

RENDA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Chemicals

 Precio de Cierre: EUR 0,80 (5 may 2023)
 Fecha del informe: 8 may 2023 (08:00h)

Resultados 3m 2023 - Bajamos estimaciones

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 3m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

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

+34 915 904 226

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 (c. 65% del capital).

Intuitivamente, puro “value”

KOM publicó sus resultados 2022 el viernes 28 de abril, seguidos de un avance de resultados 1T23 (sin desglosar partidas de balance) el 5 de mayo. Destacamos:

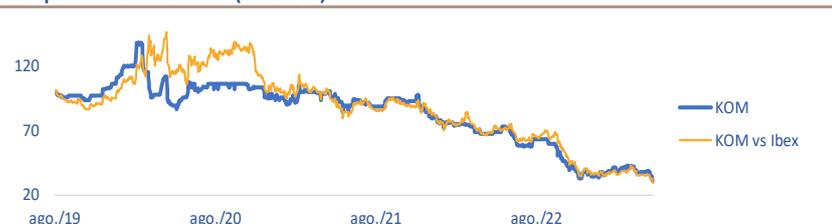
TRAS UN 2022 DECEPCIONANTE (Y POR DEBAJO DE LO ESPERADO)... Resultados 2022: caída de ventas del 13% (EUR 51,5Mn; -10,8% vs nuestra estimación) explicada por una política de subida de precios muy agresiva (que penalizó el volumen). Aunque la mejora en margen bruto (30,3% vs 28,2% en 2021) reduce la caída en EBITDA Rec. hasta 9,4% (EUR 1,9Mn vs EUR 2,1Mn en 2021). Mg. EBITDA 2022: 3,8%.

... EL AVANCE 1T23 MUESTRA SIGNOS DE RECUPERACIÓN. Ingresos 1T23 de EUR 13,7Mn y EBITDA de EUR 1,2Mn. Lo que implica un Mg. EBITDA del 8,7%. Y aunque se trata de un Mg. EBITDA no ajustado por gastos capitalizados (no desglosados), muestra una recuperación significativa frente a 2022 (5,4%) y se encuentra en línea con 2018 (8,7%; máximo histórico). Además, los ingresos derivados de productos biodegradables y soluciones sostenibles ascendieron a EUR 1,1Mn (frente a EUR 3Mn en todo 2022; lo que hace visible la capacidad de crecimiento de este segmento).

REVISAMOS NUESTRAS ESTIMACIONES A LA BAJA (EBITDA 2023E: -20%). El mal resultado 2022 nos lleva a revisar nuestras estimaciones 2023e-2025e a la baja. Recortamos un 10,5% nuestra estimación de ingresos 2023e hasta EUR 55,3Mn. Aunque la mejora de márgenes (ya visible en el 1T23) debiera permitir alcanzar niveles de EBITDA Rec. de c. EUR 3,4Mn (Mg. EBITDA Rec. 6,2%; ex – capitalización).

EL EQUITY STORY SIGUE SIENDO LA MEJORA DE SUS MÁRGENES. El foco sigue estando en la mejora de rentabilidad y la ganancia de peso en el mix de los productos biodegradables (pilar fundamental de la estrategia de KOM). Una mejora de márgenes lógica y que, pese a que los resultados 2021 y 2022 muestran que es difícil de realizar, el avance 1T23 ya muestra signos de su recuperación.

VALUE Y MOMENTUM. En el caso de KOM parece que el mercado está descontando los resultados 2022 a perpetuidad (performance de la acción -12m c. -55%). Es una obviedad que los números 2022 no fueron buenos. Pero ese problema parece que empieza a resolverse (el avance 1T23 parece confirmarlo). Es decir, KOM gana “momentum” con la cotización en mínimos. Lo que resulta en que nuestras estimaciones 2023e impliquen bajos múltiplos ya en 2023e (0,4x EV/Vtas, 6,5x EV/EBITDA y FCF yield > 10%: el valor es intuitivo/evidente). En nuestra opinión, la clave radicará en cómo evolucione esta recuperación en los próximos trimestres: una recuperación que, llegado el caso, el mercado descontará rápidamente.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-17,5	-25,2	-55,1	-8,0	-65,5	n.a.
vs Ibex 35	-16,6	-24,6	-58,6	-17,3	-74,6	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-13,7	-17,5	-50,5	-14,1	-74,1	n.a.
vs Eurostoxx 50	-18,3	-26,7	-61,7	-19,6	-77,2	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-20,1	-26,2	-55,2	-15,8	-75,5	n.a.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,7	10,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	22,2	24,5
Número de Acciones (Mn)	12,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,90 / 1,28 / 0,80	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	23,0	
Factset / Bloomberg	KOM-ES / KOM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Ignacio Duch y familia	63,8
Free Float	36,2

