

Resultados 12m 2020

Opinión ⁽¹⁾: En línea.Impacto ⁽¹⁾: Tendremos que subir estimaciones.

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

+34 915 904 226

Descripción del negocio

Ercros (ECR) es un grupo industrial de fabricación de productos químicos que opera a través de 3 divisiones: (i) química básica, (ii) química intermedia y (iii) farmacia. Con un negocio que gira en torno a la producción de clorosa, siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total instalada) y dentro del Top10 en Europa.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	243,3	296,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	337,6	411,2
Número de Acciones (Mn)	101,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,72 / 2,08 / 1,47	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,50	
Rotación ⁽³⁾	52,8	
Refinitiv / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Joan Casas Galofre	5,4
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,0
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat García Pruns	3,1
Free Float	81,5

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	13,7	-0,4	8,5	342,2
vs Ibex 35	7,9	-2,2	20,6	336,8
vs Ibex Small Cap Index	4,6	-9,5	-15,6	112,3
vs Eurostoxx 50	9,6	-5,1	5,1	245,3
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	13,8	-1,7	-2,5	193,1

(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 2.

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

(4) vs Eurostoxx 600 Chemicals.

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

¿Ante la recuperación del ciclo de la sosa? Subiremos estimaciones 2021e

CAÍDA ESPERADA DE INGRESOS (EUR 580Mn; -15% vs 2019), resultado del fuerte parón de actividad del 2T20 que resultó en una reducción significativa tanto en los volúmenes vendidos como en los precios de los productos con mayor exposición al ciclo. La buena noticia es que el 4T20 muestra ya una recuperación hasta niveles pre Covid-19 (tanto en volumen de toneladas como en facturación).

...AUNQUE, PESE AL ENTORNO, CONSIGUE MANTENER MÁRGENES (-0,9p.p. vs 2019). La caída de volúmenes y precios de venta se ve compensada (en gran medida) por la reducción del coste de los principales aprovisionamientos y suministros. Lo que permite a ECR obtener un Mg. EBITDA Rec. del 8,3% (vs 9,2% en 2019) y generar un EBITDA Rec. 2020 de EUR 48,2Mn (-22,8% vs 2019; en línea con lo estimado).

LA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE CAJA QUEDA PATENTE... pese a la caída de la actividad (EBITDA Rec. -22,8%), y el CAPEX (EUR 34Mn), ECR genera un FCF de c. EUR 40Mn (empujado por un incremento de c. EUR 25Mn del importe dispuesto del contrato de factoring sin recurso).

...Y PERMITE UNA REDUCCIÓN SIGNIFICATIVA DE LA DEUDA NETA, que cierra 2020 en EUR 84,8Mn (-23% vs 2019!). La capacidad de generación de caja permitirá a ECR afrontar 2021e con una posición sólida de balance (DN/EBITDA Rec. c. 1,7x).

EL ENTORNO COVID INTERRUMPE, TEMPORALMENTE, LA REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA. ECR alcanza un Beneficio Neto de EUR 6,3Mn (impactado por c. EUR 4,3Mn de deterioros), situando el BPA por debajo del mínimo requerido por la política de dividendos (interrumpiendo, de forma excepcional, la remuneración con cargo al beneficio 2020). No obstante, ECR acuerda reanudar la recompra de acciones para su amortización (a partir del 1 de marzo) como parte de la remuneración al accionista con cargo a los resultados 2021e.

¿Y EN 2021e? SUBIREMOS ESTIMACIONES. Pese a unos resultados 2020 en línea, el buen comportamiento del 4T20 (recuperando los niveles pre Covid-19 en su totalidad) y su previsible continuidad en 2021e, nos llevará a revisar (al alza) nuestras estimaciones ¿EBITDA Rec. 2021e de c. EUR 60Mn; c. +15% vs estimación actual?. Nuestra revisión de estimaciones pivotará esencialmente sobre: (i) la buena marcha del PVC (debido al incremento de obra pública y a las ayudas a la construcción) y (ii) el argumento creíble de una recuperación del precio de la sosa que podría llegar antes de lo esperado ("acelerada" por los efectos de la intensa ola de frío sobre la industria química USA).

¿QUÉ NOS DICE EL PRECIO DE LA ACCIÓN? Pese al comportamiento del precio de la acción -12m (en línea con el índice de referencia del sector europeo, pero un -15,6% vs Ibex Small Cap), los resultados 2020 cotizarían a un EV/EBITDA de c. 7x (vs múltiplos de c. 8x-10x de sus principales comparables). Si ponemos la vista en 2021e, donde la compañía podría recuperar ya los niveles 2019, el múltiplo EV/EBITDA se reduciría a c. 5,5x. Dado su carácter de "cíclico adelantado" y la previsible recuperación de la demanda de sosa (y de su precio), ¿estaríamos ante una opción barata de jugar ya la recuperación del ciclo?

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m20		12m20 Real		2020 Real	
	Real	12m19	vs 12m19	2020e	vs 2020e	
Total Ingresos	579,3	682,3	-15,1%	568,1	2,0%	
EBITDA (Recurrente)¹	48,2	62,4	-22,8%	47,1	2,3%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,2%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>8,3%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	
EBITDA	47,3	60,0	-21,1%	45,2	4,7%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,8%</i>	<i>-0,6 p.p.</i>	<i>8,0%</i>	<i>0,2 p.p.</i>	
EBIT	14,9	28,7	-48,0%	18,0	-16,9%	
BAI	7,0	22,6	-69,1%	12,6	-44,5%	
BN	6,3	31,0	-79,8%	10,3	-39,4%	
FCF Recurrente²	40,6	28,1	44,5%	14,9	173,3%	
<i>FCF Recurrente Yield</i>	<i>16,7%</i>	<i>11,5%</i>	<i>5,1 p.p.</i>			
Deuda Neta	84,8	110,2	-23,0%	104,0	-18,5%	
Deuda Neta / EBITDA	1,76 x	1,76 x	0,0 x	2,30 x	-0,5 x	

(1) EBITDA Rec. ajustado por: (i) reversión de provisiones y otros ingresos extraordinarios (EUR -3,7Mn en 2020; -2,2Mn en 2019), (ii) dotación de provisiones y otros gastos extraordinarios (EUR +4,7Mn en 2020e; EUR +7,8Mn en 2019), (iii) gastos capitalizados (EUR -2,3Mn en 2020; EUR -0,9Mn en 2019) y (iv) resultado en ventas de propiedades de inversión (EUR -3,1Mn en 2019).

(2) FCF Rec. empujado por el uso de factoring sin recurso (que incrementa el importe dispuesto c. EUR 25Mn).

Anexo 2. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	243,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	44,9	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	82,3	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	32,9	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	337,6	

Nota: A 31 de diciembre de 2020, la compañía mantiene activos por impuesto diferido no registrados por bases imponibles negativas de ejercicios anteriores por importe de EUR 65,1Mn.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
26-Feb-2021	n.a.	2,41	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	2,01	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,66	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,28	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,42	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,92	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

