

SNIACE

17/09/2019

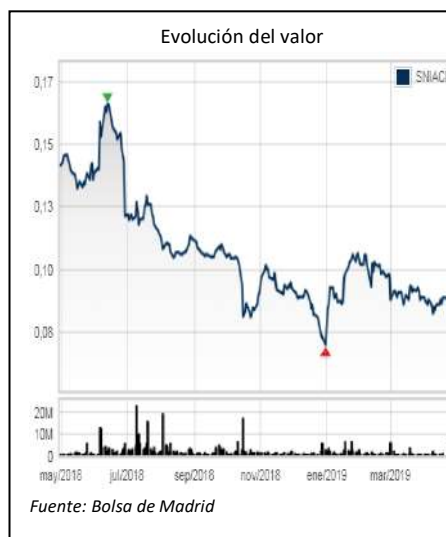
Dto. Research GPM
Tel: +34 913 191 684

Último precio	0,0977€	
Precio objetivo	0,105€/acc.	
Potencial	7,47%	

Nombre de valor		
ISIN		ES0165380017
CIF		A28013225
Ticker		SNC
Acc. en circulación (miles acc.)		651.792
Valor Nominal		0,10 €
Datos de Mercado		
Capitalización (miles €)		55.467 €
Precio salida	01/12/1998	1,51 €
Último precio	17/09/2019	0,0977€
Periodo 2018	Precio máximo 0,2245 €	Precio mínimo 0,0630 €
Periodo 2019	Precio máximo 0,1122 €	Precio mínimo 0,0696 €
Volumen (miles acc.)		98.197
Efectivo (miles)		9.279 €
Rey Principales Accionistas		
D. Sabino García Vallina		15,759%
D. Félix Revuelta Fernández		29,885%
FREE FLOAT		54,356%

ÚLTIMAS NOTICIAS

- Pendiente el juicio de NYESA acusados de verter residuos contaminantes entre los años 2008 y 2010 en el río Saja.
- SNIACE sustituirá a Parques Reunidos en el Ibx Small Cap.
- Lignotech (sociedad participada indirectamente por Sniace en un 40%) mantendrá hasta 2021 el acuerdo con SNC sobre el suministro de lignina.
- Colocan en su última ampliación 124,45 millones de nuevos títulos.
- La compañía incluirá 100.000m2 en el Plan Singular de Interés Regional (PSIR) para su desarrollo industrial de tal forma que las demás fábricas se puedan beneficiar de la planta de cogeneración y de otros servicios.



ROA, para que una empresa sea valorada positivamente debe ser superior aproximadamente al 5%.

ROE, beneficio de la empresa por cada euro, si es:

$ROE > ROA$, significa que el hecho de haber financiado parte del activo empresarial con deuda ha supuesto el crecimiento de la rentabilidad financiera.

$ROE = ROA$, significa que la totalidad del activo se ha financiado con fondos propios sin acudir a la deuda.

$ROE < ROA$, la deuda que se ha utilizado para financiar el activo supera la rentabilidad económica.

Datos financieros a 31 de diciembre	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cifra de negocio (€)	25.162	48.074	51.920	55.554	62.776
EBITDA (€)	2.285	476	2.199	3.619	5.453
EBIT (€)	8.630	6.476	9.832	12.817	16.234
Gastos financieros (€)	-2.191	-1.062	-1.296	-1.710	-2.069
Impuestos (€)	0	66	0	0	0
Resultado Neto (€)	10.895	6.770	8.988	10.072	15.781
Activos (€)	113.193	130.263	154.459	158.233	173.115
Inmovilizado Material (€)	74.157	92.453	110.862	113.773	123.444
Nº acciones (miles)	350.965	651.792	896.761	896.761	896.761
Beneficio por Acción- BPA	-0,01	-0,01	0,006	0,006	0,35
EV/Ingresos	1,18x	1,10x	1,58x	1,63x	1,70x
Total debt/EBITDA	-4,69	-2,72	-3,80	-2,04	-0,09
Return on Assets (ROA)	-2,88%	-3,22%	-1,80%	2,50%	4,02%
Return on Equity (ROE)	-15,60%	-10,13%	-5,25%	1,70%	5,97%
Último precio del periodo	0,1970	0,0700	0,0989	0,1007	0,1050

INDICE

1. SOBRE LA COMPAÑÍA.....	3
2. LÍNEA DE NEGOCIO	9
2.1 Líneas de negocio	10
Segmento celulosa	10
Segmento fibra viscosa.....	11
Segmento energía	12
Otros segmentos	13
3. ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO Y PRINCIPALES RIESGOS	14
4. ANÁLISIS.....	16
4.1 Cuenta de resultados y estimaciones	16
5. GLOSARIO	20
6. DISCLAIMER	22

1. SOBRE LA COMPAÑÍA

SNIACE, es un grupo industrial de químicos que produce celulosa, fibrana, lignosulfonatos, energía eléctrica y hasta finales de 2005 poliamida. Esta compañía en sus comicios cántabra tiene actualmente su sede en la ciudad madrileña, se constituyó el 1 de diciembre de 1939 como sociedad anónima en España, por un periodo de tiempo indefinido. Su principal actividad consiste en la explotación de una planta de cogeneración, así como la prestación de servicios de asesoramiento y gestión de todo tipo a las sociedades integrantes en su Grupo y la prestación de servicios de depuración al resto de sociedades del Grupo.

En julio de 2013, el grupo paralizó su actividad y en octubre de ese mismo año, Sniace, Celltech y Viscocel presentaron unas declaraciones voluntarias de Concurso de acreedores, declarándose en concurso el 17 de noviembre de 2013. Más adelante, en septiembre de 2015, se aprobó el convenio de acreedores por lo que Sniace se encuentra actualmente en fase de cumplimiento de convenio.

Ampliaciones

1. Año 2016: importe de 15,6 millones de euros que permitió al Grupo poner en marcha su plan de viabilidad (reinicio de la actividad de producción de celulosa y energía durante el mes de octubre de 2016), las instalaciones de producción de vapor sufrieron una avería durante paralizando la producción durante 15 días.
2. Año 2017: nueva ampliación de capital por importe de 11,7 millones de euros, permitiendo al grupo implementar su plan de viabilidad una vez adaptándose a las circunstancias entonces ocurrientes (reinicio de la actividad de producción de fibra viscosa en diciembre de 2017 tras la ejecución de las inversiones para la puesta en marcha y para la modernización de las líneas de producción).
3. Año 2018: aprobado el plan Estratégico para los ejercicios 2018-2020 con la finalidad de acometer las inversiones previstas referidos en el plan en todos los segmentos y contar con margen de maniobra con el que afrontar desviaciones que se habían puesto de manifiesto en el cumplimiento de los planes de viabilidad anteriores. Nueva ampliación por importe de 30,1 M€. La totalidad de las actividades se encuentran reiniciadas, Segmento Fibra Viscosa ha operado al 51% de su capacidad y el de celulosa al 63% de su capacidad.

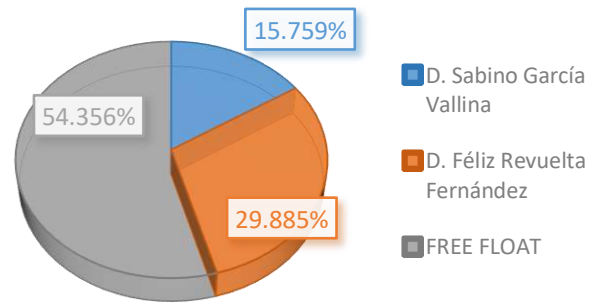
El pasado 28 de mayo de este año 2019, la junta general de accionistas de la sociedad aprobó un aumento de capital por importe de 32,589 millones de euros, mediante la puesta en circulación de 325.895.838 nuevas acciones de 0,10€ valor nominal. Esto tiene como objetivo seguir con su plan estratégico 2018-2020, impulsado por la inversión en la fibra viscosa para toallitas dispersables ya que les supondrá tener un amplio margen de beneficios y el desarrollo de nuevos productos de mayor valor añadido.

