de su sector; Gráfico 13).
- **... con un producto que “elude” la comoditización (uno de los mayores riesgos del sector).** KOM mantiene el foco en la economía circular del plástico, comercializando productos con baja huella de carbono y soluciones biodegradables (ya certificadas por TÜV Austria; uno de los aspectos diferenciadores de la compañía).
- **Y el potencial crecimiento, a más largo plazo, de un mercado aún pendiente de “despertar” (bioplásticos)...** apoyado en la transformación de la industria del plástico que tenderá a la sustitución de los plásticos tradicionales por una “nueva generación” de productos biodegradables y reciclables.
- **... que contará con el apoyo de las relaciones comerciales ya establecidas.** Lo que debiera facilitar la entrada de nuevos productos (y sustituir los ya existentes por sus versiones biodegradables).

Sobre el papel, la apuesta de KOM por la fabricación de productos con menor huella de carbono (y la entrada en soluciones “bio”) como “tecnología” ganadora en la transformación de la industria del plástico es correcta. Y, a nuestro juicio, encontramos dos razones que validan en sí mismas el modelo de negocio: (i) el crecimiento orgánico en ingresos de la compañía (+11,2% TACC 2016-2020 vs < 5% de su sector) y (ii) la capacidad ya probada de atraer capital (tanto en forma de financiación como por medio de ampliaciones de capital). Aunque con unos márgenes que, hasta ahora, se han mantenido bajo presión. Y un nivel de endeudamiento que reduce la capacidad de acometer nuevas inversiones significativas en el corto plazo.

Lo anterior refleja “lo que es” hoy la compañía. Pero, quizás la pregunta más interesante a resolver sea ¿a dónde se dirige? A lo anterior, habría que añadir un nuevo ingrediente: la posibilidad de entrar en el negocio de soluciones biodegradables, un negocio que, aunque aún hoy representa un porcentaje marginal en términos de ingresos, intuitivamente apunta a una posible fuente adicional de crecimiento y mejora de márgenes, apoyada tanto por el empuje social, como por los cambios regulatorios (p.e: desde 2021 las bolsas de plástico ligeras y muy ligeras se prohíben en España, excepto las compostables) y la afinidad del mercado ante inversiones que cumplan con factores ESG.

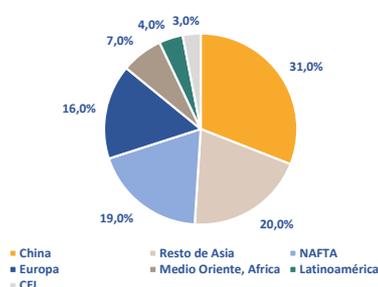
## Con viento a favor: el crecimiento de la demanda y el marco regulatorio, ofrecen oportunidades al sector del plástico (residuos plásticos, biodegradabilidad...)

**Gráfico 14. Producción mundial de plásticos**



Fuente: Plastics Europe, "Plastics-The Facts"

**Gráfico 15. Distribución geográfica de la producción mundial de plásticos**



Fuente: Plastics Europe, "Plastics-The Facts 2020"

**Gráfico 16. Tamaño del mercado mundial de plásticos**



Fuente: GrandView Research y Statista (elaborado LH)

**Gráfico 17. Demanda de plásticos por sector (2019 EU28 + NO + CH)**



Fuente: Plastics Europe, "Plastics-The Facts 2020"

El sector del plástico es una de las principales industrias europeas: > 55.000 compañías (la mayoría SME), que generaron > EUR 350Bn en 2019. Los continuos avances en los materiales plásticos han reforzado su versatilidad, durabilidad y adaptabilidad, ofreciendo numerosas ventajas al conjunto de la industria. Están presentes en numerosos productos: de consumo (hogar, deporte), construcción, automoción, agricultura, higiene, etc.

Actualmente, la mayoría de los materiales plásticos son de origen fósil (petróleo o gas), siendo la principal tendencia la desvinculación de aquellos. Los monómeros (moléculas que forman los plásticos) obtenidos mediante el refinado del petróleo, gas natural o carbón, se combinan posteriormente para la obtención de polímeros (resinas, pastas, polvo o grano), que son empleados en la manufactura de plásticos. A fin de mejorar sus propiedades, los polímeros se combinan con concentrados minerales (talco o carbonato cálcico). Este proceso permite abaratar su coste y reducir el impacto medioambiental de la industria (menor huella de carbono).

Adicionalmente, también son combinados con aditivos específicos (masterbatches), que les permiten aumentar su dureza, resistencia climática y/o adquirir coloración. KOM se posiciona como proveedor de concentrados (el grueso de su negocio) y soluciones "bio" para para la industria manufacturera de plástico.

### Industria del plástico: en continua expansión

La producción mundial de plásticos ha aumentado de forma exponencial desde mediados del siglo pasado. La Asociación Europea de fabricantes de plástico apuntaba a 368MnTn en 2019 (vs. c. 1,5MnTn en 1950; +3,5% TACC 2005-2019), siendo China el principal productor (c. 31% del volumen global 2019; +5p.p. vs. -5y) y con una contribución decreciente en Europa (c. 15,7%, -4p.p. vs. -5y).

A nivel europeo, el sector del embalaje representó c. 39,6% de la demanda en 2019, seguido de la construcción (20,4%), la automoción (9,6%) y el eléctrico y electrónico (6,2% conjuntamente). Alemania, Francia y España, principales mercados de KOM (21%, 11% y 38% respectivamente de su facturación 2020), generaron el 24,2%, 9,5% y 7,8% de la demanda respectivamente.

El mercado global de plásticos, valorado en USD 568,9Bn (2019; Grand View Research), mantendrá una TACC del +3,1% hasta alcanzar c. USD 750Bn (2028e). Como sucede en otras industrias, el crecimiento vendrá liderado por la región de Asia-Pacífico.

Los principales sectores que impulsarán su crecimiento son la construcción, la automoción (regulación favorable a la reducción del peso de los vehículos y la mejora de la eficiencia del combustible) y la industria de componentes eléctricos y electrónicos.

A pesar de que la irrupción de la pandemia del Covid-19 impactó negativamente en la industria (paralización de la producción/demanda en el 2T20), en el 2S20 se constató la recuperación del sector). Por otro lado, la gestión de la propia pandemia ha impulsado la demanda de plásticos del sector sanitario. Grand View Research estima que este segmento de mercado alcance c. USD 48,3Bn en 2028 (+7,5% TACC +7y), lo que está propiciando el aumento de la capacidad productiva por parte de la industria (ExxonMobil amplió en 2020 sus instalaciones en c. 12.000Tn para satisfacer la demanda).

**Gráfico 18. Mercado global de cargas minerales (“fillers”)**



Fuente: Grand View Research (elaborado LH)

**Gráfico 19. Mercado global de masterbatches**



Fuentes: Grand View Research y Markets & Markets (elaborado LH)

### Especializándose en cargas minerales, un nicho de mercado clave, que contribuye “de facto” a reducir la huella de carbono

El mercado de concentrados de cargas minerales (“fillers”) para plásticos es clave para KOM (> 70% de los ingresos 2020). Las cargas minerales son concentrados a base de carbonato de calcio o de talco en una base polimérica, cuya incorporación permite: 1) facilitar el procesamiento de los plásticos, 2) abaratar su coste (al reducir hasta c.70% el uso de polímeros) y 3) mejorar sus propiedades y multifuncionalidad. Pero quizás, el factor más relevante en un contexto en el que la inversión sostenible ha ganado protagonismo (Pacto Verde europeo, Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible), es su capacidad de reducir el impacto medioambiental de la industria.

Distintas fuentes tasaban este mercado en c. USD 10Bn en 2019 a nivel mundial, estimando una TACC de c. +5% +5y, hasta alcanzar c. USD 14,5Bn en 2026e. KOM está bien posicionada en el segmento del carbonato de calcio (sus productos Exfill se emplean en la gama de plásticos con mayor demanda). El equipo gestor estimaba en c. 350.000Tn la producción europea, situando la cuota de mercado de KOM en c. 10%. La elevada estabilidad y rendimiento del carbonato de calcio, junto al aumento de la demanda de materiales más ligeros (sectores de empaquetado y automoción) impulsarán el crecimiento del mercado.

