

Resultados 12m 2021

Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperadoImpacto ⁽¹⁾: Tendremos que subir estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.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)	304,9	338,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	348,9	387,8
Número de Acciones (Mn)	101,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,88 / 3,17 / 2,41	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,71	
Rotación ⁽³⁾	59,3	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionaria (%)

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

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	6,7	-2,6	25,3	-11,3
vs Ibex 35	9,6	4,5	26,4	2,2
vs Ibex Small Cap Index	6,3	0,3	33,1	-39,9
vs Eurostoxx 50	13,0	8,8	21,3	-23,5
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	13,3	9,8	18,7	-35,0

(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 Stoxx Europe 600 Chemicals.

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

Resultados 2021 excelentes, pese al entorno. Tendremos que subir estimaciones

FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS, SUPERIOR AL ESTIMADO: EUR 823,4MN (+42,1% VS 2020)...

En línea con lo visto en los resultados 9m21, el fuerte crecimiento en ingresos se explica esencialmente por: (i) la fuerte subida del precio medio de los productos vendidos (que explica c. 80% del incremento en ventas; destacando el buen comportamiento del PVC y la sosa) y (ii) el mayor volumen de toneladas vendidas (+5,6% vs 2020). Un nivel de ingresos que no sólo implica una mejora significativa frente a 2020, sino que también se encontraría muy por encima de los niveles vistos en 2019 (c. +20%; por el efecto precio).

... EMPUJADOS POR LOS NEGOCIOS CON MAYOR EXPOSICIÓN AL CICLO. Por negocios, destaca el buen comportamiento del negocio de química intermedia y los negocios asociados al cloro (ventas 2021: +50,3% y +46% vs 2020, respectivamente); que compensan la caída (temporal) de las ventas de la división de farmacia del -11,9% (por la menor demanda de productos como el ácido fusídico y la eritromicina y sus derivados; consecuencia de las restricciones de movilidad adoptadas para hacer frente al Covid-19).

Y, PESE A LAS PRESIONES INFLACIONARIAS, ECR CONSIGUE MEJORAR MÁRGENES (MG. EBITDA REC: 10,5%; +2,1p.p. vs 2020).

Pese a la subida generalizada en el precio de sus principales aprovisionamientos y suministros (destacando el fuerte incremento en el precio de la electricidad), ECR cierra 2021 con un Mg. EBITDA Rec. del 10,5% (vs 8,3% en 2020; en línea). Lo que se traduce en un EBITDA Rec. 2021 de EUR 86,1Mn (vs EUR 48,2Mn de 2020 y EUR 76,3Mn de nuestras estimaciones).

PERMITIENDO UN "DESPEGUE" DEL BENEFICIO NETO Y LA CONTINUIDAD DE LA RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA.

Los puntos anteriores se trasladan al beneficio neto, que alcanza los EUR 43,3Mn (vs EUR 6,3Mn en 2020). En consecuencia, ECR propone una retribución al accionista por importe de EUR 21,5Mn dividida entre: (i) un dividendo en efectivo (EUR 0,085/acción; yield 2,6%) y (ii) recompra de acciones para su posterior amortización por el importe restante.

LA ELEVADA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE CAJA PERMITE UNA REDUCCIÓN DE LA DEUDA NETA (-22% VS 2020).

Pese al incremento del circulante (resultado del fortísimo crecimiento en ingresos) y del CAPEX (EUR 34,2Mn), ECR genera un FCF de c. EUR 26Mn (FCF yield c. 8,5%). Una generación de caja que permite una reducción de la deuda neta hasta los EUR 65,8Mn (-22,4% vs 2020).

EN RESUMEN, MUY BUENOS RESULTADOS QUE NOS LLEVARÁN A SUBIR NÚMEROS: LOS MÚLTIPLOS SIGUEN SIENDO ATRACTIVOS.

Resultados sólidos (y mejores de lo estimado) que ponen de manifiesto la capacidad de generación de caja del negocio en un entorno marcado por las presiones inflacionarias. Si ponemos la vista en 2022e, el buen comportamiento de precios visto durante el 2S21 nos llevará a revisar al alza nuestros números, elevando ingresos y EBITDA (hasta alcanzar, al menos, los niveles vistos en 2021; ¿+15% vs estimación anterior?); con el apoyo de un momento cíclico favorable que debiera continuar dando soporte a la demanda de los principales productos comercializados por las divisiones con mayor exposición al ciclo.

Tras el castigo al mercado en el día de ayer por el inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania (ECR -4,4% vs -2,8% del IBEX 35), los resultados 2021 cotizan a c. 4,2x EV/EBITDA (vs c. 5x del sector).

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m21		12m21 Real		12m21 Real		4T21 vs	
	Real	12m20	vs 12m20	2021e	vs 2021e	4T21	4T20	
Total Ingresos	823,4	579,3	42,1%	720,2	14,3%	240,6	68,8%	
EBITDA (Recurrente)¹	86,1	48,2	78,4%	76,3	12,8%	24,8	119,8%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>10,5%</i>	<i>8,3%</i>	<i>2,1 p.p.</i>	<i>10,6%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>10,3%</i>	<i>2,4 p.p.</i>	
EBITDA	85,7	47,3	81,0%	74,8	14,6%	25,9	110,3%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>10,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>2,2 p.p.</i>	<i>10,4%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>10,8%</i>	<i>2,1 p.p.</i>	
EBIT	53,7	14,9	259,4%	45,9	16,9%	15,1	n.a.	
BAI	51,2	7,0	n.a.	40,3	27,0%			
BN	43,3	6,3	n.a.	33,0	31,0%			
FCF Recurrente	26,1	40,6	-35,7%	16,5	58,3%			
Toneladas vendidas (miles)	1.228	1.162	5,7%					
Deuda Neta	65,8	84,8	-22,4%	71,3	-7,6%			

(1) EBITDA Recurrente ajustado para excluir: (i) la reversión de provisiones y otros ingresos extraordinarios (EUR 6,6Mn) y (ii) la dotación de provisiones y otros gastos extraordinarios (EUR 6,9Mn).

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	304,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	15,1	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	65,8	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	30,3	Rdos. 12m 2021
+/- Otros ⁽¹⁾	(6,6)	Lighthouse 2021
Enterprise Value (EV)	348,9	

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

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 (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 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@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 IFAF 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, IFAF 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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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
25-Feb-2022	n.a.	3,02	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
10-Nov-2021	n.a.	3,52	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
29-Jul-2021	n.a.	3,36	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
12-May-2021	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
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