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,0	12,2	12,2	12,2
Total Ingresos	51,6	55,3	59,5	63,2
EBITDA Rec.	1,9	3,4	3,8	4,6
% Var.	-9,4	77,2	9,9	21,2
% EBITDA Rec./Ing.	3,8	6,2	6,3	7,2
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	14,3	-5,3	7,1	5,4
Beneficio neto	-1,3	0,2	0,7	1,5
BPA (EUR)	-0,11	0,01	0,06	0,12
% Var.	-267,3	113,3	284,8	117,6
BPA ord. (EUR)	-0,13	0,01	0,06	0,12
% Var.	-332,4	111,6	284,8	117,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-0,1	1,1	1,1	1,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	12,5	11,4	10,3	9,0
DN / EBITDA Rec.(x)	6,5	3,3	2,7	2,0
ROE (%)	n.a.	1,3	4,9	10,0
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	4,8	6,7	9,7

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	53,7	14,0	6,4
PER Ordinario	n.a.	53,7	14,0	6,4
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,43	0,40	0,37	0,35
EV/EBITDA Rec.	11,5	6,5	5,9	4,9
EV/EBIT	n.a.	14,3	10,6	7,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	11,5	10,8	14,1

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.

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

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

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

Kompuestos (KOM) is a BME Growth company

BME Growth is the segment of BME MTF Equity aimed at small and medium sized companies, directed and managed by the Spanish stock market and is subject to the CNMV supervision. BME MTF Equity is not a Regulated Market but instead falls within the classification of a Multilateral Trading Facility (MTF) as defined under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). In July 2020, BME Growth obtained the status of SME Growth Market, a new category of EU regulations, which in Spain is called Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth is the Spanish equity market for companies of reduced capitalization which aim to grow, with a special set of regulations, designed specifically for them, and with costs and process tailored to their particular features. Operations in BME Growth (former MAB) started in July 2009. There are currently c.140 companies listed on it. Companies listed on the MAB can choose to present their financial statements under IFRS or the General Accounting Plan (PGC) and Royal Decree 1159/2010 (NOFCAC).

Resultados 3m 2023
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 2022

EUR Mn	2022 Real	2021 Real	2022 Real vs 2021 Real	2022 Real vs 2022e	2022 Real vs 2022e
Total Ingresos	51,6	58,9	-12,5%	57,8	-10,8%
Producción masiva	38,7	46,7	-17,1%	43,9	-11,8%
Especialidades	12,2	11,4	7,3%	13,3	-8,3%
Materias primas	0,6	0,8	-26,1%	0,5	13,7%
Otros ingresos	0,0	0,0	3,1%	0,0	3,1%
Margen Bruto	15,6	16,6	-6,2%	18,2	-14,2%
Margen Bruto/Ingresos	30,3%	28,2%	2,1 p.p.	31,5%	-1,2 p.p.
EBITDA (Recurrente)¹	1,9	2,1	-9,4%	4,2	-54,2%
EBITDA Rec. / Ingresos	3,8%	3,6%	0,1 p.p.	7,3%	-3,6 p.p.
EBITDA¹	1,7	1,9	-11,4%	4,2	-59,9%
EBITDA / Ingresos	3,3%	3,3%	0,0 p.p.	7,3%	-4,0 p.p.
EBIT	-0,4	0,6	-169,4%	2,0	-118,9%
BAI	-1,8	-0,6	-209,8%	1,0	-272,3%
BN	-1,3	-0,4	-266,9%	0,8	-263,0%
Deuda Neta	12,5	11,8	6,3%	13,4	-6,8%
Deuda Neta / EBITDA	6,5 x	5,5 x	1,0 x	3,2 x	-0,4 x

Nota 1: EBITDA Recurrente y EBITDA ajustados para excluir el impacto de gastos capitalizados (EUR 0,9Mn y EUR 1,3Mn en 2022 y 2021, respectivamente).