A 13 de agosto, el grupo Sniace publicó en un hecho relevante el resultado definitivo de dicha ampliación de capital. Ha logrado encontrar inversores para el 75,2% de las acciones que se habían propuesto emitir en un principio, es decir, una suscripción de un total de 244.969.706 acciones por un importe de 24,49M de euros, quedando pendiente una cuarta parte del total.

Cabe destacar que Sabino García Vallina, presidente de TSK, desembolsó un importe de 15.937.081€, lo equivalente al 65,06% de la ampliación, debido al compromiso irrevocable de asumir el volumen sobrante de la operación siempre y cuando no alcanzase el 30% del capital que le obligaría acudir a OPA, TSK, es accionista de Sniace desde 2008, acudió a todas las ampliaciones de capital realizadas por la empresa cántabra desde 2016 y en la última, la de 2008, adquirió acciones adicionales, de tal forma que se convirtió en el socio mayoritario. Por otro lado, Félix Revuelta, presidente de Naturhouse, acudió a la ampliación con un total de 70.000.000 acciones, es decir, un 28,57% de la ampliación.

Teniendo en cuenta todo lo anterior y la finalización de esta última ampliación, los accionistas de la compañía con participaciones superiores al 3% del capital social son **D. Sabino García Vallina**, a través de TSK Electrónica y Electricidad S.A con el **29,885%** y **D. Félix Revuelta Fernández**, empresario de Naturhouse, con un **15.759%** tanto directo (0,45%) como indirecto (15,714%) a través de las empresas Kiluva S.A y Finverki, S.L.

ACCIONARIADO



Miembros del consejo		
D. Blas Mezquita Sáez	Fijo	300.000 €
	Dietas	51.000 €
Dña Gema Díaz Real	Dietas	30.000 €
D. Ignacio Bayón	Dietas	30.000 €
D. José María Castellano	Dietas	22.000 €
D. Miguel Gómez de liaño Botella	Dietas	30.000 €
	Asesoría presidente	50.000 €
D. Antonio Temes	Dietas	30.000 €

Tras las pérdidas que obtuvieron en 2017 (€3,7mn) y en 2018 (€4,9mn), y pese al aumento del 53% de la cifra de negocio el año pasado por la contribución de la fibra viscosa, la compañía prevé alcanzar este año el pleno rendimiento de todas sus líneas de producción.

Con la recaudación de la ampliación anteriormente comentada, la compañía tiene previsto:

1. Reforzar la estructura del circulante del Grupo, destinando a estos efectos una cuantía de **12M€** de euros
2. Acometer las inversiones pendientes recogidas en el Plan Estratégico, así como las nuevas necesidades de inversión que se han ido identificando por importe de **12,2M€(i)**
3. Seguir cumpliendo con los compromisos derivados del Convenio aprobado del Concurso de Acreedores, destinando la cuantía de **8,4M€**.

(i) Objetivo principal: terminar el proceso de consolidación del nivel de producción óptimo y normalizado de fibra, realizar los ajustes necesarios para poder desarrollar la producción de productos de mayor valor añadido = coste de 8,5M y Afrontar las mejoras en el proceso productivo de celulosa para mejorar márgenes y aumentar la producción de la celulosa dissolving, destinando 3,7M€ a estas inversiones).

Préstamos grupo y asociadas	2018	2017
Préstamo Celltech, concurso	4.919	4.636
Préstamo Viscocel, concurso	855	806
Préstamo Helican Desarrollo Eólico, S.L.	675	675
TOTAL	6.449	6.117

La sociedad y algunas de sus sociedades participadas durante los últimos ejercicios han sido objeto de un procedimiento concursal. El 6 de septiembre de 2013, la sociedad junto con otras dos sociedades dependientes del grupo (Viscocel S.L.U. y Celltech S.L.U.) presentaron el concurso voluntario de acreedores. Más tarde las sociedades dependientes Bosques 2000 SL y Bosques de Cantabria, SAU se acogieron a la misma norma declarándose el mismo 15 de abril de 2014.

La fase común de concurso finalizó el 3 de diciembre de 2014 y el día 26 de ese mismo mes se presentó ante el Juzgado la propuesta de convenio presentada tanto por la sociedad como por sus filiales Celltech SLU y Viscocel SLU que fue aprobada el 26 de enero de 2015 cesando el régimen de intervención. Finalmente, durante los ejercicios 2016, 2017 y 2018, las sociedades del Grupo intervinientes en el concurso han continuado ejecutando el Convenio conforme a las condiciones establecidas habiendo atendido con normalidad a los pagos concursales previstos durante esos ejercicios.

Deuda concursal	31/12/2017	31/12/2018
Acreedores comerciales	10.555	10.032
Entidades Financieras	19.839	17.751
Administraciones Públicas	20.789	14.531
Organismos Oficiales	1.728	2.107
Acreedores Laborales	1.705	1.552
Otros pasivos	204	1.768
Empresas Vinculadas	17.223	16.960
TOTAL	72.043	64.701

Por otro lado, y gracias a los acuerdos alcanzados con determinados Acreedores Singulares y a los pagos ya realizados, el importe total de esta deuda privilegiada y sus vencimientos a 31 de marzo de 2019 es el siguiente:

(Millones de euros)	Pasivo no Corriente	Pasivo corriente	TOTAL
Entidades financieras	5,5	3,9	9,4
Organismos públicos	18,6	5,1	23,7
Deudas con personal	4,5	0,8	5,3
Total deuda privilegiada	28,6	9,8	38,4

De los 9,8M€ del pasivo corriente, 4,8M€ corresponden con Acuerdos Singulares pendientes de negociación, sin instancia de ejecución hasta la fecha del informe. La compañía prevé obtener condiciones similares a las contenidas en la propuesta de convenio para este tipo de acreedores, pudiendo mejorar su Fondo de Maniobra en 3,7M€.

Por otro lado, la compañía se encuentra en plena renegociación de las garantías tituladas por una entidad financiera con la que formalizó en 2015 un Acuerdo Singular por un importe de 5,98M€. La garantía otorgada consiste en una hipoteca sobre los terrenos donde están ubicadas las instalaciones fabriles del Grupo, así como otros inmuebles del Grupo.

Sniace tiene recurridas liquidaciones efectuadas por la Confederación Hidrográfica del Cantábrico en concepto de cánones de vertidos, cánones de control de vertidos, cánones de regulación y tasas de explotación de obras y servicios. Este importe, no han sido abonadas dado que su pago se encuentra suspendido y que mayoritariamente se encuentran recurridas, estando hasta la fecha pendientes de sentencia y reconocido como deuda en el pasivo de la compañía. Igualmente, la compañía tiene una cantidad reconocida en el balance siendo que prevé una resolución total o parcialmente favorable.

Presidenta ejecutiva
Dña. Gema Díaz Real

Miembros del consejo

Consejero dominical:
D. José M^a Castellano Ríos
D. Sabino García Vallina

Consejero independiente:
D. Ignacio Bayón Maríné
D. Francisco Javier Figaredo Alvargonzález

Secretario no consejero:
D. Alfonso Barón Bastarreche

Vicesecretaria no consejera:
Dña. María Martínez Muñoz

Otros Externos
D. Miguel Gómez de Liaño Botella

La compañía está avanzando con su proyecto de nueva línea de producción de fibra viscosa para toallitas dispersables recogido en su plan estratégico, que se encuentra en fase de ingeniería de detalle.