### Y en “masterbatches”

Los masterbatches son mezclas concentradas de pigmentos o aditivos dispersados dentro de una resina portadora. La ventaja de estos productos (vs. los pigmentos en polvo), es que no manchan y no son volátiles, por lo que su uso reduce la contaminación. KOM suministra a la industria de plásticos fundamentalmente masterbatches blancos y negros, y de forma residual (c. 16% de los ingresos) masterbatches con pigmentos y/o otros aditivos. El mercado de masterbatches, valorado c. USD 11,1Bn en 2020 por Markets & Markets, registrará una TACC similar al de los concentrados minerales (+5,1% TACC +5y), alcanzando c. USD 14,3Bn en 2025e.

El aumento de la demanda en el sector de empaquetados y en la industria de la automoción (sustitución de metal por plástico debido a su superioridad técnica) será el principal motor de crecimiento (el uso de masterbatches de color y de aditivos está ampliamente extendido en ambas industrias). APAC liderará el crecimiento del mercado, que, por otro lado, se seguirá viendo limitado por la competencia de productos más económicos (y de menor calidad).

### Unos mercados activos en M&A, en el que compiten grandes conglomerados con numerosas compañías de menor tamaño.

En el mercado de concentrados de carbonato de calcio operan conglomerados cotizados como BASF (Alemania), Imerys (Francia), Evonik Industries (Alemania), Plastika Kritis (Grecia), Clariant (Suiza), Ferro Corp. (US) junto a numerosas empresas no cotizadas como Ampacet -Corp. (US) Teknor Apex Co. (Islandia) o Kärntner Montanindustrie (Austria).

En el segmento de masterbatches destacan cotizadas como BASF (Alemania), Avient Corp. (anteriormente Polyone; US), Cabot Corp. (US), LyondellBasell (US), Plastika Kritis (Grecia), Plastiblends India (India), que conviven con no cotizadas como, entre otros, Ampacet Corp. (US), Tosaf Group (Israel), Penn Color Inc. (US), Kunststoff-Kemi (Dinamarca) o Colorplasticchemie (Alemania).

Polyone (Avient) adquirió en 2020 la división de masterbatches de la suiza Clariant por (USD 1,44Bn, 11,1x EV/Rec. EBITDA, 7,6x considerando las sinergias esperadas). Ferro Corp ha alcanzado recientemente un acuerdo para ser adquirida por Prince Intl. Corp. (USD 2,1Bn). Unas operaciones que reflejan el apetito de la industria por ambos segmentos de mercado.

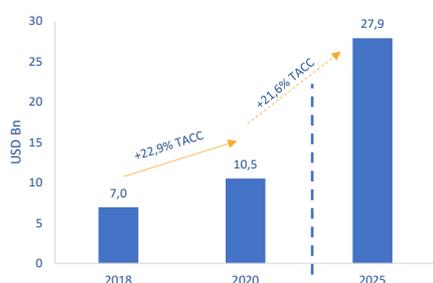
### Y siendo la no-biodegradabilidad el principal reto de la industria de plásticos

De mantenerse el ritmo actual, la producción mundial de plásticos podría alcanzar c. 600MnTn +10y (c. 1,6x vs. la actual). La no biodegradabilidad del grueso de la producción (no descomponibles en elementos químicos naturales por la acción de agentes biológicos), supone un reto para la industria de plásticos. C. 30-50% de la producción se destina a aplicaciones de un solo uso.

Mientras que el carbonato de calcio inorgánico (principal producto de KOM) inhibe la biodegradabilidad de los productos plásticos, el orgánico favorece dicho proceso.

Este último está presente en las estructuras de organismos vivos (algas, conchas de moluscos...). El grueso de los masterbatches (pigmentos y aditivos) que actualmente se emplean en los plásticos reciclados, tampoco son biodegradables. No obstante, la división de BIO-Solutions de KOM, todavía incipiente, desarrolla productos a fin de dar respuesta a este desafío.

**Gráfico 20. Mercado global de bioplásticos y biopolímeros (USD Bn)**



Fuente: Markets & Markets (elaborado LH)

**Por lo que los bioplásticos y plásticos biodegradables emergen como solución potencial, liderando el crecimiento del mercado...**

Los bioplásticos (polímeros producidos a base de materias primas biológicas) tratan de dar respuesta a la crisis medioambiental provocada por los residuos plásticos. El mercado global de bioplásticos y biopolímeros rondaría c. USD 10,5Bn (2020; Markets & Markets). El giro de las principales compañías hacia estos productos (cumplimiento de estándares medioambientales), permitirá mantener tasas de crecimiento de doble dígito, hasta alcanzar USD 27,9Mn en 2025e (c. +21,5% TACC +5y).

**...estando el foco en el desarrollo de plásticos biodegradables**

El mercado de plásticos biodegradables rondaría c. USD 4,6Bn (2020), representando < 50% del mercado. La proliferación regulatoria para erradicar los plásticos no biodegradables y la innovación impulsarán el crecimiento de este mercado, que superará la barrera de los USD 10Bn +5y (c. 2x su tamaño actual), y siendo su principal freno su elevado precio. Adicionalmente, los productos comercializados requieren de sendas certificaciones por parte de agencias reguladas (como TÜV Austria o DIN CERTCO). Es previsible que la mayoría de los plásticos se produzcan (> l/p) a partir de materias primas alternativas, como aceites reciclados o plásticos secundarios, biomasa de origen responsable o incluso CO2.

**Gráfico 21. Mercado mundial de plásticos biodegradables (USD Bn)**



Fuente: Markets & Markets (elaborado LH)

Destacan productos termoplásticos, como el ácido poliláctico (PLA) y los polihidroxialcanoatos (PHAs), junto a mezclas de almidón, poliésteres biodegradables (empleados principalmente en la industria de empaquetado). KOM comercializa resinas biodegradables. Mientras que los PLA requieren de compostaje industrial para acelerar su descomposición, la plena biodegradabilidad de los PHAs los posiciona entre las principales alternativas para la industria (Danimer Scientific, tiene previsto invertir USD 100Mn +2y para ampliar sus instalaciones de procesamiento). Los productos biodegradables se emplean, entre otros, en la manufactura de botellas, cuencos, y láminas flexibles.

Entre los principales operadores en este segmento, destacan NatureWorks (US), BASF (Alemania), Ampacet (US), Total Corbion PLA (Países Bajos), Mitsubishi Chemical Corporation (Japón) y Biome Bioplastics (UK), junto a otros de menor tamaño como BioSphere (US).

**La gestión de residuos (en el foco): una oportunidad de negocio...**

El reciclaje del plástico (actividad a desarrollar por KOM) es otra alternativa. Actualmente, menos del 9% de los residuos plásticos generados a nivel mundial se recicla. En Europa, c. 43% de los residuos plásticos son reutilizados para la generación energética, c. 33% se recicla y el resto se acumula en vertederos. La eliminación de los últimos es clave para alcanzar la economía circular en la industria. Por otro lado, los masterbatches actualmente empleados en los plásticos reciclados son perjudiciales para el medioambiente, por lo que su progresiva sustitución por masterbatches biodegradables impulsará el crecimiento de la industria.

Cerca del 50% de los residuos plásticos recuperados en la UE son exportados fuera de Europa para su tratamiento debido, principalmente, a la falta de capacidad instalada o de tecnología. En 2018 se habrían recuperado c.29MnTn en la EU-28 para su tratamiento (c. +2x vs. 2006). En el mismo año la producción de plásticos reciclados en Europa alcanzó c. 5MnTn, de las que c. 80% se reintrodujeron en el circuito económico europeo (producción de nuevos productos), y exportándose el resto. KOM tiene previsto diversificar su negocio vía comercialización de polímeros reciclados (“reactive compounding”).

**...aunque todavía con limitaciones**

La diversidad de materiales existentes en los residuos plásticos (debido a las múltiples adaptaciones a las diferentes necesidades sectoriales) aumenta la complejidad de los procesos de reciclado, elevando el coste producción y minorando la calidad vs. los plásticos tradicionales (“down-cycling”), factores que han limitado su penetración.

Cabe destacar, que los concentrados de carbonato de calcio desarrollados por KOM facilitan el reciclado de los plásticos (acelerando el proceso). El desarrollo de nuevas tecnologías de reciclaje permitirá expandir el mercado (I/p). A pesar del aumento de la demanda de plásticos reciclados, estos habrían representado solo c. 6% de la demanda europea de plásticos.