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2023e (Nuevo)	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)
Total Ingresos	55,3	-10,8%	59,5	-14,4%	63,2
EBITDA (Recurrente)	3,4	-22,1%	3,8	-32,2%	4,6
EBITDA Rec. / Ventas	6,2%	-0,9 p.p.	6,3%	-2 p.p.	7,2%
EBIT	1,6	-47,1%	2,1	-48,2%	3,0
Beneficio Neto	0,2	-88,7%	0,7	-73,4%	1,5
DN / EBITDA	3,3 x	0,9 x	2,7 x	1,1 x	2,0 x

Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,2	2,0	2,3	40,2			
Market Cap	9,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	12,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta			6,8%	7,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,4%	5,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	43,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	56,3%	D			=	=	
WACC	7,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,2%	8,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	2,0%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	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	42.502,3	10,4	13,3%	7,0	11,8%	0,8	3,1%	10,9%	5,4%	3,7%
LyondellBasell	LYB-US	27.306,9	9,6	12,3%	7,1	5,4%	0,9	-5,3%	13,0%	9,2%	4,8%
Clariant	CLN-CH	4.810,0	13,4	13,8%	6,8	9,3%	1,1	4,0%	16,5%	4,9%	29,1%
Química especializada			11,1	13,1%	7,0	8,8%	0,9	0,6%	13,5%	6,5%	12,5%
Avient Corporation	AVNT-US	3.184,8	15,7	23,4%	9,6	14,3%	1,5	5,2%	15,4%	3,6%	39,0%
Cabot Corporation	CBT-US	3.649,7	11,1	9,2%	7,1	7,8%	1,2	7,2%	16,4%	4,5%	27,6%
Comparables más directos			13,4	16,3%	8,3	11,1%	1,3	6,2%	15,9%	4,1%	33,3%
KOM	KOM-ES	9,7	53,7	n.a.	6,5	15,4%	0,4	6,9%	6,2%	11,5%	10,9%

Análisis de sensibilidad (2024e)
A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	6,9%	4,1	5,4x
Central	6,3%	3,8	5,9x
Min	5,7%	3,4	6,5x

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

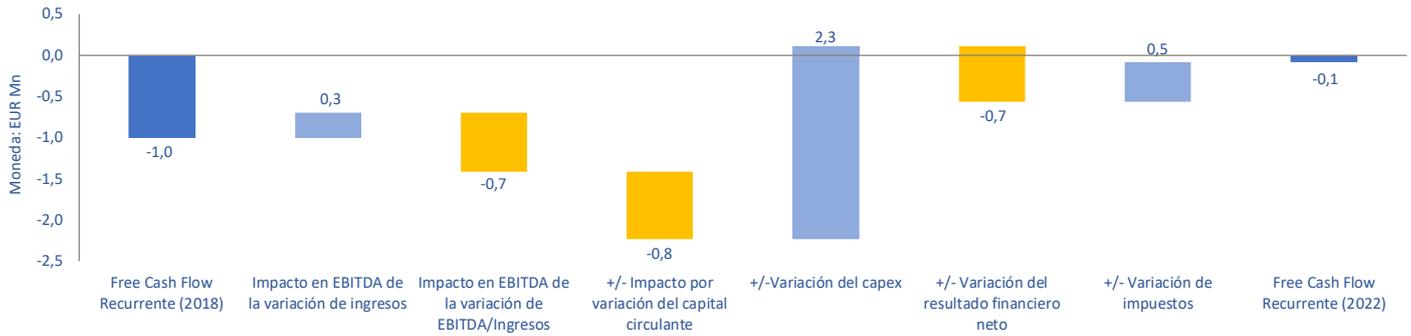
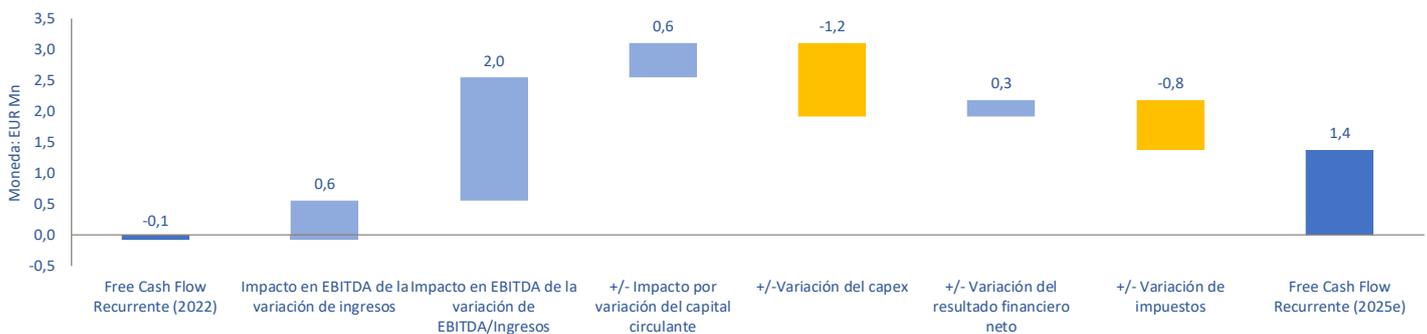
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				FCF Rec./Yield 24e		
EBITDA 24e	1,8%	2,0%	2,2%		Escenario		
4,1	1,5	1,4	1,3	➔	Max	15,7%	13,3%
3,8	1,2	1,1	0,9		Central	12,1%	9,6%
3,4	0,8	0,7	0,6		Min	8,4%	5,9%