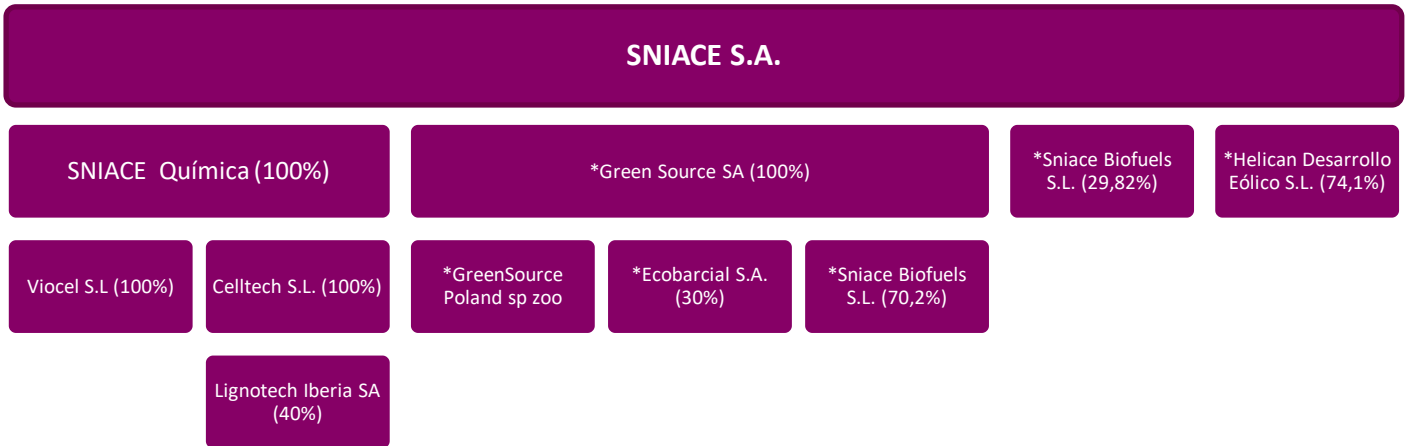
En 2017 se liquidó la sociedad Sniace Energía SL (por €1,8mn y el 20,65% de la participación de Sniace Biofuels, S.L.) Por otro lado, teniendo en cuenta que en el ejercicio 2018 se dio de baja la participación en Bosques de Cantabria, S.A por su liquidación cuya participación se encontraba totalmente deteriorada, podemos observar a continuación las participaciones en empresas del grupo y asociadas:

SOCIEDADES PARTICIPADAS DEL GRUPO

<p>Participadas directas 100%</p> <ul style="list-style-type: none"> •Sniace Química •Green Source, S.A.U. 	<p>Participación indirecta 100%</p> <ul style="list-style-type: none"> •Celltech, S.L. •Viscofel, S.L. •Green Source Poland, S.p.z.o.o. (sin actividad) •Bosques 2000, S.L.U.
<p>Participadas directas inferiores al 100%</p> <ul style="list-style-type: none"> •Sniace Biofuels S.L. (29,85% sin actividad) •Helican Desarrollo Eólico, S.L. (sin actividad) •Trasportes Alianza Cantábra, S.L. (fase liquidación) 	<p>Participadas indirectamente inferiores al 100%</p> <ul style="list-style-type: none"> •Sniace Biofuels (sin actividad) •Lignotech Ibérica, S.A •Ecobarcial, S.A (sin actividad)

En el siguiente gráfico se puede observar la estructura jurídica del grupo SNIACE:

Estructura SNIACE



Origen: Datos SNIACE

* Sociedades sin actividad



El objeto social de las diferentes sociedades participadas es el siguiente:

- **Sniace Química S.L.U.**, realiza la titularidad de toda clase de concesiones, subconcesiones, autorizaciones y licencias administrativas de obras, servicios y mixtas del estado, comunidades autónomas, entidades autónomas.
- **Green Source, S.A.U.**, se encargan de la promoción, construcción, puesta en marcha, gestión y comercialización de proyectos relativos a las energías renovables, biocombustibles, energía eólica y biomasa.

- **Celltech, S.L.**, sus actividades son: la explotación mercantil, compraventa, transformación, producción, distribución y comercialización, en su sentido más amplio, de productos energéticos, especialmente renovables, alimentarios o industriales. La compañía pretende realizar un arranque de celulosa una vez haya cerrado el convenio de acreedores.
- **Visocol, S.L.**, centrado en el comercio en el sentido más amplio de toda clase de productos textiles, comprendiendo la compraventa, distribución y comercialización, importación y exportación de los mismos, adquisición bienes inmuebles, etc. La compañía ha invertido 7,4 millones de euros en la fábrica de fibra, con un cambio en la sección de Hilatura y plazo de ejecución de 9 meses.
- **Green Source Poland, S.p.z.o.o.**, es una empresa polaca con la sede en Varsovia que se desarrolla en el sector de la construcción.
- **Sniace Biofuels, S.L.**, realiza la elaboración y realización de informes, proyectos y estudios relativos a las energías renovables, a los biocombustibles, biomasa y biorrefinerías. Adicionalmente, llevan a cabo tanto su dirección, gestión, intermediación como la asesoría en proyectos de construcción.
- **Helican Desarrollo Eólico, S.L.**, asesoramiento, desarrollo, tenencia, promoción, construcción, puesta en marcha, mantenimiento, explotación, titularidad, adquisición y/ o transmisión de instalaciones de generación de energía, incluyendo los terrenos, rústicos o urbanos, en los que las mismas estén o vayan a ser localizadas.
- **Transportes Alianza Cantabria, S.L.**, se encargan de la gestión y realización de todo tipo de transporte por carretera, bien directamente en vehículos propios o en ajenos. Actúan como mediadores del transporte de mercancías por carretera.
- **Lignotech Ibérica, S.A.**, empresa dedicada a la fabricación de productos químicos orgánicos petroquímicos.
- **Ecobarcial, S.A.** Realiza la prestación y realización de actividades, trabajos y servicios relacionadas con la promoción, ejecución o construcción y explotación de plantas de producción de bioetanol, biodiesel y otros productos ecológicos, químicos y/o análogos, la comercialización de la producción de las mismas

El grupo SNIACE ha concentrado las ventas de este pasado ejercicio en Alemania, Estados Unidos, Suiza, Italia, Turquía, Reino Unido, India y España. Siendo EEUU el mercado más importante para la empresa, con más del 90% del consumo para este uso final, todo gracias a la normativa en vigor de obligado cumplimiento en todos sus estados.

Continentes donde SNIACE opera



Origen: Datos SNIACE

2. LÍNEA DE NEGOCIO

Continuando con lo anterior, las líneas de negocio de Sniace se dividen entre los segmentos de celulosa, de fibra y de energía.

Líneas de negocio

Segmento celulosa

Segmento fibra

Segmento energía

Otros

La compañía ha estado concebida desde sus orígenes desde un proceso semi integrado entre la celulosa y viscosa. Se ha podido comprobar históricamente que cuando la fábrica de viscosa ha estado parada, ha supuesto para la empresa un desastre económico de tal forma que han llegado a parar la producción de celulosa por inviabilidad económica por no poder variar el modelo productivo existente.

Como se puede comprobar en los siguientes gráficos, el importe neto de la cifra de negocio ha mantenido un nivel similar al del ejercicio anterior. Su tímida bajada es debido al segmento de celulosa, a la parada de mantenimiento efectuada en la fábrica de celulosa en el primer trimestre de 2019:

(miles de €)	1T 2019	1T 2018	Variación
Celulosa y derivados	3.950	6.469	-39%
Fibras y derivados	4.251	3.769	13%
Energía	8.482	5.800	46%
Otros	162	842	-81%
TOTAL	16.845	16.880	0%

Esta fábrica todavía no se encuentra en condiciones de funcionamiento regular ni de participación plena en el proceso productivo, ya que está operando por debajo del 75% de su capacidad teórica prevista y no ha alcanzado el porcentaje de índice de calidad mínimo previsto.