### **Pero favorecida por la aceleración del despliegue regulatorio para implementar la economía circular en la industria de plásticos.**

En 2018 el Parlamento Europeo aprobó la Directiva (2018/852), modificando la Directiva 94/62/EC, y estableciendo, entre sus objetivos un umbral mínimo de reciclado del 65% del peso de los embalajes y del 50% del peso de la totalidad de los plásticos utilizados en 2025. Ambos umbrales se amplían al 70% y 55% respectivamente en el horizonte a 2030 (Pacto Verde Europeo).

La Directiva Europea sobre Bolsas Ligeras de Plástico (UE 2015/720), limita su uso, habiendo sido traspuesta a la legislación de los diferentes países europeos con posterioridad. En España, el Real Decreto 293/2018, prohíbe el uso de bolsas ligeras y muy ligeras (<50micras) no compostables a partir de 2021.

La Directiva Europea (EU) 2019/904 sobre plásticos de un solo uso, prohíbe la comercialización de productos de diversos productos elaborados con poliestireno expandido y de productos elaborados con plásticos oxodegradables. Una medida que impactará de lleno en el sector de empaquetado. La misma directiva establece un objetivo de reciclado del 90% de las botellas de plástico (2029) y establece un requisito de un contenido mínimo de plásticos reciclados del 25% en la producción de botellas de PET (2025) y del 30% (2030) para el total de las botellas. La directiva deberá haberse traspuesto a la legislación nacional no más tarde de julio 2021.

Por otro lado, se ha fijado recientemente un impuesto europeo (EUR 0,80/Kg de residuos plásticos no reciclados). Adicionalmente, entre las medidas que también se habían valorado, figuraban la potencial reducción del IVA en los plásticos reciclados y el desarrollo de estándares de calidad para estos productos.

### **En conclusión, la sustitución por biodegradables es el principal reto para la industria de plásticos, que emerge como oportunidad para sus proveedores (como KOM)**

El crecimiento esperado en la demanda de productos plásticos favorecerá a esta industria (y a KOM), que disfrutará de un sólido crecimiento (I/p). No obstante, la crisis medioambiental ocasionada por la acumulación de residuos plásticos, junto a la propia perspectiva sobre el crecimiento de la demanda de estos productos, ha desencadenado la proliferación regulatoria (EU), en aras de acelerar la implantación de la economía circular en el sector.

Este contexto normativo fomenta la penetración de los plásticos reciclados en la industria (c/p), favoreciendo el uso de concentrados de carbonato de calcio mineral. KOM está desarrollando tecnologías para el reciclado de plásticos basadas en el compounding reactivo. En el más I/p, el desarrollo de compuestos biodegradables (en el que se centra la división de KOM, BIO-Solutions) será el principal motor de crecimiento de la industria (KOM podría apalancar su crecimiento de forma más inmediata en la cartera actual de clientes).

Y sin olvidar que, en un escenario con atractivo crecimiento, la industria tiende a adoptar estrategias (orgánicas/inorgánicas) para acelerar su expansión.

## 2021e-2023e: la vuelta a crecimientos de doble dígito en ingresos hará factible una mejora muy significativa en márgenes

**Gráfico 22. Ingresos (2016-2023e)**



La apuesta de KOM por la comercialización de compuestos y aditivos con baja huella de carbono para la fabricación de plásticos, junto a su orientación internacional (62% de los ingresos en 2020), le han permitido generar crecimientos de doble dígito en ingresos (-5y) hasta alcanzar una facturación de c. EUR 44Mn en 2020 (+11,2% TACC 2016-2020). Unos niveles de crecimiento “ajenos” a la evolución económica y a su propio sector (con crecimientos en ingresos < 5% TACC durante el mismo periodo). Un diferencial que se mantuvo también en 2020, un año marcado por el impacto del Covid-19 (Ingresos 2020: -5,5% vs c. -10% del sector),

Por tanto, KOM es una historia de crecimiento y los números de los últimos cinco años explican lo ocurrido. Aunque la asignatura pendiente sigue siendo la mejora en márgenes. No obstante, a lo visto hasta ahora (2016-2020) habría que incorporar un nuevo ingrediente: la posibilidad de entrar en un negocio aún muy incipiente (“bioplásticos”). Lo que invita a reflexionar sobre dos cuestiones clave: (i) ¿los niveles de crecimiento vistos hasta ahora son proyectables a largo plazo? y (ii) ¿es posible un “catch up” en márgenes hasta niveles más próximos a los del sector?

**Gráfico 23. Ingresos vs Capacidad de Producción nominal instalada (2015 -2023e)**



### Vuelta a crecimientos de doble dígito en ingresos (2020-2023e: +16,7% TACC)...

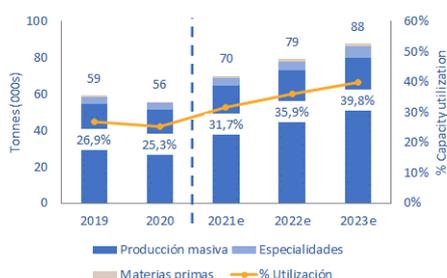
Tras el parón de 2020 (Gráfico 22), los resultados del 1S21 (Ingresos: EUR 30Mn; creciendo cerca de un +20% vs 1S19, niveles pre Covid-19) evidencian una recuperación de los niveles de crecimiento. Lo que valida la estrategia ejecutada durante los últimos años, sobre la que se asienta nuestra estimación de ingresos, y que se basa en:

- **Su posición competitiva en el mercado de “fillers” de carbonato de calcio (CaO3)...** un negocio que esperamos que continúe generando una fuente de recursos estable por la demanda creciente de cargas minerales que permitan reducir el coste y la huella de carbono de los productos plásticos.
- **... junto a los masterbatches y aditivos ya desarrollados**, que permiten a KOM ofrecer auténticos productos a medida (de mayor valor añadido y margen), reduciendo la exposición cíclica del negocio.
- **Y un mix de ingresos diversificado**. Tanto por sectores, como por geografías (con reducción del peso de España; c. 38% en 2020 vs c. 50% en 2016).
- **A lo que habría que sumar la opción real de beneficiarse de la transformación del mercado del plástico**, con una gama de productos “bio” ya certificados por TÜV Austria (una de las certificaciones más empleadas en compostabilidad a nivel global). Lo que, pese a tratarse aún de un mercado muy incipiente (c. 1% del mercado del plástico) debiera permitirle acelerar el crecimiento de forma notable a medida que la normativa se vuelva más estricta con los productos plásticos tradicionales (apalancándose sobre la base de clientes ya establecida de su negocio tradicional).
- **Y todo ello apoyado sobre la ampliación de capacidad de producción realizada en 2019 (y que aún no ha tenido reflejo en el P&L)**, con la que sumó 51.000 toneladas adicionales en el 4T19 (+30%) hasta alcanzar una capacidad de producción nominal de 220.510 (Gráfico 23) con la que podrá recuperar los niveles de crecimiento vistos hasta 2019 con una capacidad instalada mayor (un driver ajeno al ciclo).

**Gráfico 24. Mix de Ingresos (2019-2023e)**



**Gráfico 25. Mix de toneladas vendidas vs niveles de utilización nominal (2019-2023e)**



El escenario que planteamos contempla una recuperación del crecimiento orgánico hasta alcanzar unos ingresos de EUR 70Mn en 2023e (+16,7% TACC; Gráfico 23). Lo que implicaría una producción de c. 88.000 Tn (+48% vs 2019; Gráfico 25). Asumible sin necesidad de realizar inversiones muy significativas; teniendo en cuenta que KOM puso en marcha una ampliación de c. 30% de su capacidad en el 4T19 (ejercicio en que su producción llegó a alcanzar tasas de utilización nominal de c. 35%).