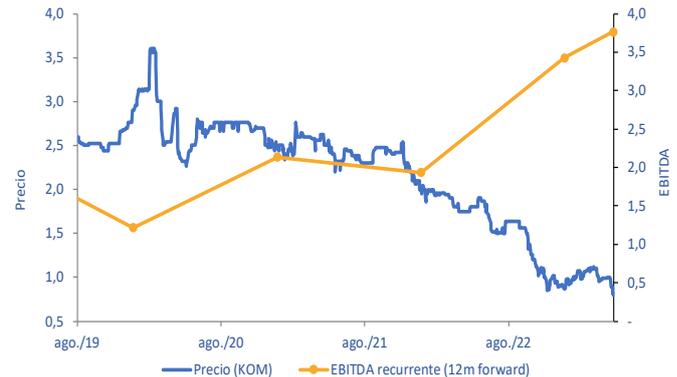
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,7	3,6	3,6	4,1	3,7	3,1	2,8	2,5		
Inmovilizado material	18,1	21,1	21,2	21,1	19,7	19,2	19,1	19,4		
Otros activos no corrientes	0,2	0,3	0,7	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	12,6	11,6	9,9	11,2	10,0	10,8	11,6	12,3		
Total activo	33,7	36,8	35,7	37,3	35,1	34,7	35,1	35,8		
Patrimonio neto	12,2	16,9	15,2	14,8	13,6	13,7	14,4	16,0		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	14,0	11,5	10,9	11,8	12,5	11,4	10,3	9,0		
Pasivo circulante	7,4	8,2	9,2	10,4	8,6	9,2	9,9	10,6		
Total pasivo	33,7	36,8	35,7	37,3	35,1	34,7	35,1	35,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	41,4	46,3	43,2	58,9	51,6	55,3	59,5	63,2	5,6%	7,0%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>36,5%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,3%</i>		
Coste de ventas	(29,4)	(32,3)	(30,2)	(42,3)	(35,9)	(37,7)	(41,0)	(43,5)		
Margen Bruto	11,9	14,1	12,9	16,6	15,6	17,6	18,5	19,7	6,9%	8,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>28,8%</i>	<i>30,4%</i>	<i>30,0%</i>	<i>28,2%</i>	<i>30,3%</i>	<i>31,9%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,2%</i>		
Gastos de personal	(3,4)	(3,7)	(3,5)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)		
Otros costes de explotación	(6,2)	(8,2)	(8,2)	(10,7)	(9,8)	(10,2)	(10,6)	(11,0)		
EBITDA recurrente	2,3	2,2	1,2	2,1	1,9	3,4	3,8	4,6	-4,7%	33,1%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>223,6%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-44,5%</i>	<i>75,2%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>77,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>21,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,2	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	-	-	-		
EBITDA	2,5	1,7	0,9	1,9	1,7	3,4	3,8	4,6	-9,3%	39,1%
Depreciación y provisiones	(2,3)	(1,8)	(3,0)	(2,7)	(2,9)	(2,7)	(2,5)	(2,3)		
Gastos capitalizados	1,2	1,6	1,2	1,3	0,9	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,4	1,4	(0,8)	0,6	(0,4)	1,6	2,1	3,0	-22,8%	n.a.
<i>Cto.EBIT</i>	<i>112,6%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-157,2%</i>	<i>167,4%</i>	<i>-169,4%</i>	<i>502,0%</i>	<i>35,3%</i>	<i>43,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,6	0,3	(2,0)	(0,6)	(1,8)	0,2	0,9	1,9	-49,3%	45,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>350,5%</i>	<i>-45,0%</i>	<i>-711,5%</i>	<i>71,6%</i>	<i>-209,8%</i>	<i>112,7%</i>	<i>284,8%</i>	<i>117,6%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,6	0,3	(2,0)	(0,6)	(1,8)	0,2	0,9	1,9	-49,3%	45,2%
Impuestos	(0,1)	(0,1)	0,4	0,2	0,4	(0,0)	(0,2)	(0,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,5	0,3	(1,6)	(0,4)	(1,3)	0,2	0,7	1,5	-47,8%	46,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>410,8%</i>	<i>-46,7%</i>	<i>-710,8%</i>	<i>76,8%</i>	<i>-266,9%</i>	<i>113,4%</i>	<i>284,8%</i>	<i>117,6%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,4	0,7	(1,7)	(0,4)	(1,5)	0,2	0,7	1,5	-59,0%	43,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>317,6%</i>	<i>94,2%</i>	<i>-350,6%</i>	<i>79,1%</i>	<i>-332,0%</i>	<i>111,7%</i>	<i>284,8%</i>	<i>117,6%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						3,4	3,8	4,6	-4,7%	33,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						3,3	3,7	4,5	-15,6%	51,9%
CAPEX						(0,8)	(1,2)	(1,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,3)	(1,2)	(1,1)		
Impuestos						(0,0)	(0,2)	(0,4)		