Importe neto cifra negocio 2018 (M€)							
Línea de negocio	España	UE	Resto Eur.	Asia	América	Resto	TOTAL
Seg. Celulosa	4,908	0	0	19,232	0	0	24,140
% s/ total segmento	20,33%	0,00%	0,00%	79,67%	0,00%	0,00%	
Seg. Fibra Viscosa	0,683	8,044	1,613	1,432	2,919	0,040	14,731
% s/ total segmento	4,64%	54,61%	10,95%	9,72%	19,82%	0,27%	
Seg. Energético	25,499	0	0	0	0	0	25,499
% s/ total segmento	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Seg. Otros	3,192	0	0	0	0	0	3,192
% s/ total segmento	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
TOTAL	34,282	8,044	1,613	20,664	2,919	0,040	67,562
% s/ total segmento	50,74%	11,91%	2,39%	30,59%	4,32%	0,06%	

2.1 Líneas de negocio

Segmento celulosa

Esta fábrica de celulosa (Celltech) realiza una producción mixta del mismo producto (celulosa *dissolving*) en distinto formato (hoja y papilla). Parte de la madera de eucalipto como materia prima, a través de un proceso químico en el que se separan los dos principales componentes de la madera: celulosa y ligninas.

La posibilidad de inviabilidad técnica de esta fábrica puede determinarse por tres aspectos, la capacidad productiva de los diferentes formatos, el aumento de los ratios de materias primas y de *utilities*, costes fijos y una mayor repercusión de gastos de depuración.

En este tercer trimestre, Sniace ha vendido la totalidad de su producción – en formato de hoja seca- mayoritariamente en el continente asiático, donde provienen un 80% de sus ingresos de este mercado y el 20% restante de España, es más, la compañía vende la celulosa a grandes corporaciones industriales. Gracias a la puesta en funcionamiento de la fábrica de fibra viscosa, la parte de la producción de celulosa *dissolving* -en formato húmedo- ha ido destinada como materia prima para la producción de fibra viscosa.

Por otro lado, tiene previsto invertir en esta línea de negocio 3.700 miles de euros para la optimización de sus procesos.

Los precios se han mantenido igual respecto a los trimestres anteriores, destacando ligeras bajadas a mediados de este trimestre y tendencia al alza a finales. Pero hay que tener en cuenta que el coste de la celulosa es de, aproximadamente, un 36% debido a su materia prima (madera y sosa principalmente) y el precio de la sosa se llegó a duplicar en el periodo diciembre 2017/ abril 2018 pero el precio está remitiendo a lo largo de este 2019.

El sector español de la celulosa, el papel y el cartón se caracteriza por la dispersión de sus operadores y por la variedad de actividades industriales desarrolladas. Este sector, presenta una facturación directa de 23.094 millones de euros en España, cifra que representa el 2,1% del PIB del país según el informe de Ceprede. La facturación global generada asciende a 48.471 millones de euros, lo que representa un 8,8% de la facturación de la industria española y el 4,5% del PIB español. Así mismo, aporta el 13,2% del valor añadido de la industria del país y está mostrando un enorme potencial de transformación, gracias al éxito de este tipo de material.

El comercio electrónico, el envejecimiento de la población, la concentración poblacional en las ciudades, la demanda de productos más innovadores en mercados emergentes o la sofisticación de algunos embalajes tienden el sector al alza, estimándose un aumento de demanda hasta 2020 del 5-6% anual.

Este sector recauda un total de 7.424 millones de euros en impuestos, lo equivalente a un 1,8% de la recaudación fiscal del país. Suma un total de 369.036 trabajadores, de los cuales los puestos de trabajo generados equivalen al 18,5% del empleo industrial y el 2% del empleo total en España.

Destacamos de este sector que, a pesar del impacto de la digitalización y de la contracción y el colapso de algunos mercados como el de la prensa escrita, ha sabido reestructurarse, innovar y sobrevivir.

Por último, y tras la puesta en marcha de nuevas ampliaciones en plantas de viscosa, se sigue manteniendo una previsión de crecimiento anual del mercado de fibra viscosa del 5-6%, principal destino de la producción global de celulosa dissolving.

Segmento fibra viscosa

El grupo reinició su actividad de producción de fibra viscosa en el mes de diciembre de 2017, ha ido operando a lo largo del ejercicio 2018 de forma limitada debido a que se encuentra en un proceso de incremento en su capacidad de producción de fibra viscosa, con el objetivo de maximizar la calidad de este producto, lo que les ha impedido operar en condiciones de funcionamiento regular.

Los ingresos de esta línea vienen diversificados prácticamente en todos los continentes, donde la distribución porcentual se situó en 2018 de la siguiente forma: 5% España, 55% Unión Europea, 11% Resto de la UE, 10% Asia y 20% de EEUU.

Por otro lado, el pasado ejercicio entregaron fibra con las características técnicas especiales a clientes italianos para el mismo uso final de tejidos, sin tejer que actúa como barrera para el mismo en este caso, además de para colchones, también para tapicería de mobiliario.

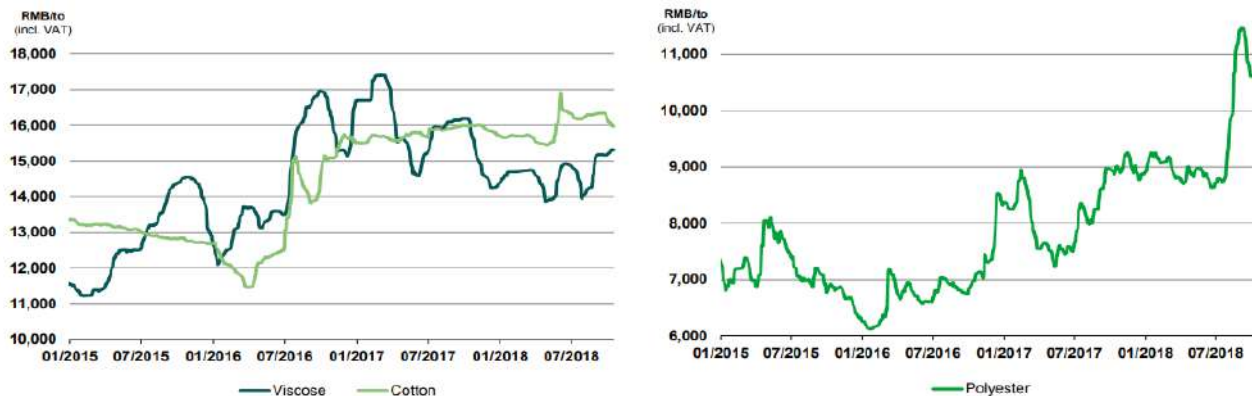
Durante el primer trimestre de 2019 la compañía ha realizado adiciones de inmovilizado por importe de 4.323 miles de euros destinados a la planta de fibra con el fin de desarrollar tanto la ingeniería básica como la ingeniería de detalle de la nueva línea de short-cut.

SNIACE se compromete en su plan estratégico realizar inversiones para desarrollar en este segmento los productos de alto valor añadidos como son (i) la fibra viscosa con propiedades ignífugas (Flame Retardant); (ii) fibra viscosa con aplicaciones higiénicas destinadas, fundamentalmente, al sector sanitario; y (iii) fibra viscosa short-cut para la fabricación de toallitas dispersables (flushable wipes), por lo que destinará 8.500 miles de euros y otros 6.000 miles de euros para la instalación de una nueva línea de producción de fibra viscosa apta para la fabricación de toallitas dispersables.

Con todo esto, la compañía espera un incremento de demanda anual superior al 10% para ese producto, debido a las mejoras que están realizando para solucionar el problema de atascos ocasionados por toallitas convencionales que repercute en la contaminación ambiental.

Las fibras textiles del futuro serán activas, ecológicas, antibacterianas, anti-moho y anti-ácaros. Los fabricantes se han focalizado en la mejora de la calidad de vida del consumidor y el respeto al medio ambiente, según un estudio del Observatorio industrial del Sector textil/Confección, que, además de añadir innovación, las fibras siempre deberán dar respuesta a necesidades básicas de los consumidores tales como el fácil cuidado y el precio entre otras cosas.