Por líneas de actividad, estimamos que la división de producción masiva continúe con altas de crecimiento (+16% TACC 2020-2023e), especialmente en 2021e (+25%; por la menor base comparable de 2020 y la demanda retenida por el Covid-19) aunque desacelerándose hasta niveles de c. 10% en 2023e (convergiendo con los niveles de crecimiento estimados para la industria de cargas minerales). No obstante, pese a la desaceleración de sus ingresos en 2023e, su peso sobre el mix seguirá siendo muy elevado (c. 80% en 2023e; Gráfico 24)

Por contra, estimamos que la división de especialidades acelere su crecimiento de forma notable (+20% TACC 2020-2023e vs +5% TACC 2016-2020) aupada por el crecimiento de las soluciones “bio”, que debieran aportar c. 6% del mix de ingresos en 2023e (vs aportación marginal en 2020). Lo que permitirá compensar el menor crecimiento del resto de productos de la división de especialidades (masterbatches de colores y de aditivos; c. 5% TACC 2020-2023e), contribuyendo a que la división de especialidades (de mayor valor añadido y margen) alcance un peso sobre el mix de ingresos de c. 17% en 2023e (vs c. 16% en 2020 y c. 15% en 2019).

### ... que permitirá una mejora significativa de márgenes (por puro aprovechamiento del apalancamiento operativo del negocio)

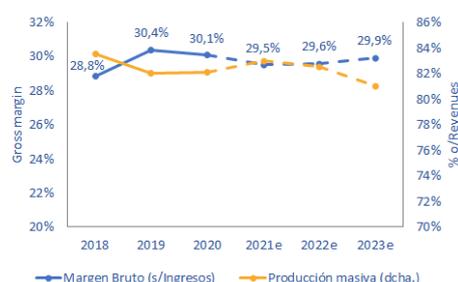
Pese a que en 2021e estimamos una ligera contracción del margen bruto en términos porcentuales (-0,6p.p vs 2020; Gráfico 26) resultado de la presión al alza sobre los precios de sus principales materias primas y del incremento del peso de la división de producción masiva (de menor margen) sobre el mix de ingresos, estimamos una mejora significativa del margen EBITDA Recurrente (que excluye el impacto de la capitalización de I+D) hasta el 6% (vs 3% en 2020 y 3,6% en 2019. ¿Por qué?

A nuestro juicio, las ampliaciones de capacidad de producción nominal acometidas durante el período 2016-2019 (con la entrada de la última ampliación en el 4T19) otorgan a KOM capacidad para generar economías de escala significativas desde los niveles actuales (con un margen EBITDA muy inferior al obtenido por la media de su sector). En concreto, destacamos:

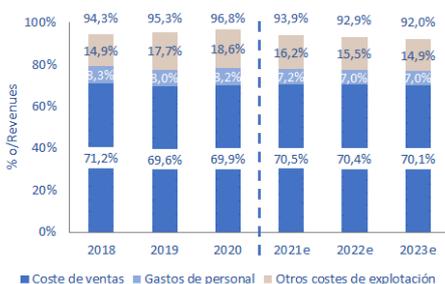
- **Capacidad de generación de sinergias entre las distintas divisiones.** La actividad de cargas minerales y de blancos y negros cuentan con líneas de producción y logística compartidas, por lo que se pueden utilizar por cada producto en función de las necesidades. Ocurriendo lo mismo con las líneas de producción de masterbatches de colores y aditivos y soluciones “bio”.
- **Aumento progresivo de la utilización de la capacidad de producción nominal (c. 40% en 2023e vs c. 25% en 2020),** lo que llevará a una dilución de costes fijos (Gráfico 27) permitiendo una mejora del margen EBITDA Recurrente (por puro aprovechamiento del apalancamiento operativo).

Nuestras estimaciones 2021e contemplan un incremento de los costes de estructura hasta EUR 12,8Mn (c. 23,5% s/ingresos 2021e), resultado de unos gastos de personal de EUR 3,9Mn (+9% vs 2020) y otros costes de explotación por EUR 8,9Mn (+10% vs EUR 8,2Mn en 2020). De este modo, el fuerte crecimiento de ingresos estimado para el año 2021e (+25% vs 2020 y +18% vs 2019) podrá alcanzarse sin incrementar de forma significativa la estructura de costes actual (c. 9% vs 2020) lo que debiera empujar el EBITDA Recurrente 2021e hasta c. EUR 3,3Mn (Mg. EBITDA 6% vs 3,2% en 2020).

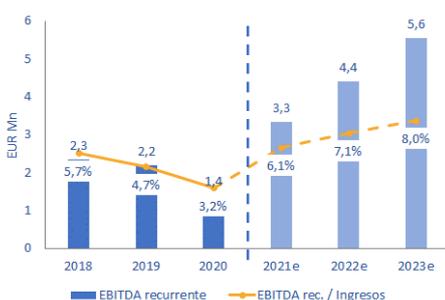
**Gráfico 26. Mg. Bruto vs peso en ingresos de la división de producción masiva (2018-2023e)**



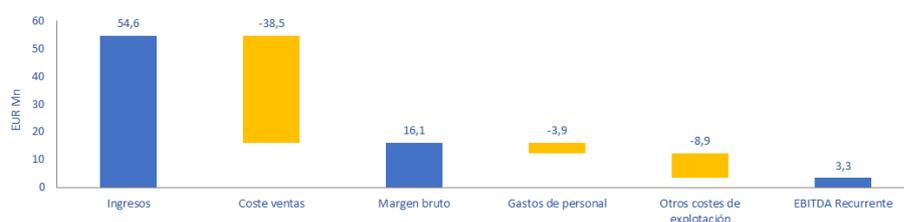
**Gráfico 27. Estructura de costes y % s/Ingresos (2019-2023e)**



**Gráfico 28. EBITDA Rec. y Mg. EBITDA Rec. (2018-2023e)**



**Gráfico 29. Desde ingresos hasta EBITDA Rec. (2021e)**



¿Y en 2023e? El crecimiento en volumen estimado (+16,7% TACC 2020-2023e) permitirá diluir sobre una mayor base de ingresos la elevada estructura de costes fijos actual. Lo que estimamos que permitirá a KOM generar un EBITDA de c. EUR 5,5Mn en 2023e (Gráfico 28) impulsando el Mg. EBITDA Rec. hasta el 8% (aunque aún inferior al obtenido por su sector: > 10%).

No obstante, dado que no esperamos que el negocio de bioplásticos (de mayor margen) genere masa crítica suficiente hasta, al menos, 2023e (% s/mix de ingresos >5%) consideramos que hoy el principal driver que hará factible una mejora en márgenes será el crecimiento en volumen. Por lo que, dada la estructura de costes fijos actual, un crecimiento más lento de lo esperado de los volúmenes de ingresos produciría un impacto muy significativo en términos de EBITDA. Un crecimiento de ingresos del 10% (vs 16,7% TACC estimado) produciría un impacto muy negativo en nuestras estimaciones (EBITDA 2023e: c. -40% vs nuestra estimación inicial).

**Gráfico 30. EBITDA Rec. y Beneficio Neto (2018-2023e)**



**Y empujará el Beneficio Neto por encima de los niveles de breakeven (aunque habrá que esperar a 2022e)**

Por debajo de la línea de EBITDA, las principales partidas que consideran nuestras estimaciones para el período 2021e-2023e son:

- **Un gasto por amortizaciones de c. EUR 2,5Mn/año (c. 10% s/activos netos)...** de los que c. 40% corresponderán a la amortización de los intangibles generados por el I+D capitalizado (con una vida útil < 4 años, lo que acelera su amortización).
- **... junto a la continuidad de la política de activación de I+D (EUR 1Mn/año).** Dada la naturaleza de la compañía, consideramos que el I+D seguirá siendo prioritario (especialmente enfocado en proyectos de biopolímeros y compuestos sostenibles). Por lo que proyectamos una capitalización de c. EUR 1Mn/año de los gastos de I+D.
- **Con un gasto financiero de c. EUR 1Mn.** Aunque tenderá a reducirse progresivamente. Por dos razones: (i) la reducción del nivel de Deuda Neta desde 2022e y (ii) la amortización anticipada de EUR 2Mn del préstamo de Alteralia (Alantra) entre 2020 y 2021 (con un coste de c. 7-8%).
- **Y una tasa fiscal de c. 20%,** similar a la registrada durante el período 2018-2020.

En este contexto, consideramos que el nivel de EBITDA Rec. estimado mantendrá el Beneficio Neto < EUR 1Mn en 2021e. Algo que cambiará a partir de 2022e y 2023e, donde la generación de niveles de EBITDA Recurrente > EUR 4Mn permitirá a KOM dejar atrás los niveles de breakeven (Beneficio Neto de c. EUR 2,6Mn y PER 11x: pero no hasta 2023e).

