

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Chemicals

 Precio de Cierre: EUR 3,96 (21 feb 2023)
 Fecha del informe: 22 feb 2023 (16:00h)

Resultados 12m 2022
 Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2022
Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 904 226

Descripción del negocio

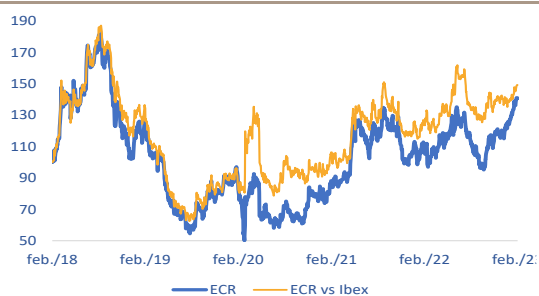
Ercros (ECR) es un grupo industrial de fabricación de productos químicos que opera a través de 3 divisiones: (i) química básica, (ii) química intermedia y (iii) farmacia. Con un negocio que gira en torno a la producción de cloro-sosa, siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	382,5	408,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	443,8	474,2
Número de Acciones (Mn)	96,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,98 / 3,26 / 2,68	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,57	
Rotación ⁽³⁾	37,8	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Joan Casas Galofre	5,7
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,2
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,0
Montserrat García Pruns	3,4
Free Float	80,7

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	13,3	23,8	29,3	40,7
vs Ibex 35	7,7	9,5	18,6	49,4
vs Ibex Small Cap Index	6,2	5,1	23,1	14,6
vs Eurostoxx 50	9,1	13,8	21,3	13,5
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	11,3	22,3	29,2	8,5

(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, preveemos 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.

2022: ECR consigue resultados récord (y supera expectativas). Los ratios siguen siendo atractivos

2022: EL FUERTE AUMENTO DE PRECIOS EMPUJA LAS VENTAS (+29,7 VS 2021)...

ECR cierra 2022 con unos ingresos de EUR 1.053,6Mn (+29,7% vs 2021), completamente en línea con lo esperado. Un incremento de ingresos que continuó soportado por el fuerte aumento de precios. Lo que permite compensar la pérdida de volumen (toneladas vendidas: -10% vs 2021; resultado de los efectos causados por el aumento de costes energéticos sobre la utilización de capacidad).

... DESTACANDO EL BUEN COMPORTAMIENTO DE LA DIVISIÓN DE DERIVADOS DEL CLORO (67% S/VENTAS).

Por divisiones, destaca el crecimiento en ventas de derivados del cloro (+39,3% vs 2021; resultado del incremento de precios de los productos de mayor volumen, como la sosa caustica, cuya falta de oferta en el 4T disparó su precio hasta máximos, ver página 3 de este informe), seguida de farmacia (+28%; que continúa la recuperación ya avanzada en trimestres anteriores) y química intermedia (+9,2%; más afectada por la caída de demanda de bienes de consumo).

Y SE TRADUCE EN UN EBITDA RÉCORD (EBITDA RECURRENTE: EUR 142,9MN; +52,3% VS 2021).

La evolución del negocio ha sido excelente, lo que se explica por el buen comportamiento de la división de derivados del cloro (con una recuperación significativa en el 4T vs 3T22). En efecto, el fuerte incremento de precios de la sosa cáustica (un producto con comportamiento inverso al ciclo en las fases iniciales de desaceleración), junto a la "normalización" de los costes energéticos ha permitido un incremento del Mg. EBITDA Rec. 2022e hasta niveles del 13,6% vs 11,5% en 2021 (EBITDA 2022: EUR 142,9Mn; +52,3% vs 2021 y +13% vs nuestras estimaciones).

LO QUE PERMITE MANTENER UNAS ELEVADAS INVERSIONES SIN INCREMENTAR EL APALANCAMIENTO.

Deuda neta/EBITDA Rec. en 0,4x vs 0,6x en 2021 (excluyendo impacto NIIF 16). Una estructura de balance muy sana, especialmente interesante en un momento como el actual. ECR genera un FCF Rec. de EUR 28Mn en 2022 (lo que representa una conversión en caja del 20% del EBITDA Rec. generado). Es reseñable la mejora de los ratios de endeudamiento neto tras inversiones de EUR 52,8Mn (dentro del marco del "Plan 3D" que, entre otros objetivos, persigue potenciar las divisiones de química intermedia y farmacia y el segmento de potabilización de aguas, lo que reducirá la dependencia cíclica del negocio cloro-sosa).

LA REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA SE SITÚA EN MÁXIMOS.