Precios de fibra en RMB- Desarrollo en China



Fuente: Lenzing

Segmento energía

Actualmente la gestión y explotación de la actividad de energía térmica y eléctrica está cedida a las sociedades COGEN GESTION INTEGRAL S.L.U., COGEN ENERGIA ESPAÑA S.L.U. y ENERGY BY COGEN S.L.U. mediante el contrato firmado el 1 de agosto de 2017 cuyo objeto consiste en el arrendamiento y gestión de la planta de cogeneración propiedad de la Sociedad ubicada en Torrelavega (Cantabria).

Cabe destacar que, según el hecho relevante publicado el 2 de agosto de este mismo año, para esta línea de negocio se han acordado condiciones de suministro de gas natural de la planta de cogeneración para el año 2020. A precios constantes de Brent y de tipo de cambio euro/dólar, supondrá una mejora de margen EBITDA estimada en unos 2,5 millones.

Por otro lado, han asumido otro compromiso por importe de 200 miles de euros, entre los que se encuentran los 171 miles de euros de compromisos adquiridos que figuran en la memoria de las cuentas anuales de 2018.

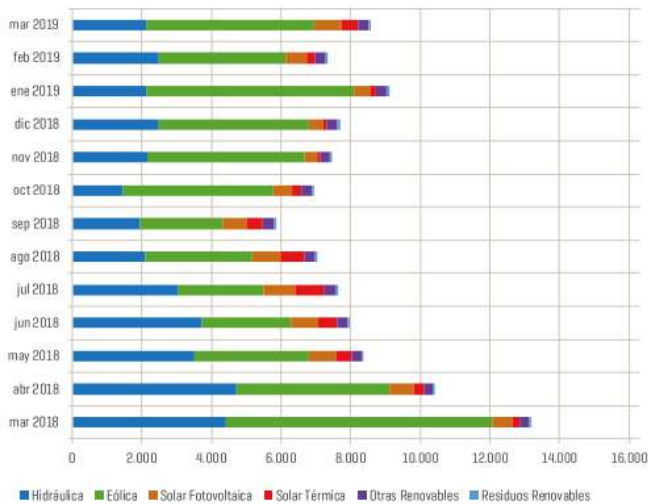
Este año 2019 promete ser un año apasionante para las tecnologías limpias. Ha aumentado el número de países, empresas y regiones que han decidido apostar por la generación renovable, lo cual hace que evolucione rápidamente el paisaje.

Según las asociaciones The World Renewable Energy Association y World Of Renewables, el gran avance con el **almacenamiento de energía** va a desempeñar un papel importante para equilibrar la oferta y la demanda de este sector. Las baterías son los dispositivos de almacenamiento más comunes que se utilizan con este fin actualmente, y su uso está aumentando. El **avance de la Inteligencia Artificial (IA)** está permitiendo una adaptación y mejora continuas de las operaciones de las microrredes, por lo que la implementación de éstas está siendo cada vez más rápida. Y, por último, el **Blockchain y IoT**, también se están abriendo a este mercado energético. Ya que permiten realizar y registrar digitalmente transacciones a través de una red de igual a igual, eliminando los intermediarios, reduciendo la desigualdad e ineficiencia energética y permitiendo a los consumidores comprar y vender energía de otros consumidores directamente.

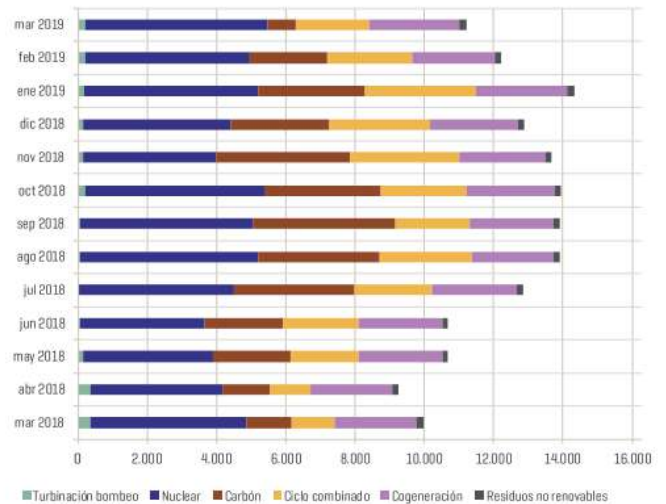
Teniendo en cuenta datos de RED Eléctrica de España, la contribución de las energías renovables al conjunto de la producción peninsular ha sido hasta ahora del 43,4%. El descenso en la generación hidráulica y eólica ha propiciado que la participación de la energía renovable en la estructura de generación se haya reducido en 13,6 puntos

porcentuales respecto al mismo mes del año anterior. En cuanto a las emisiones, el 71,1% de la generación peninsular estuvo libre de CO₂, 6,9 puntos porcentuales menos que en marzo de 2018.

Evolución de la generación renovable peninsular | GWh



Evolución de la generación no renovable peninsular | GWh



Según el Ministerio para la Transición Ecológica tiene como objetivo alcanzar en 2030 que el origen de la energía renovable sea al menos el 70% del total, tal y como exige la Unión Europea, lo cual supondrá prácticamente duplicar los niveles actuales que se sitúan en torno al 34%. Del total de inversión, entre el 40% y 42% corresponderá a medidas de eficiencia energética, el 45% a renovables, el 12% a redes y electrificación y entre el 1% y el 3% a otras medidas con el fin de mantener una rentabilidad del 7,4% en los próximos 12 años.

Otros segmentos

La totalidad de estas ventas se concentran en el mercado nacional.

3. ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO Y PRINCIPALES RIESGOS

Destacamos las **ocho** ventajas clave de SNIACE que servirán de estrategia de crecimiento a futuro:

- ✚ Estabilidad accionarial
- ✚ La especialización y verticalidad de su estructura
- ✚ Incremento de los precios
- ✚ Aumento de consumo a nivel mundial
- ✚ Fibra totalmente libre de cloro
- ✚ Mercado rentable y con tendencia alcista
- ✚ La guerra comercial puede suponer abrir a Sniace una ventaja estratégica
- ✚ La compañía es de los tres únicos productores de fibra viscosa en Europa, con Lenzing y Kelheim.

La compañía tiene un objetivo claro de posicionarse en productos de alto valor añadido, donde también incluyen las fibras ignífugas, para conseguir una mejora sustancial de los márgenes, del beneficio de explotación y una mayor agilidad que haga reducir su deuda.

Por otro lado, su completa integración de la celulosa y de la viscosa, les otorga un mayor control sobre su cadena de valor y, por tanto, una clara ventaja competitiva en costes, lo que permite les obtener un mayor margen con el que operar.

La inversión en Sniace supone confiar en la capacidad de afrontar **siete** retos, lo cual supondrá una clara generación de valor:

1. **Invertir en el proceso productivo de celulosa dissolving** a fin de aumentar la totalidad de la capacidad de producción reduciendo los costes, ya que Sniace espera culminar a finales de este ejercicio 2019 la puesta en funcionamiento y a pleno rendimiento de todos los segmentos de actividad de la compañía.
2. **Reforzar su estructura financiera** y dotarse de los recursos necesarios para poder afrontar, a corto plazo, el desarrollo urbanístico de la zona en la que se encuentran sus instalaciones en Torrelavega.
3. **Mejorar la productividad de sus trabajadores**, la compañía pretende hacer regulaciones de plantilla para disminuir los costos y mejorar la productividad.
4. **Consolidar la mejora de la calidad de la fibra** exigida por los mercados junto con el objetivo de incrementar la producción y venta.
5. **Continuar con el proceso de homologación de su fibra viscosa** recuperando los mercados tradicionales donde interviene, tanto en el sector de la hilatura como en el del tejido sin tejer.
6. **Seguir con la rápida adaptación de los cambios gubernamentales de protección ambiental**. Pese a ser el modelo a seguir de transición y adaptación para empresas como General Electric, han de continuar esa rápida respuesta mediante la realización de inversiones medioambientales.
7. **Mejorar las condiciones de negociación** con acuerdos singulares de deuda que les permita mejorar el fondo de maniobra.

A continuación, comentamos los principales focos de riesgo que vemos tanto en Sniace como en los sectores donde se posiciona.