**Free Cash Flow: el crecimiento en EBITDA acelerará la generación de FCF (aunque en 2021e estará marcada por la normalización del capital circulante)**

**Gráfico 31. Free Cash Flow Rec. (2018-2023e)**

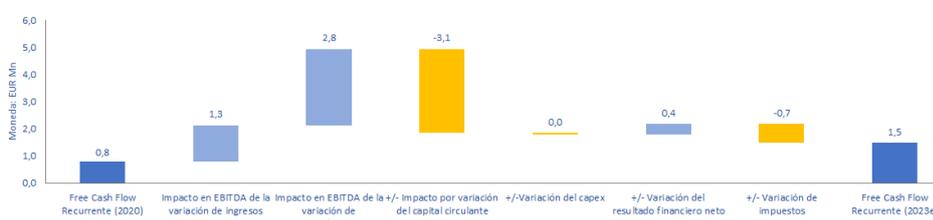


En 2020, las medidas de liquidez (empujadas por un incremento del factoring y confirming) para hacer frente al impacto del Covid-19 posibilitaron un aumento de la generación de FCF, apoyándose en una reducción significativa de los días de cobro (que permitió una reducción de las cuentas a cobrar de c. 40% vs 2019) y el aumento de los días de pago (que incrementó c. 10% de las cuentas a pagar). Lo que redujo el capital circulante/vtas a niveles de c. 2,5%.

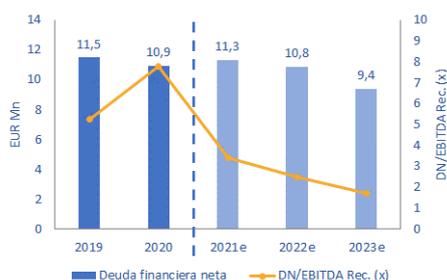
En términos de FCF Rec., nuestras estimaciones pivotan sobre: (i) una normalización del circulante/vtas (c. 5,5% en 2023e vs c. 2,5% en 2020) y (ii) una reducción del Capex hasta c. EUR 2Mn/año, dado que consideramos que no serán necesarias inversiones significativas tras la ampliación del 30% de la capacidad en el 4T19.

El escenario que planteamos debería permitir a KOM generar un FCF Rec. de, al menos, EUR 1,5Mn en 2023e (Gráfico 31), empujado esencialmente por la mejora del margen EBITDA Rec. Lo que se traduce en un FCF Rec. yield 2023e de c. 5% (en línea con su sector).

**Gráfico 32. Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020-2023e)**



**Gráfico 33. Deuda Neta vs DN/EBITDA Rec. (2019-2023e)**

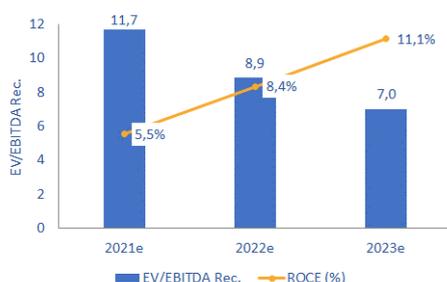


**Lo que, junto al “despegue” del EBITDA, debiera permitir una vuelta a niveles de apalancamiento más razonables (DN/EBITDA Rec. 2022e: c.3x)**

A cierre del 1S21, la Deuda Neta de KOM se redujo hasta c. EUR 10,3Mn (-6% vs 2020). Pese a ello, la salida de caja que estimamos necesaria para normalizar los niveles de circulante en 2021e deberían traducirse en una Deuda Neta de c. EUR 11Mn (+4% vs 2020; Gráfico 33). Un nivel de endeudamiento (DN/FFPP 2021e de c. 0,7x) que reduce la capacidad de acometer nuevas inversiones significativas en el corto plazo. Pero que consideramos asumible (dado que el 30% de su vencimiento se encuentra concentrado en 2025e).

Si ponemos la vista en el más largo plazo, el “despegue” del EBITDA (que reducirá el nivel de apalancamiento), junto a la capacidad de generación de caja (que reducirá progresivamente la Deuda Neta) le permitirá alcanzar niveles de endeudamiento más razonables (DN/EBITDA Recurrente 2022e: c. 2,5x, reduciéndose a < 2x en 2023e).

**Gráfico 34. EV/EBITDA vs ROCE (2021e-2023e)**



**En definitiva: crecimientos de doble dígito en ingresos, acompañados de una mejora muy significativa en márgenes. Que llevaría el múltiplo EV/EBITDA 2023e a c.7x**

La “foto” es la de una compañía que presenta argumentos creíbles para recuperar los niveles de crecimiento vistos antes del impacto del Covid-19, haciendo factible una mejora muy significativa de márgenes (hasta ahora muy inferiores a los vistos en su sector) por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo.

Hoy, nuestro escenario central es el de consolidar c. EUR 5,5Mn de EBITDA Recurrente en el período 2021e-2023e (Mg. EBITDA c. 8%), con facturación de c. EUR 70Mn (+16,7% TACC; en línea con el crecimiento registrado durante el período 2016-2019). Y apalancamiento por debajo de 2x DN/EBITDA en 2023e. Todo apoyado por su posicionamiento en la industria del plástico como proveedor de compuestos que permitan reducir tanto el precio como la huella de carbono de los productos finales (posicionamiento que le ha permitido mantener un crecimiento diferencial frente a su sector durante los últimos años).

No obstante, a lo anterior habría que sumar la opción de beneficiarse “de verdad” (más allá de 2023e) de su posicionamiento en el mercado de bioplásticos (nuestros números reflejan un crecimiento del segmento “bio” hasta alcanzar un peso de c. 6% s/Ingresos en 2023e). Un mercado aún pendiente de “despertar” y apoyado en la transformación de la industria del plástico, que tenderá a la sustitución de los plásticos tradicionales por una “nueva generación” de productos biodegradables y reciclables. Lo que intuitivamente apunta a una posible fuente de crecimiento adicional apoyada por factores sociales, regulatorios (empuje normativo) y la propia afinidad del mercado por inversiones que cumplan con criterios ESG.

KOM cotiza hoy a c. 12x EV/EBITDA Rec. 2021e, que se reduce a c. 7x EV/EBITDA en 2023e (vs c. 10x de sus comparables más directos); unos múltiplos soportados sobre una capacidad de crecimiento de ingresos muy superior (c. 17% TACC 2020-2023e vs c. 5% de su sector).

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,3	1,2	2,1	n.a.			
Market Cap	28,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	0,3%	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)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,6%	12,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,2%	D			=	=	
WACC	9,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,2%	10,5%	
G "Razonable"	3,0%				3,0%	2,0%	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
BASF	BAS-DE	61.611,6	12,1	2,8%	7,5	2,5%	1,1	1,3%	14,6%	5,7%	7,6%
LyondellBasell	LYB-US	28.002,6	5,9	-10,4%	5,6	-9,1%	1,2	-0,2%	21,5%	13,9%	-9,0%
Clariant	CLN-CH	5.878,4	24,1	14,5%	11,2	8,7%	1,9	5,6%	16,7%	3,2%	22,4%
<b>Química especializada</b>			<b>14,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>8,1</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2%</b>	<b>17,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,0%</b>
Avient Corporation	AVNT-US	3.694,2	16,6	17,4%	10,2	8,5%	1,3	3,8%	12,9%	6,4%	n.a.
Cabot Corporation	CBT-US	2.567,0	10,9	7,8%	6,5	2,6%	1,3	4,0%	20,1%	4,4%	31,0%
Ferro Corporation	FOE-US	1.449,8	18,6	13,3%	10,1	7,4%	1,8	4,2%	17,8%	2,1%	62,1%
Comparables más directos			15,3	12,8%	8,9	6,2%	1,5	4,0%	16,9%	4,3%	46,6%
<b>KOM</b>	<b>KOM-ES</b>	<b>28,9</b>	<b>39,1</b>	<b>88,0%</b>	<b>11,7</b>	<b>29,2%</b>	<b>0,7</b>	<b>12,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

### Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	7,8%	4,8	8,1x
Central	7,1%	4,4	8,9x
Min	6,4%	4,0	9,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e			➔	FCF Rec./Yield 22e			
EBITDA 22e	2,2%	2,5%	2,8%		Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
4,8	1,1	0,9	0,7		Max	3,8%	3,1%	2,5%
4,4	0,7	0,5	0,3		Central	2,3%	1,6%	1,0%
4,0	0,2	0,0	(0,1)		Min	0,8%	0,1%	n.a.