Free Cash Flow Recurrente						1,1	1,1	1,4	46,1%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,1	1,1	1,4	8,6%	53,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,1)	(1,1)	(1,4)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,2	1,2	2,1	1,9	3,4	3,8	4,6	-4,1%	33,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-6,4%	-44,5%	75,2%	-9,4%	77,2%	9,9%	21,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	4,7%	2,8%	3,6%	3,8%	6,2%	6,3%	7,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,8	2,7	(0,1)	(0,7)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	3,9	2,1	1,3	3,3	3,7	4,5	-31,8%	51,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	59,8%	-2,1%	-47,1%	-38,7%	161,0%	9,9%	22,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	8,6%	9,1%	3,5%	2,5%	6,0%	6,1%	7,1%		
- CAPEX	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,1)		
- Impuestos	0,1	0,1	-	0,4	(0,0)	(0,2)	(0,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	1,1	1,1	1,4	59,8%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-29,7%	167,4%	-183,7%	88,5%	n.a.	-5,7%	30,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	2,0%	n.a.	n.a.	2,0%	1,8%	2,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,3)	(0,0)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,2)	-	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,1)	0,7	(0,7)	(0,8)	1,1	1,1	1,4	26,6%	53,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-76,5%	130,6%	-212,4%	-15,1%	232,5%	-5,7%	30,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	9,0%	n.a.	n.a.	11,5%	10,8%	14,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	6,7%	n.a.	n.a.	11,5%	10,8%	14,1%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,0)	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	1,1	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	(0,1)	0,4	(0,3)	0,1	0,3	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	(0,8)	0,5	0,1	1,4	0,1	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	(0,2)	(1,0)	0,9	(0,2)	1,5	0,3	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,7	0,9	(2,8)	(0,6)	0,6	(0,0)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,5	(0,1)	(1,8)	(0,8)	2,0	0,3	0,8		
+/- Variación del CAPEX	(1,5)	2,3	0,3	1,3	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(0,1)	0,0	(0,2)	0,1	0,1	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,0)	(0,1)	0,4	(0,5)	(0,1)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,3)	2,2	(1,6)	0,6	1,2	(0,1)	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	1,1	1,1	1,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,4	(0,8)	0,6	(0,4)	1,6	2,1	3,0	-31,4%	n.a.
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	21,6%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,6)		
EBITDA recurrente	2,2	1,2	2,1	1,9	3,4	3,8	4,6	-4,1%	33,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,8	2,7	(0,1)	(0,7)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	3,9	2,1	1,3	3,3	3,7	4,5	-31,8%	51,9%
- CAPEX	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,6)	2,0	0,4	0,9	2,2	2,0	2,3	53,2%	37,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-10,2%	466,7%	-79,1%	107,8%	148,3%	-6,4%	11,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	4,7%	0,7%	1,7%	3,9%	3,4%	3,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,3)	(0,0)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,2)	-	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,4)	1,8	0,4	0,4	2,2	2,0	2,3	31,2%	85,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-96,1%	229,9%	-76,5%	-15,5%	510,4%	-6,4%	11,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	9,1%	1,9%	3,9%	9,8%	9,2%	10,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	8,1%	1,9%	1,6%	9,8%	9,2%	10,2%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	9,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	12,5	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	(0,1)	Lighthouse
Enterprise Value (EV)	22,2	