Riesgo tipo de cambio. La compañía podría evolucionar negativamente en el caso de que el euro se revalorizase respecto al dólar, pero antes del cierre de 2018, el cambio euro/dólar se situaba en 1,127 y actualmente se sitúa a 1,12. En el caso de que la tendencia del dólar siga ese camino alcista respecto al euro afectará de manera positiva a Sniace.

Riesgo de flujos de efectivo. La compañía tiene actualmente un fondo de maniobra negativo (€14,82mn) y unos flujos de efectivo negativos de 26,70 millones de euros derivados de las actividades de explotación y de los segmentos operativos de las sociedades participadas que todavía no han alcanzado su plena operatividad. Para mitigarlo, la empresa ha obtenido una financiación no bancaria de 3 millones y cuenta con activos susceptibles con lo que obtener ingresos extraordinarios por su venta, pero deberá alcanzar la plena operatividad para generar los flujos positivos y con ello mejorar el fondo de maniobra.

Riesgo tipo de interés. A cierre de ejercicio 2018, la deuda nominal concursal es de €64,1mn, de la cual €29,9mn corresponden a deuda calificada con carácter de privilegiada y cuyo pago está sujeto a tipos de interés variables, por lo que los resultados financieros estarán parcialmente ligados a la evolución de estos tipos de interés. Para minimizar el impacto, la empresa está llevando a cabo políticas proactivas de gestión de riesgos de tipo de interés y así mantener un equilibrio entre la deuda variable y la fija.

Riesgo de no obtener los fondos necesarios para el desarrollo futuro de la actividad del Grupo. La compañía ha acumulado retrasos significativos respecto a lo previsto en el Plan Estratégico debido al mantenimiento de las instalaciones y la necesidad de

inversiones para adaptar la calidad de la fibra viscosa producida por Viscocel. De no conseguir la cantidad necesaria no podrían desarrollar actividades esenciales ni hacer frente a los pagos derivados de estas inversiones.

Gestión de riesgo de capital. Sus objetivos es salvaguardar la capacidad del mismo para garantizar la continuidad como empresa en funcionamiento, así como para mantener una estructura óptima de capital y reducir coste. Es por ello que realiza un seguimiento del capital en base al índice de endeudamiento.

Riesgos ambientales. La normativa medioambiental es evolutiva y cada vez más exigente. Lo que trata esta normativa es de reducir cada vez más los residuos industriales y las emisiones a la atmosfera y al agua, de tal forma que cada vez se podrían hacer más restrictivas lo que obligaría a la compañía a incurrir en gastos para su cumplimiento o incluso podría obligar a la sociedad a realizar investigaciones o acondicionamientos del entorno, la restricción de su actividad o incluso el cierre (temporal o definitivo) de algunas instalaciones.

Riesgos del sector energético. Tras la nueva entrada en vigor de la Ley 15/2012, de 27 de diciembre, "Ley para la Sostenibilidad Energética" la compañía tuvo que realizar un proceso de reestructuración interna con el fin de reducir los costes del Grupo. Por lo tanto, Sniace podría estar sujeta en el futuro a normativas más restrictivas que afectasen a la actividad de producción de energía eléctrica, como incurrir a gastos para el cumplimiento de requisitos legales o para satisfacer nuevos impuestos, cánones o tasas.

4. ANÁLISIS

4.1 Cuenta de resultados y estimaciones

En primer lugar, destacar que las estimaciones de GPM se pueden considerar conservadoras, fundamentadas en la dependencia de las actividades estratégicas en los que se posiciona SNIACE de la situación económica. Como hemos comentado, la empresa se encuentra en un sector en expansión, pero debemos ser cautos por el tema regulatorio del sector energético y del medioambiental.

El resultado de la empresa hasta este tercer trimestre y en comparación con el mismo periodo del trimestre anterior es el siguiente:

Pérdidas y Ganancias	1T 2019	1T 2018	Var %
Importe neto de la cifra de Negocios (INCN)	16.845	16.880	0%
Celulosa y derivados	3.950	3.769	-39%
Fibrana y derivados	4.251	3.769	13%
Energía	8.482	5.800	46%
Otros	162	842	-81%
EBITDA	-1.034	-504	-105%
Resultado del periodo	-3.713	-2.668	-39%

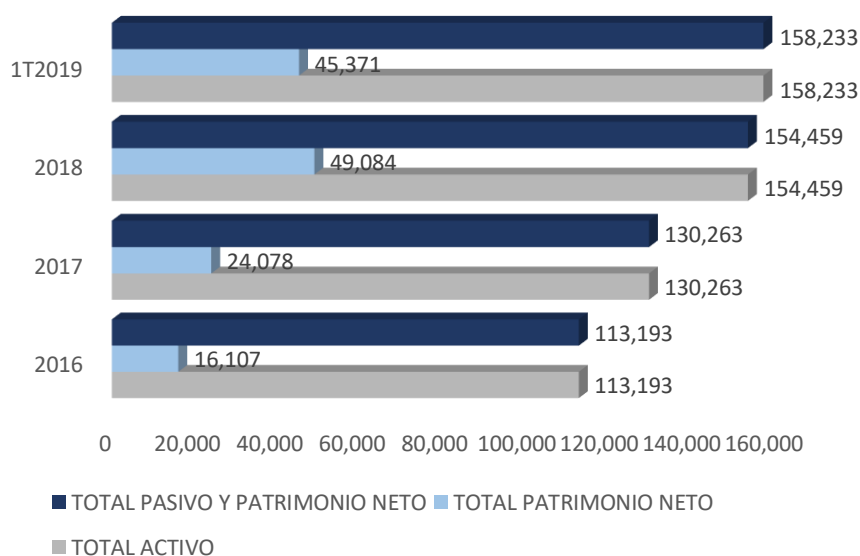
La compañía prevé para este primer trimestre de 2019 que ya se haya homologado en varios clientes para recuperar, de esta forma, la cuota de mercado que tenían en el ejercicio anterior. Aunque el mercado para este tipo de fibra es regular y estable se estima que la tendencia del precio será ligeramente al alza.

Durante el ejercicio 2018 se produjeron desviaciones respecto a las provisiones para los ejercicios 2018-2020 contenidas en el Plan Estratégico, por lo que no contemplan realizar más provisiones. A cierre, los flujos de efectivo derivados de las actividades de explotación son negativos por importe de 26.702 miles de euros y los segmentos operativos de las sociedades participadas todavía no han alcanzado su plena operatividad.

A 31 de mayo de 2019, la Sociedad continúa con un fondo de maniobra negativo por importe de 22,114M - destacando que llevan negativos desde el 2016- lo con lo cual no tiene un capital circulante suficiente para cubrir las necesidades del mismo durante 12 meses.

Ha influido el hecho retrasarse para alcanza el 100% de la capacidad productiva de las instalaciones fabriles, por lo que no se han obtenido los ingresos esperados y ha supuesto unas pérdidas no previstas. Por otro lado, la tesorería se ha visto afectada por el aumento del precio de los derechos de emisión de CO2.