## ¿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. Despegue más lento de lo esperado de la división de especialidades (15% s/Ingresos 2021e)**, donde se integra el negocio de soluciones “bio”. Nuestras estimaciones consideran que la división de especialidades acelerará su crecimiento hasta el +18,6% (vs 6% TACC del período 2016-2019) aupada principalmente por el “despegue” del negocio de soluciones “bio” (con un peso aún marginal en 2020). Una reducción del crecimiento de la división de especialidades hasta niveles cercanos a los obtenidos en el pasado (c. 6% TACC; en línea con el crecimiento esperado para el mercado de masterbatches) implicaría una reducción de nuestra estimación de ingresos 2022e de c. 3% (y de cerca del 10% en EBITDA).
- 2. Intensificación de la competencia.** El mercado en el que opera KOM se caracteriza por una elevada competitividad (aupada por el incremento de la demanda de soluciones que permitan reducir la huella de carbono de los productos plásticos), lo que podría presionar los márgenes. Una caída generalizada del 5% en los precios de los productos comercializados, reduciría c. 15% el EBITDA Rec. estimado para 2022e.
- 3. Repercusión de costes de materia prima y energía.** KOM repercute a sus clientes las subidas del precio de sus materias primas. Pero, las revisiones de precios de venta no se realizan de forma inmediata, con presión a la baja en los márgenes durante periodos continuados de subida de precio de sus materias primas (como el observado durante el primer semestre de 2021). En nuestro modelo se considera un margen bruto del 29,5% para el ejercicio 2021e (-0,6p.p. vs 2020). Una reducción del margen bruto hasta niveles del 29% implicaría una reducción del 9% en términos de EBITDA 2021e (Mg. EBITDA 5,5% vs 6,0% estimado).
- 4. El aprovechamiento de economías de escala es clave para la mejora de márgenes.** Estimamos una reducción del peso de los costes de explotación (gastos de personal más otros costes de explotación) hasta niveles del 22,5% s/Ingresos 2022e (vs 26% en 2019; año en que se realiza una ampliación de la capacidad de producción nominal de c. 30%). Un incremento de los costes de explotación s/Ingresos hasta niveles del 24,5% (+2p.p. vs escenario central) implicaría una reducción de c. 20% del EBITDA estimado en 2022e.
- 5. El Capex no se reduce.** Tras el esfuerzo inversor del período 2015-2019 (Capex c. 15Mn; EUR 4,2Mn en 2019) estimamos una normalización del Capex, revirtiendo a niveles de c. 3% s/Ingresos en 2021e. Un incremento de las necesidades de inversión hasta niveles del 4% (cercano a los niveles de sus comparables más directos) implicaría un Capex de EUR 2,5Mn (vs EUR 1,5Mn estimado).
- 6. Nivel de endeudamiento y coste de la deuda.** KOM cierra el 1S21 con una Deuda Neta de EUR 10,3Mn, que estimamos que se incremente hasta c. EUR 11Mn a cierre de 2021e (por incremento de la inversión en circulante). Para 2022e, nuestras estimaciones consideran una reducción del coste de la deuda hasta niveles de c. 6% (vs c. 8% en 2020) por la amortización anticipada del 40% del préstamo de Alteralia (realizada entre 2020 y 1S21). Mantener un coste de la deuda cercano al 8% (+2p.p. vs nuestra estimación) implicaría una reducción de c. 20% del beneficio neto de 2022e.
- 7. Riesgo de dilución.** Aunque KOM ha mantenido de forma sistemática niveles EBITDA positivo durante los últimos años, acelerar el crecimiento del negocio podría elevar las necesidades de capital (DN/EBITDA Rec. 2021e: c. 3,5x). Dado el tamaño/sector/momento de negocio de KOM, el acceso a nuevo capital para crecer podría pasar por incrementos adicionales del equity (que implicarían dilución para los actuales accionistas).
- 8. Riesgo por cambios regulatorios.** 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 podría impactar en los procedimientos y rentabilidad de KOM, dando lugar a nuevas necesidades de CAPEX.

## Un consejo renovado, por su debut en bolsa, y controlado por la familia fundadora

**Tabla 2. Consejo de Administración**

Nombre	Categoría	Fecha	Derechos de voto
Corp. Chimique International <sup>(1)</sup>	CEO, Presidente	25/06/2020	26,6%
D <sup>a</sup> . Clara Duch	Ejecutivo	25/06/2020	0,0%
CCP Masterbatch S.L. <sup>(2)</sup>	Dominical	25/06/2020	35,5%
D. Albert de la Riva	Independiente	25/06/2020	0,0%
D. Iñigo Gallo	Independiente	24/07/2019	0,0%
D <sup>a</sup> . Sandra Duch	Otro, externo	24/07/2019	0,0%
Gant Finance S.A.	Dominical	14/02/2020	5,0%
Gestión y Adm. Inmob. S.A.	Dominical	14/02/2020	5,1%
<b>Total</b>			<b>72,3%</b>

Nota 1: Sociedad 100% perteneciente a D. Ignacio Duch, fundador de KOM, quien la representa.

Nota 2: Sociedad 100% perteneciente a la familia Duch.

El Consejo ha sido ampliado progresivamente hasta los 9 asientos actuales (vs. 5 pre-OPV), para dar cabida a nuevos accionistas, de los que la familia fundadora ocupa 4, estando involucrada en la gestión de la compañía.

- La familia Duch (fundadora de la compañía) mantiene el control del Consejo de Administración:** 4 de sus 9 miembros, con el 62,2% de los derechos de voto, implicando, a priori, la alineación de intereses con los accionistas minoritarios. D. Ignacio Duch, fundador y CEO de KOM, ocupa la presidencia. Concentra indirectamente el 44,4% de los derechos de votos (17,8% a través de CCP Masterbatch).

Por otro lado, las 2 únicas consejeras son D<sup>a</sup> Clara Duch y D<sup>a</sup> Sandra Duch, con respectivas categorías de ejecutiva y directiva externa. Adicionalmente, D. Carlos Argenté (hasta 2019 consejero independiente y presidente del Comité de Auditoría), representa desde 2020 a CCP Masterbatch (sociedad perteneciente a la familia fundadora). La vacante originada tras la salida de D. David Villaró Pontones (Director General y Consejero de KOM desde su salida a bolsa), podría ser ocupada por cooptación.

Anteriormente a su debut en bolsa, Caixa Invierte Industria S.C.R. (CaixaBank) y el Institut Català de Finances (gestora de Capital Expansió; perteneciente a la Generalitat de Catalunya) ocupaban 2 de los 5 asientos del Consejo (como miembros dominicales: 12,48% y 8,44% del capital respectivamente).

- Con un equipo directivo cualificado y especializado en la industria:** 2 de los 5 miembros del Comité de Dirección son ingenieros químicos/bioquímicos. El perfil del resto de los miembros es económico/financiero.
- Aún reducida presencia de consejeros independientes y sin comisión de retribuciones y nombramientos.** Los consejeros independientes ocupan solo 2 asientos (con perfil financiero e industrial). Los estatutos han sido recientemente modificados para adaptarlos a la normativa aplicable a las sociedades cotizadas, limitando la duración en el cargo de consejero a 4 años (antes 5) renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente). A fecha del presente informe no consta la existencia de un código de conducta.
- Sin blindajes para consejeros y altos cargos, y estando previstos los incentivos vía bonus para ambos.** Mediante entrega de acciones (u opciones sobres acciones), o bien de retribuciones referenciadas al valor de las acciones, aunque sin haberse ejercitado hasta la fecha. La retribución del Consejo ha representado un promedio (-2y) de c.6% de los gastos de personal (incluyendo la remuneración de los cargos ejecutivos). La retribución variable carece de cláusulas bonus-malus/claw-back.
- Compromiso medioambiental:** KOM se ha adherido al Compromiso Global con la Nueva Economía de los Plásticos (impulsada por la Fundación Ellen MacArthur en el marco del Programa Medioambiental de las Naciones Unidas).