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

Anexo 4. Principales comparables 2023e

		Química especializada				Comparables más directos			
EUR Mn		BASF	LyondellBasell	Clariant	Average	Avient Corporation	Cabot Corporation	Average	KOM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BAS-DE	LYB-US	CLN-CH		AVNT-US	CBT-US		KOM-ES
	País	Germany	UK	Switzerland		USA	USA		Spain
	Market cap	42.502,3	27.306,9	4.810,0		3.184,8	3.649,7		9,7
	Enterprise value (EV)	62.837,7	37.489,0	5.736,5		4.653,1	4.894,4		22,2
Información financiera básica	Total Ingresos	82.436,9	40.433,2	5.143,7		3.157,0	4.211,7		55,3
	Cto. Total Ingresos	-5,6%	-11,7%	-2,8%	-6,7%	2,3%	7,3%	4,8%	7,3%
	2y TACC (2021e - 2023e)	3,1%	-5,3%	4,0%	0,6%	5,2%	7,2%	6,2%	6,9%
	EBITDA	9.005,0	5.248,5	849,6		486,0	691,2		3,4
	Cto. EBITDA	-15,4%	-9,8%	-6,8%	-10,7%	13,6%	6,0%	9,8%	102,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	11,8%	5,4%	9,3%	8,8%	14,3%	7,8%	11,1%	15,4%
	EBITDA/Ingresos	10,9%	13,0%	16,5%	13,5%	15,4%	16,4%	15,9%	6,2%
	EBIT	5.137,4	3.883,6	570,5		304,5	559,8		1,6
	Cto. EBIT	-24,0%	-16,8%	-9,6%	-16,8%	15,7%	7,7%	11,7%	502,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	16,5%	7,7%	12,0%	12,1%	24,8%	8,4%	16,6%	39,4%
	EBIT/Ingresos	6,2%	9,6%	11,1%	9,0%	9,6%	13,3%	11,5%	2,8%
	Beneficio Neto	3.671,4	2.844,3	333,6		153,4	341,8		0,2
	Cto. Beneficio Neto	685,6%	-19,4%	346,4%	337,5%	103,9%	82,6%	93,3%	113,4%
	2y TACC (2021e - 2023e)	16,7%	8,9%	16,4%	14,0%	37,8%	8,1%	22,9%	n.a.
	CAPEX/Ventas	7,4%	4,1%	5,6%	5,7%	4,6%	5,7%	5,1%	1,5%
Free Cash Flow	2.277,0	2.502,3	238,0		115,9	163,2		1,1	
Deuda financiera Neta	17.567,3	8.322,6	599,8		1.189,4	713,4		11,4	
DN/EBITDA (x)	2,0	1,6	0,7	1,4	2,4	1,0	1,7	3,3	
Pay-out	83,3%	49,4%	46,8%	59,8%	39,4%	22,8%	31,1%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,4	9,6	13,4	11,1	15,7	11,1	13,4	53,7
	P/BV (x)	1,1	2,2	1,8	1,7	1,5	3,3	2,4	0,7
	EV/Ingresos (x)	0,8	0,9	1,1	0,9	1,5	1,2	1,3	0,4
	EV/EBITDA (x)	7,0	7,1	6,8	7,0	9,6	7,1	8,3	6,5
	EV/EBIT (x)	12,2	9,7	10,1	10,6	15,3	8,7	12,0	14,3
	ROE	10,2	22,5	13,8	15,5	9,4	29,6	19,5	1,3
	FCF Yield (%)	5,4	9,2	4,9	6,5	3,6	4,5	4,1	11,5
	DPA	3,39	4,30	0,47	2,72	0,66	1,38	1,02	0,00
Dvd Yield	7,1%	5,1%	3,2%	5,2%	1,9%	2,1%	2,0%	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).

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

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 pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) 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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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 alguien 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 alguien 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@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
08-May-2023	n.a.	0,80	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
31-Oct-2022	n.a.	1,07	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
15-Feb-2022	n.a.	1,94	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2021	David López Sánchez
29-Oct-2021	n.a.	2,42	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
28-Jul-2021	n.a.	2,38	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