Comparativa Balance 2016-1T2019



A continuación, se muestra el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía y sus respectivas estimaciones:

Balance Consolidado (miles €)	2016	2017	2018	1T2019	2020e	2021e
Otro inmovilizado intangible	0	337	569	578	661	760
Inmovilizado material	74.157	92.453	110.862	113.773	123.444	129.616
Inversiones aplicando el método de participación	884	517	387	507	563	613
Activos por impuestos diferidos	13.389	11.654	8.960	8.277	9.187	9.831
Otros activos financieros no corrientes	1.312	1.312	1.310	1.310	1.454	1.570
Activos biológicos	8.916	10.696	11.016	11.040	12.254	13.112
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	98.658	116.969	133.104	135.485	147.564	155.503
Existencias	3.221	4.198	7.517	9.749	11.406	13.117
Deudores	6.305	7.024	11.174	10.589	11.542	12.350
Otros activos financieros corrientes	2.215	1.190	1.234	757	818	886
Efectivo y equivalentes	2.794	882	1.430	1.653	1.785	1.910
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	14.535	13.294	21.355	22.748	25.551	28.263
TOTAL ACTIVO	113.193	130.263	154.459	158.233	173.115	183.766
Capital social	23.397	35.096	65.179	65.179	66.483	68.477
Prima emisión	115.930	115.930	115.930	115.930	115.930	115.930
Reservas acumuladas	-115.351	-123.193	-127.055	-132.025	-133.345	-134.679
Resultado del ejercicio	-7.877	-3.755	-4.970	-3.713	0	1
Socios externos	8	0	0	0	13.324	25.252
TOTAL PATRIMONIO NETO	16.107	24.078	49.084	45.371	62.391	74.982
Subvenciones	2.579	2.382	2.203	2.158	2.201	2.245
Deuda financiera	19.588	19.271	15.108	15.259	15.106	14.955
Pasivos por impuestos diferidos	13.328	11.666	9.078	8.400	8.610	8.825
Otros pasivos corrientes	5.360	5.229	7.922	8.038	7.998	7.958
Acreedores comerciales no corrientes	22.608	30.525	34.889	36.028	35.848	35.669
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	63.463	69.073	69.200	69.883	69.763	69.652
Provisiones corrientes	856	1.247	7.227	9.159	9.342	9.529
Deuda financiera	2.237	3.177	4.822	4.583	4.354	4.136
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	26.210	27.686	19.649	19.196	18.428	17.691
Otros pasivos corrientes	4.320	5.002	4.477	10.041	8.836	7.776
TOTAL PASIVO CORRIENTE	33.623	37.112	36.175	42.979	40.960	39.132
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	113.193	130.263	154.459	158.233	173.115	183.766

Fuente: Datos SNIACE

Pérdidas y Ganancias (miles de €)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Importe neto de la cifra de Negocios (INCN)	25.162	48.074	51.920	55.554	62.776	70.937
Variación de existencias de productos terminados y en curso	30	-21	-65	11	-50	-49
Trabajos realizados por la empresa para su activo	326	284	307	331	335	338
Aprovisionamientos	-9.530	-14.945	-16.440	-17.919	-20.607	-23.698
Otros ingresos de explotación	13	144	5	12	36	37
Gastos de personal	-3.158	-3.447	-3.619	-4.162	-4.412	-4.677
Otros gastos de explotación	-10.559	-29.614	-29.910	-30.209	-32.626	-35.236
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	1	1	1	1	1	2
EBITDA	2.285	476	2.199	3.619	5.453	7.655
Amortización del inmovilizado	-1.658	-2.820	-3.243	-4.054	-4.642	-5.315
Deterioro y Resultados por enajenación inmovilizado	5.718	8.344	8.678	9.632	9.969	10.318
Resultado de explotación	8.630	6.476	9.832	12.817	16.234	20.313
Ingresos financieros	412	1.390	304	14	1.007	1.008
Gastos financieros	-2.191	-1.062	-1.296	-1.710	-2.069	-2.504
Diferencias de cambio	80	-10	136	-850	20	20
Deterioro de instrumentos financieros, neto	3.964	-90	12	-198	589	589
RESULTADO FINANCIERO	2.265	228	-844	-2.744	-453	-887
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	10.895	6.704	8.988	10.072	15.781	19.426
Impuesto sobre beneficios	0	66	0	0	0	1
RESULTADO DEL EJERCICIO	10.895	6.770	8.988	10.072	15.781	19.427

Fuente: Datos SNIACE

4.2 Tablas comparativas sectoriales y ratios de valoración

Año 1T-2019	PER ó P/E (x)	EV (mn€)	EV/Revenue (x)	Ingresos (mn€)	EBITDA (mn€)	Deuda/EBITDA (x)	EV/EBITDA (x)	BPA o EPS (€)	Precio actual (€/acc)
SNC	0,0998	1,57	67,56	16,80	1,18	6,31	0,01	0,10	89,86
PAC	19,500	1,28	815,00	138,40	1,50	7,50	1,00	16,80	1.667,20
ENC	24,140	1,69	821,10	269,60	2,00	6,07	0,40	3,68	912,69
IBG	11,170	1,04	220,00	40,90	-1,50	5,86	2,50	27,10	303,60
MCM	14,400	2,01	243,00	64,30	0,30	8,11	1,80	16,44	508,40

Fuente: Bloomberg

- **Papeles y Cortones de Europa (Europac):** es una compañía presente en todos los sectores de la industria del papel y el cartón para embalaje, desde la gestión integral de residuos y la explotación forestal como fuente de las materias primas necesarias para la fabricación de papeles reciclado y kraftliner en sus plantas de España, Francia y Portugal, hasta la producción de plancha de cartón y cajas como producto final. Además, la compañía tiene una potencia instalada de 153 MW para satisfacer la demanda de energía vinculada al proceso de producción de papel.
- **ENCE Energía y celulosa:** ENCE desarrolla su actividad en torno a dos negocios principales: la producción de celulosa y la generación de energía renovable con biomasa en plantas independientes. Ence dispone de dos fábricas de producción de celulosa de eucalipto en España. Una de 605.000 toneladas de capacidad situada en la localidad de Navia, en Asturias y otra de 465.000 toneladas de capacidad situada en Pontevedra, Galicia.
- **Iberpapel Gestión:** Desde sus orígenes en 1935, Iberpapel ha consolidado su posicionamiento como uno de los principales actores del mercado de papel de impresión y escritura en España. Sus tres divisiones son: el forestal, industrial y comercial. Tiene como objetivo consolidar en su modelo de negocio la eficiencia operativa, la productividad y el control de costes.
- **Miquel y Costas:** Componen el Grupo trece empresas filiales y una empresa asociada que, sin perder el carácter papelerero, abarcan desde la fabricación y comercialización a los servicios. El objeto principal del negocio lo ha constituido desde sus orígenes la fabricación de papeles finos y especiales de bajo gramaje

Como se puede observar en la tabla anterior, y teniendo en cuenta el criterio **PER**, la media del sector se encuentra en 16,2 veces. Teniendo este dato como referencia, sólo Europac y Ence se encuentran por encima de la media.

El ratio **EV/EBITDA** compara el valor de la empresa con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones teniendo en cuenta el coste de las deudas. La media del sector se sitúa en 6,1x, por lo tanto, SNC se sitúa por encima con un 6,31 veces, muy ajustado a las expectativas de revalorización.

La comparativa entre el valor de la empresa y los ingresos (**EV/Revenue**) nos muestra a SNC (1,57x), PAC (1,28x), ENC (1,69x) e IBG (1,04x) por debajo de la media (1,80x). MCM tiene un resultado más alto, por lo que cabría la posibilidad de que la empresa se encontrase sobrevalorada.

Realizando un análisis de todo lo planteado con anterioridad y dada su proyección futura, realizamos una valoración de su precio objetivo en 0,105€/acc (potencial de 7,47%).

5. GLOSARIO

- Price Earnings Ratio (PER ó P/E):** $\text{Capitalización/B}^{\text{o}} \text{ neto total ó Precio acc./BPA}$

Este ratio indica el número de años de beneficios que necesita una compañía para recuperar el dinero invertido en la compra de sus acciones si el beneficio por acción fuese constante.

