

Resultados 3m 2022

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.

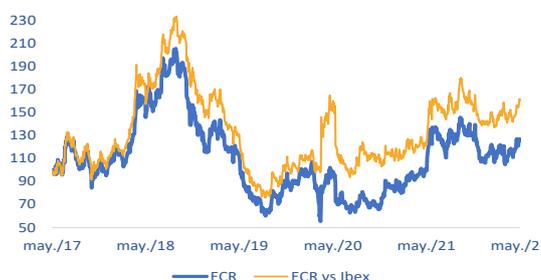
Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	341,3	359,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	398,6	420,0
Número de Acciones (Mn)	101,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,88 / 3,26 / 2,64	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,77	
Rotación ⁽³⁾	57,7	
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	11,2	9,9	25,7	27,1
vs Ibex 35	10,1	11,2	30,1	60,3
vs Ibex Small Cap Index	11,3	4,6	25,5	-11,9
vs Eurostoxx 50	15,8	21,0	33,6	21,2
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	11,2	12,5	22,2	-4,7

(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.

Muy buen trimestre que supera ampliamente expectativas. Y apunta a un 2022e récord

FORTÍSIMO CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS (+54,2% VS 1T21) ... ECR cierra el 1T21 con una cifra de ingresos de EUR 273,3Mn (+54,2% vs 1T21). Un crecimiento espectacular (algo objetivo en este caso) y explicado exclusivamente por el significativo incremento del precio medio de sus productos (especialmente PVC y sosa, con incrementos frente al 1T21 del +58% y +106%, respectivamente). Los mayores precios de venta compensan la ligera caída de volúmenes (-3,3% vs 1T21) como resultado de ajustes en la producción de ciertos productos muy intensivos en consumo de electricidad (que continuó en máximos durante el mes de marzo).

... EMPUJADOS POR TODOS SUS NEGOCIOS. Por un lado, destacamos la continuidad del buen comportamiento de los negocios asociados al cloro (65% s/Vtas 1T22; +63,8% vs 1T21) y química intermedia (29% s/Vtas 1T22; +36% vs 1T21). Por otro lado, el negocio de farmacia (que se encontraba afectado por la menor demanda de productos como el ácido fusídico y la eritromicina, consecuencia de las restricciones de movilidad adoptadas para hacer frente al Covid-19) mantiene la recuperación iniciada en el 2S21 con un crecimiento de los volúmenes del 15,5%, lo que le permite situar sus ventas trimestrales en EUR 17,2Mn (+31,6% vs 1T21, +7% vs 1T20).

QUE SE TRADUCE EN UN EBITDA RÉCORD (EBITDA REC. 1T22: EUR 32MN). Pese al fortísimo incremento de los costes variables (+76,4% vs 1T21) resultado del fortísimo incremento de la electricidad en España y de otras materias primas entre las que destacan el etileno, el EDC, el VCM y el metanol, ECR logra mantener un margen EBITDA similar al visto en el 1T21 (gracias a la traslación al precio de venta de la subida de costes y al apalancamiento operativo del negocio, con un elevado componente de costes fijos). Lo anterior permite a ECR lograr un fortísimo incremento de EBITDA 1T22 hasta EUR 32Mn (+49% vs 1T21; un resultado histórico).

Y UN INCREMENTO (COYUNTURAL) DE LA DEUDA NETA (EUR 87,1MN; +46,2% VS 1T21). ECR cierra el 1T22 con una Deuda Neta (ex - acreedores por arrendamiento financiero) de EUR 87,1Mn (+46,2% vs 1T21). Un incremento que se explica esencialmente por el impacto coyuntural en FCF del circulante (EUR 38,5Mn; por incremento de inventarios y cuentas a cobrar), que debiera revertir a lo largo del ejercicio 2022 (lo que, según nuestras estimaciones, dejaría la DN 2022e por debajo del cierre 2021 pese a mantener tanto un CAPEX de c. EUR 35Mn como la retribución al accionista: payout 2021 50% del BN entre dividendo y recompra de acciones).

EN RESUMEN, RESULTADOS QUE SUPERAN AMPLIAMENTE NUESTRAS EXPECTATIVAS. SUBIREMOS FUERTEMENTE ESTIMACIONES. Durante los últimos 12m, ECR genera un EBITDA LTM de EUR 95Mn. La continuidad del entorno actual debiera permitir a ECR cerrar el 1S22 con un EBITDA de c. EUR 60Mn (+35% vs 1S21). Lo que nos llevará a subir nuestras estimaciones 2022e hasta situar el EBITDA Recurrente en c. EUR 100Mn (+16% vs 2021; +28% vs estimación previa).

RESULTADOS HISTÓRICOS... ¿COTIZADOS? El salto en los resultados 1T22 es de naturaleza puramente operativa. Y, a nuestro juicio, se encuentran soportados por un momento único del sector cloro-sosa (con precios elevados de PVC y sosa de forma simultánea; resultado de la combinación de una alta demanda con escasez de oferta). Nuestra estimación de EBITDA 22e (c. EUR 100Mn) cotizaría hoy a c. 4x EV/EBITDA (vs c. 5x de sus comparables más directos). ECR aparece hoy como una idea de inversión objetivamente evidente y que, al menos, demanda atención.

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	3m22		3m22 Real
	Real	3m21	vs 3m21
Total Ingresos	273,3	177,3	54,2%
Derivados del cloro	165,7	101,2	63,8%
Química intermedia	73,7	54,2	36,0%
Farmacia	17,2	13,1	31,6%
Otros ingresos	16,7	8,8	88,7%
EBITDA (Recurrente)	31,8	21,3	49,0%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,0%</i>	<i>-0,4 p.p.</i>
EBITDA	30,0	19,8	51,3%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,2%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>
EBIT	22,6	12,8	76,7%
BAI	21,0	11,6	80,7%
BN	17,2	8,7	97,0%
Toneladas vendidas (miles)	295	305	-3,3%
Deuda Neta ¹	87,1	59,6	46,2%

(1) Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 15,4Mn en 1T22 y EUR 6,2Mn en 2021).

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	341,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	15,1	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	87,1	Rdos. 3m 2022
- Inmovilizado financiero	30,3	Rdos. 12m 2021
+/- Otros ⁽¹⁾	(14,6)	Lighthouse 2022
Enterprise Value (EV)	398,6	

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

Estados Unidos. IEF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del 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
04-May-2022	n.a.	3,38	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
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