Entre los compromisos adoptados por KOM (horizonte 2025) destacan: (i) elevar al 20% las materias primas recicladas (vs. c. 16% actual), (ii) aumentar el uso de productos compostables y renovables hasta el 20% (hoy aún marginal), (iii) elevar la producción de cargas minerales con baja huella de carbono al 70% (vs. c. 55% actual), (iv) reducir el porcentaje de la producción destinada a plásticos de un solo uso al 30% (vs. el 53% actual) y (v) elevar la cartera de soluciones sostenibles al 70% del total (vs. 55% actual).

6. **Transacciones vinculadas con su accionista mayoritario.** En 2020 adquirió aprovisionamientos por EUR 3,9Mn (el 13% del total) de Melnik SL y Advance Color Systems (propiedad de D. Ignacio Duch), incurriendo en gastos por arrendamientos operativos por EUR 0,9Mn (el 11% sobre otros gastos de explotación) a favor de las sociedades inmobiliarias Ferlevel y Sotal Premium (también pertenecientes a D. Ignacio Duch).
7. **Sin preverse retribución al accionista en el corto plazo y medio plazo.** No existe ningún compromiso en relación al pago de dividendo. Hoy, el principal foco de KOM está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. El foco de atención (corto y medio plazo) es, por tanto, el de acelerar y rentabilizar el crecimiento del negocio. Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos dos años.

El préstamo formalizado en 2018 con Alteralia por un importe de EUR 5Mn (de los que ya se habrían amortizado EUR 2Mn de forma anticipada) y vencimiento en diciembre 2025 incluye covenants relacionados con su apalancamiento que impactan en: (i) el coste financiero (+1p.p. de elevarse el apalancamiento > 2,5x) y (ii) en la política de dividendos (nula en caso de que el apalancamiento post-dividendo se situase >3x y limitada con umbrales que oscilan entre el 25% y el 50% de situarse el apalancamiento entre 2x y 3x). El último dividendo distribuido data de 2015 (EUR 0,4Mn).

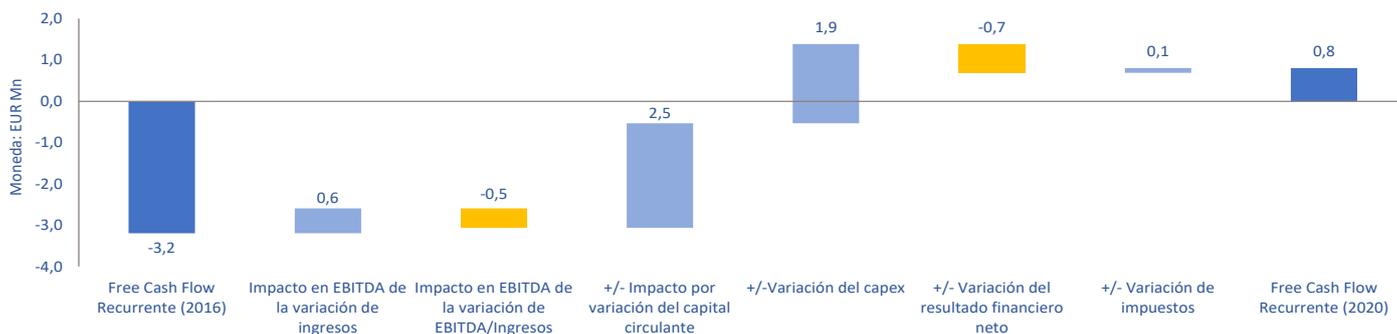
## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,9	1,9	2,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6		
Inmovilizado material	16,6	17,2	18,1	21,1	21,2	21,4	21,5	22,0		
Otros activos no corrientes	0,5	0,4	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	12,0	11,0	12,6	11,6	10,1	12,2	14,6	16,7		
<b>Total activo</b>	<b>30,1</b>	<b>30,6</b>	<b>33,7</b>	<b>36,8</b>	<b>35,7</b>	<b>37,9</b>	<b>40,4</b>	<b>42,9</b>		
Patrimonio neto	10,3	10,1	12,2	16,9	15,5	16,2	17,8	20,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	12,3	14,7	14,0	11,5	10,9	11,3	10,8	9,4		
Pasivo circulante	7,1	5,6	7,4	8,2	9,2	10,2	11,6	12,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>30,1</b>	<b>30,6</b>	<b>33,7</b>	<b>36,8</b>	<b>35,7</b>	<b>37,9</b>	<b>40,4</b>	<b>42,9</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>16-20</b>	<b>20-23e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>28,6</b>	<b>36,6</b>	<b>41,4</b>	<b>46,3</b>	<b>43,8</b>	<b>54,6</b>	<b>62,0</b>	<b>69,5</b>	<b>11,2%</b>	<b>16,7%</b>
Cto. Total Ingresos	14,3%	27,9%	12,9%	12,0%	-5,6%	24,8%	13,6%	12,1%		
Coste de ventas	(19,1)	(26,5)	(29,4)	(32,3)	(30,6)	(38,5)	(43,6)	(48,7)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>14,1</b>	<b>13,2</b>	<b>16,1</b>	<b>18,3</b>	<b>20,8</b>	<b>8,4%</b>	<b>16,5%</b>
Margen Bruto / Ingresos	33,3%	27,6%	28,8%	30,4%	30,1%	29,5%	29,6%	29,9%		
Gastos de personal	(2,9)	(3,5)	(3,4)	(3,7)	(3,6)	(3,9)	(4,3)	(4,9)		
Otros costes de explotación	(5,4)	(5,9)	(6,2)	(8,2)	(8,2)	(8,9)	(9,6)	(10,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>2,6%</b>	<b>58,2%</b>
Cto. EBITDA recurrente	43,8%	-42,8%	223,6%	-6,4%	-36,1%	137,1%	32,1%	26,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	4,4%	2,0%	5,7%	4,7%	3,2%	6,1%	7,1%	8,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,3	0,2	(0,5)	(0,1)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>0,4%</b>	<b>60,5%</b>
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,7)	(2,3)	(1,8)	(3,0)	(2,5)	(2,5)	(2,5)		
Gastos capitalizados	0,5	1,4	1,2	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>-27,2%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. EBIT	371,4%	5,5%	112,6%	1,4%	-127,2%	575,5%	57,3%	38,8%		
EBIT / Ingresos	2,2%	1,8%	3,4%	3,1%	n.a.	3,4%	4,7%	5,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>(1,6)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>-95,1%</b>	<b>59,5%</b>
Cto. Beneficio ordinario	118,3%	5,0%	350,5%	-45,0%	-580,4%	158,1%	115,9%	63,7%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>(1,6)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>-95,1%</b>	<b>59,5%</b>
Impuestos	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	0,3	(0,2)	(0,4)	(0,7)		
Tasa fiscal efectiva	43,5%	28,7%	19,1%	21,6%	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>n.a.</b>	<b>59,9%</b>
Cto. Beneficio neto	115,1%	32,5%	410,8%	-46,7%	-583,1%	159,0%	115,9%	63,7%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>(1,5)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>n.a.</b>	<b>54,8%</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	107,5%	-404,7%	317,6%	94,2%	-323,5%	148,4%	115,9%	63,7%		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>16-20</b>	<b>20-23e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>2,6%</b>	<b>58,2%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(1,1)	(1,0)	(0,7)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<b>34,2%</b>	<b>8,3%</b>
CAPEX						(1,5)	(1,5)	(2,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,9)	(0,9)	(0,8)		
Impuestos						(0,2)	(0,4)	(0,7)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>21,6%</b>	<b>36,6%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>0,4</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(1,5)</b>		