0-10: infravalorada
1-17: el más adecuado
17-25: los inversores prevén subida de los beneficios o la acción está sobrevalorada
+25: puede ser consecuencia de precio inflados o grandes expectativas de crecimiento de los beneficios futuros.
- Beneficio por acción ó Earnings per Share (BPA ó EPS):** $\text{Beneficio neto/n}^{\text{o}} \text{ acciones}$

Te muestra cuánto de lo obtenido por la empresa como resultado de su actividad correspondería a cada acción. Un alto BPA induce a comprar la acción y una cifra baja a venderla. Una subida de su BPA puede significar que bien ha subido su beneficio o que han disminuido las acciones de la empresa o ambos casos.
- Price to sales (P/S):** $\text{Capitalización/Ventas ó Precio acc./ (Ventas/acc.)}$

Muestra la relación que existe entre el precio de cotización y las ventas por acción. Nos dice qué valor obtiene la empresa por cada euro ingresado. Si el resultado obtenido es bajo, se puede deber a que la compañía está infravalorada y por el contrario, si el ratio es elevado puede que la empresa esté sobrevalorada. Se suele usar este ratio para comparar empresas del mismo sector.
- Price to book value (P/B), ratio precio valor contable:** $\text{Capitalización/Valos contable de los fondos propios}$

Este ratio dice la relación que existe entre la capitalización de mercado y el valor en libros, nos dice cuánto estaríamos pagando por la empresa si ésta se declarase en quiebra de forma inminente.

Si >1, alta probabilidad de quiebra u ocasión de oportunidad de inversión ya que la compañía está infravalorada
Si 1,5 > x > 2,5 normal
- Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA):** $\text{Valor de la empresa/EBITDA} = X \text{ veces}$

Compara el valor de una empresa con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, para determinar si la empresa incorpora mayor o menos valor que el directamente relacionado con los recursos generados. Un múltiplo inferior podría significar que se están generando resultados por encima de la gestión de la empresa, por lo que resultará más atractiva y con expectativas de revalorización.

Un EV/EBITDA negativo significa que que la empresa está en una situación complicada y con un elevado riesgo. Por otro lado, si la cifra es menor a la media del sector supondrá unas expectativas favorables sobre una compañía que invita a considerar una compra.
- Enterprise Value to Sale (EV/Sales):** $\text{Valor de la empresa/Ventas}$

Mide la relación entre las ventas y la cotización de la empresa. Cuantas más veces refleje las ventas el precio de la acción más sobrevalorada se encontrará la empresa que se está analizando. Es un ratio utilizado para comparar entre diferentes compañías del mismo sector. Una relación baja indica la posible infravaloración y una relación significativamente por encima del promedio puede sugerir una sobrevaloración.
- Enterprise Value to Revenue (EV/Revenue):** $\text{Valor de la empresa/Ingresos}$

Este ratio es utilizado por los analistas para realizar una comparativa rápida entre empresas y su precio. Es utilizado para valorar determinadas compañías en el caso de una adquisición potencial. Si el resultado es alto, quiere decir que la compañía está sobrevalorada, en cambio si es bajo, quiere decir que a priori la empresa estará infravalorada.
- Return On Assets (ROA):** $\text{EBIT/Activos totales}$

Es la relación entre el beneficio obtenido en un determinado periodo y los activos totales de una empresa, es decir, mide la eficiencia de los activos totales independientemente de las fuentes de financiación utilizadas. En general, un buen ROA es aquel superior al 5%.
- Rentabilidad financiera o Return On Equity (ROE):** $\text{Beneficio neto/Recursos propios}$

Son los beneficios económicos conseguidos a partir de las inversiones hechos y los recursos propios, este porcentaje sirve para valorar la ganancia conseguida sobre los recursos utilizados.

ROE > ROA, significa que el hecho de haber financiado parte del activo empresarial con deuda ha supuesto el crecimiento de la rentabilidad financiera.

ROE = ROA, significa que la totalidad del activo se ha financiado con fondos propios sin acudir a la deuda.

ROE < ROA, la deuda que se ha utilizado para financiar el activo supera la rentabilidad económica.

- Quick Ratio ó Acid-Test Ratio:** $(\text{Activo corriente} - \text{inventario}) / \text{Pasivo corriente}$

Es un indicador que mide la liquidez de corto plazo de una empresa y la capacidad que tiene para cumplir con sus obligaciones respecto a los activos más líquidos.

Si <1 puede significar que la compañía depende en gran medida del inventario u otros activos a pagar sus pasivos a corto plazo. Normalmente se recomienda que sea mayor a 1. Contra mayor sea será mejor la posición de liquidez de la compañía, pero una liquidez demasiado alta supondrá que tiene pendientes.
- Current ratio:** $\text{Activo Corriente} / \text{Pasivo corriente}$

Este indicador es muy parecido al Quick Ratio, con la diferencia de que el anterior no tiene en cuenta el inventario puesto que no se puede considerar como un activo líquido.
- Calidad de deuda:** $\text{Pasivo corriente} / \text{Total pasivo}$

Determina la proporción que representa la deuda a corto plazo sobre el total de deuda. Contra menos sea reflejará una mayor facilidad para devolver los fondos ajenos al dilatarse los vencimientos de éstos en el tiempo.
- Fondo de maniobra (FM):** $\text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente ó AC/PC}$

Se tratan de los recursos financieros a largo plazo que la empresa necesita para poder llevar a cabo su actividad en un periodo corto, es decir, mide la capacidad de la empresa para continuar con el desarrollo de su actividad. Si el FM:

Igual a cero: $(AC=PC)$, puede suponer el principio de una situación de riesgo

Positivo: $(AC>PC)$ situación ideal de equilibrio financiero de la empresa, es decir, después de hacer frente a las obligaciones a corto plazo tiene un excedente del activo.

Negativo: $(AC<PC)$ situación en la cual la empresa carece de recursos suficientes para afrontar los pagos a corto plazo.
- Autonomía financiera:** $\text{Capitales propios} / \text{Capitales permanentes}$

Este ratio mide la capacidad de una empresa para financiarse, por ello relaciona los capitales propios de la empresa con el total de capitales permanentes necesarios para su financiación. Cuanto mayor sea la cifra obtenida, mayor será la autonomía financiera de la empresa y por tanto tendrá mayor capacidad para afrontar situaciones de incertidumbre que aparezcan.
- Rotación de las cuentas a cobrar (RCC):** $\text{Ventas} / ((\text{Saldo inicial créditos por cobrar} + \text{Saldo final créditos por cobrar}) / 2)$

Es una buena herramienta para el control del dinero que te deben por ventas a crédito. Si se obtiene una cifra elevada o creciente, implica que la empresa opera más al contado, vende más o se vuelve más eficiente en sus cobranzas. Si por el contrario es bajo o disminuye, quiere decir que la compañía puede correr el riesgo de mantener muchos créditos por cobrar y no contar con activos líquidos para afrontar sus obligaciones.
- Razón endeudamiento del activo total:** $\text{Pasivo total} / \text{Activo total}$

Sirve para establecer una métrica del grado de endeudamiento de una empresa en relación al total de sus activos. Con este cálculo sabremos qué proporción de la actividad de la empresa (activo total) está financiada por sus acreedores (pasivo total). Habitualmente los valores se encuentran entre el 40%-60%, en el caso de ser superior al 60%, la empresa se estaría financiando por terceros, perdiendo de esa forma su autonomía en su administración y gestión y por tanto fenerar una gran carga de intereses. En cambio, si el ratio está por debajo de 40%, la empresa cuenta con un nivel de recursos propios muy elevado.

6. DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida a Iberclear y al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida ha sido recopilada y elaborada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero GPM no realiza ninguna manifestación ni da ninguna garantía en cuanto a la integridad, veracidad y/o exactitud de las mismas, no responsabilizándose, por tanto, de ellas.

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo en estos casos necesario hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

GPM, así como sus personas sujetas al Reglamento Interno de Conducta, pueden tener una relación comercial relevante con la compañía referida en el presente informe, tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha compañía, negociando con dichos instrumentos incluso como proveedor de liquidez, tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. No obstante, GPM tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control en el Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar los conflictos de interés de sus personas sujetas. La política de conflictos de interés puede consultarse en la web corporativa de GPM (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas. Entre estas medidas está la prohibición de operar por parte del analista o las personas sujetas que hayan colaborado en la confección del informe de operar en el valor objeto del análisis, o en instrumentos conexos, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes. De la misma forma el analista responsable del informe no podrá realizar operaciones personales con el instrumento financiero objeto del informe de modo contrario a la recomendación vigente en el mismo.

La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.