El consejo de administración propondrá a la junta general a retribuir a los accionistas con EUR 32,5Mn a cargo de los resultados 2022 (payout 50%). Una retribución al accionista que se distribuirá entre: i) un dividendo por acción de EUR 15 cent/acción (aprox. EUR 13,7Mn; dividend yield 3,7%) y ii) la recompra de acciones propias para su amortización por EUR 18,7Mn.

Y, PESE A QUE EN 2023E ESPERAMOS UNA NORMALIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD, LOS RATIOS SIGUEN SIENDO ATRACTIVOS.

Según nuestras estimaciones, que básicamente contemplan un 2023e similar a 2021 (EBITDA Rec. c. EUR 85Mn), la compañía cotiza a 5,5x EV/EBITDA y FCF yield de c. 10%. Teniendo en cuenta que nuestras estimaciones están contemplando un año "malo", de caída de actividad (que debiera normalizar los precios de los productos más cíclicos). En el caso de estimaciones más optimistas (y que reflejen los frutos de las inversiones realizadas por la compañía en aumentos de capacidad y eficiencia), como podrían ser las de 2025e, implicarían un EV/EBITDA 2025e < 4,5x.

Anexo 1. Tabla de resultados

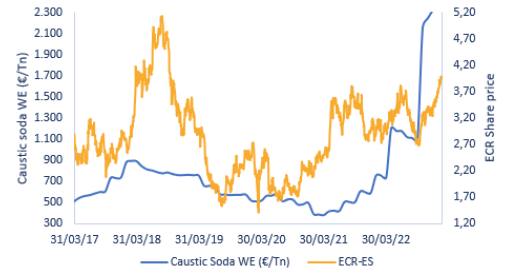
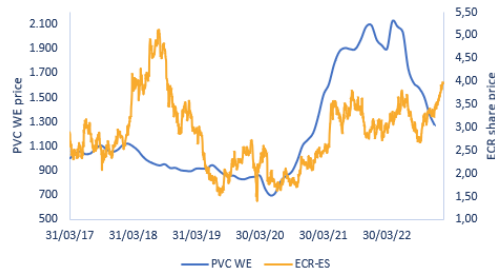
EUR Mn	12m22		12m22 Real		12m22 Real	
	Real	12m21	vs 12m21	2022e	vs 2022e	
Total Ingresos	1.053,6	812,3	29,7%	1035,4	1,8%	
Derivados del cloro	699,4	499,7	40,0%			
Química intermedia	260,9	238,6	9,3%			
Farmacia	64,9	50,7	28,0%			
Otros ingresos	28,4	23,3	22,0%			
EBITDA (Recurrente)	142,9	93,8	52,3%	114,0	25,3%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>13,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>2,0 p.p.</i>	<i>11,0%</i>	<i>2,5 p.p.</i>	
EBITDA	122,7	93,4	31,3%	114,0	7,6%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>11,0%</i>	<i>0,6 p.p.</i>	
EBIT	92,2	61,8	49,0%	85,5	7,8%	
BAI	88,0	59,3	48,3%	82,1	7,1%	
BN	63,0	43,3	45,5%	66,5	-5,3%	
Actividades discontinuadas	-7,7	-6,1	25,2%	0,0	n.a.	
BN ordinario	70,6	49,4	43,0%	66,5	6,2%	
FCF Recurrente	28,0	26,1	7,1%	28,9	-3,2%	
<i>FCF Recurrente Yield</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>0,5 p.p.</i>			
Toneladas vendidas (miles)	1.105	1.227	-9,9%			
Deuda Neta ¹	62,8	59,6	5,3%	58,9	6,6%	
Deuda Neta / EBITDA	0,44 x	0,64 x	-0,2 x	0,52 x	-0,1 x	

(1) Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	382,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	11,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	62,8	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	13,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	443,8	

Gráfico 1. Precio PVC WE vs cotización de ECR **Gráfico 2. Precio Sosa WE (€/Tn) vs cotización de ECR**



Fuente: Bloomberg

LIGHTHOUSE

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

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
22-Feb-2023	n.a.	3,96	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
09-Nov-2022	n.a.	3,31	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Ago-2022	n.a.	3,46	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
15-Jun-2022	n.a.	3,30	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
04-May-2022	n.a.	3,31	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
25-Feb-2022	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
10-Nov-2021	n.a.	3,45	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
29-Jul-2021	n.a.	3,29	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
12-May-2021	n.a.	3,10	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
26-Feb-2021	n.a.	2,36	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	1,97	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,87	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,55	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,19	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,32	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	2,08	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