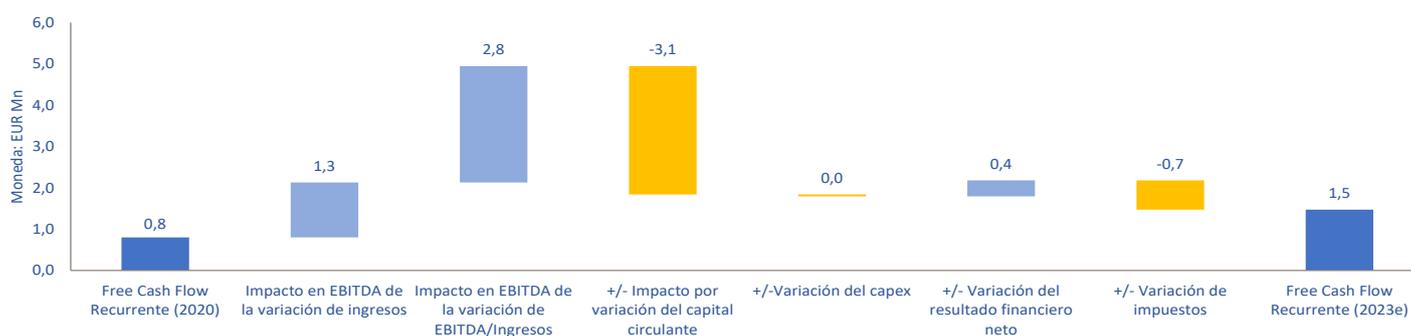
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>24,6%</b>	<b>58,2%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-42,8%	223,6%	-6,4%	-36,1%	137,1%	32,1%	26,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	2,0%	5,7%	4,7%	3,2%	6,1%	7,1%	8,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	0,2	1,8	2,4	(1,1)	(1,0)	(0,7)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>8,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-79,2%	914,5%	59,8%	-3,9%	-41,7%	49,8%	45,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	0,7%	6,1%	8,6%	8,8%	4,1%	5,4%	7,0%		
- CAPEX	(2,0)	(2,7)	(4,2)	(1,9)	(1,5)	(1,5)	(2,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,7)	(1,1)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	0,1	0,1	(0,2)	(0,4)	(0,7)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>33,0%</b>	<b>22,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	29,3%	55,7%	-29,7%	161,7%	-151,5%	214,3%	212,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,8%	<i>n.a.</i>	0,8%	2,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	0,0	(0,3)	(0,0)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>0,6</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>31,0%</b>	<b>36,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	25,6%	48,2%	-76,5%	127,2%	-171,4%	214,3%	212,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	<i>n.a.</i>	1,6%	5,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,0%	<i>n.a.</i>	1,6%	5,1%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,4	0,1	0,3	(0,1)	0,3	0,5	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,9)	1,5	(0,4)	(0,7)	1,6	0,6	0,6		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,6</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,4)	0,6	1,7	0,6	(3,5)	0,0	0,4		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,9)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>		
+/- Variación del CAPEX	1,9	(0,8)	(1,5)	2,3	0,4	(0,0)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,2)	(0,4)	(0,1)	0,3	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,0)	0,1	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2,1</b>	<b>(1,2)</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>-37,3%</b>	<b><i>n.a.</i></b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	19,1%	21,6%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,3)	-	(0,4)	(0,6)	(0,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>24,6%</b>	<b>58,2%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	0,2	1,8	2,4	(1,1)	(1,0)	(0,7)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>8,3%</b>
- CAPEX	(2,0)	(2,7)	(4,2)	(1,9)	(1,5)	(1,5)	(2,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,3)	-	(0,4)	(0,6)	(0,8)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>46,2%</b>	<b>3,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	39,0%	71,1%	-10,2%	453,4%	-82,4%	257,3%	73,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,4%	0,6%	2,0%	3,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	0,0	(0,3)	(0,0)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>43,6%</b>	<b>7,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	35,0%	60,7%	-96,1%	224,6%	-80,1%	257,3%	73,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5,0%	0,9%	3,1%	5,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,4%	0,9%	3,1%	5,4%		

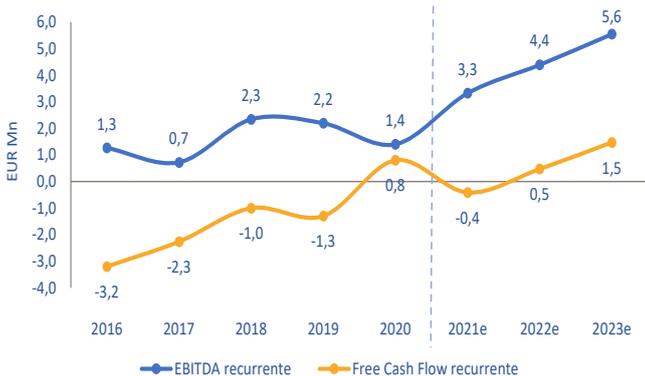
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



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



### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mln	Fuente
Market Cap	28,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	10,3	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2020
+/- Otros <sup>(1)</sup>	(0,3)	Lighthouse
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>38,9</b>	

(1) Importe correspondiente el valor de mercado de la autocartera.

## Anexo 4. Principales comparables 2021e

		Química especializada				Comparables más directos				
EUR Mn		BASF	LyondellBasell	Clariant	Average	Avient Corporation	Cabot Corporation	Ferro Corporation	Average	KOM
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	BAS-DE	LYB-US	CLN-CH		AVNT-US	CBT-US	FOE-US		KOM-ES
	País	Germany	UK	Switzerland		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	61.611,6	28.002,6	5.878,4		3.694,2	2.567,0	1.449,8		28,9
	Enterprise value (EV)	78.366,6	40.609,2	6.948,6		4.855,3	3.518,3	1.668,9		38,9
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	71.617,8	33.989,5	3.725,5		3.691,8	2.686,3	927,3		54,6
	Cto.Total Ingresos	21,1%	44,8%	4,3%	23,4%	34,7%	21,5%	14,4%	23,5%	24,8%
	2y TACC (2021e - 2023e)	1,3%	-0,2%	5,6%	2,2%	3,8%	4,0%	4,2%	4,0%	12,8%
	EBITDA	10.467,0	7.310,2	622,2		476,1	540,6	165,3		3,3
	Cto. EBITDA	47,2%	151,0%	2,5%	66,9%	69,1%	81,6%	49,0%	66,6%	148,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	2,5%	-9,1%	8,7%	0,7%	8,5%	2,6%	7,4%	6,2%	29,2%
	EBITDA/Ingresos	14,6%	21,5%	16,7%	17,6%	12,9%	20,1%	17,8%	16,9%	6,1%
	EBIT	6.526,7	5.754,0	381,1		346,9	403,2	128,7		1,9
	Cto. EBIT	97,5%	230,5%	6,5%	111,5%	104,3%	145,8%	66,6%	105,5%	575,5%
	2y TACC (2021e - 2023e)	2,7%	-9,7%	13,3%	2,1%	11,6%	2,9%	10,4%	8,3%	47,7%
	EBIT/Ingresos	9,1%	16,9%	10,2%	12,1%	9,4%	15,0%	13,9%	12,8%	3,4%
	Beneficio Neto	4.687,2	4.793,6	231,2		207,1	241,6	79,9		0,7
	Cto. Beneficio Neto	422,4%	297,5%	171,7%	297,2%	85,6%	220,0%	226,0%	177,2%	159,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	3,6%	-12,3%	12,3%	1,2%	17,8%	3,5%	10,8%	10,7%	88,0%
	CAPEX/Ventas	5,2%	5,0%	8,8%	6,3%	1,9%	4,7%	4,4%	3,6%	2,8%
	Free Cash Flow	3.488,9	3.897,3	188,2		236,3	113,3	30,2		(0,4)
Deuda financiera Neta	15.497,1	9.399,4	794,8		975,4	792,1	140,2		11,3	
DN/EBITDA (x)	1,5	1,3	1,3	1,3	2,0	1,5	0,8	1,5	3,4	
Pay-out	66,6%	25,4%	68,5%	53,5%	31,7%	21,2%	n.a.	26,4%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	12,1	5,9	24,1	14,0	16,6	10,9	18,6	15,3	39,1
	P/BV (x)	1,7	2,8	2,8	2,4	2,4	3,4	3,2	3,0	1,8
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,2	1,9	1,4	1,3	1,3	1,8	1,5	0,7
	EV/EBITDA (x)	7,5	5,6	11,2	8,1	10,2	6,5	10,1	8,9	11,7
	EV/EBIT (x)	12,0	7,1	18,2	12,4	14,0	8,7	13,0	11,9	20,8
	ROE	14,1	47,1	11,6	24,2	14,3	31,1	17,2	20,9	4,7
	FCF Yield (%)	5,7	13,9	3,2	7,6	6,4	4,4	2,1	4,3	n.a.
	DPA	3,40	3,65	0,48	2,51	0,73	0,90	n.a.	0,82	0,00
	Dvd Yield	5,1%	4,4%	2,7%	4,0%	1,8%	2,0%	n.a.	1,9%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).  
 Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEF 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 Mercado de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Jul-2021	n.a.	2,38	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

