

Resultados 12m 2019

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

Opinión ⁽¹⁾: En línea.

+34 915 904 226

Impacto ⁽¹⁾: Tendremos que bajar estimaciones.

Descripción del negocio

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. Sus ventas fuera de España representan el 48% de la facturación total.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	239,2	263,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	374,7	413,2
Número de Acciones (Mn)	104,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,51 / 2,38 / 1,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,88	
Rotación ⁽³⁾	94,1	
Thomson Reuters / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionaria (%)

Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,3
Joan Casas Galofre	5,1
Víctor Manuel Rodríguez Martín	3,5
Montserrat García Pruns	3,2
Free Float	82,9

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-10,2	-5,7	-33,4	373,0
vs Ibex 35	-2,4	1,2	-29,1	506,2
vs Ibex Small Cap Index	-4,0	-3,7	-30,8	286,1
vs Eurostoxx 50	0,3	4,9	-34,0	411,3
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-0,9	4,4	-34,7	377,5

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 2.

(3) Rotación representa 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, Thomson Reuters y Lighthouse.

2019: Resultados que reflejan la debilidad de precios de la sosa. En línea

La opinión sobre los resultados 2019 pivota esencialmente sobre la evolución operativa del negocio medida en términos de Ingresos (EUR 683,2Mn; +0,3%) y EBITDA Recurrente 59,0Mn (-18,4%; en línea con nuestras estimaciones). Por el lado del balance, la buena noticia es la reducción de la DN hasta EUR 108Mn (-15% vs 2018; DN/EBITDA 2019: 1,7x) como resultado de una sólida generación de caja. Destacamos:

SIN CRECIMIENTO EN INGRESOS (EUR 678,8MN; +0,3% VS 2018), a pesar del fuerte incremento en volumen de productos vendidos (+14,4%), gracias al aumento de la capacidad de producción de las plantas de cloro-sosa, PVC, polioles y productos farmacéuticos, debido a la caída generalizada del precio de venta de los principales productos (como esperábamos). Y esencialmente debido al momentum desfavorable del sector cloro-sosa (62% s/ingresos 2019), donde se inició un entorno cíclico negativo en el 2S18, resultado de la caída en la demanda producida por la desaceleración de la actividad industrial (frente a una oferta abundante).

CON UN EBITDA REC. QUE "ACUSA" EL DÉBIL ENTORNO SECTORIAL (EUR 59MN VS EUR 72,2MN 2018), que registra una caída del 18,4%, "reflejo" de la debilidad de precios de la sosa que presiona el Mg. EBITDA Rec. a la baja c. 2p.p. (8,7% vs 10,7% 2018) y compensa íntegramente el incremento producido en términos de volumen (impacto negativo del efecto precio s/ EBITDA 2019 de EUR 45,6Mn).

PERO LA SORPRESA ESTÁ EN LA GENERACIÓN DE CAJA (A PESAR DEL DÉBIL ENTORNO SECTORIAL)... con un FCF 2019 de c. EUR 28Mn (FCF Yield >12%) explicado principalmente por: (i) un EBITDA significativamente alto en el contexto sectorial de 2019 y (ii) la gestión del capital circulante (reducción de inventarios de EUR 15,4Mn) que permiten compensar las salidas de caja en un ejercicio donde las inversiones y los pagos por desmantelamiento y readaptación de terrenos (aún) se han mantenido elevadas (EUR 37,1Mn y EUR 23,4Mn, respectivamente).

... QUE PRODUCE UNA REDUCCIÓN SIGNIFICATIVA DEL ENDEUDAMIENTO, que se situó en EUR 108Mn (-14,6% vs 2018; DN/EBITDA 1,7x) y permite mantener la política de retribución al accionista al cumplir con el nivel máximo (autoimpuesto) de DN/EBITDA 2x para pagar dividendo. Como complemento al plan de recompra de acciones aprobado en febrero 2020 (EUR 18Mn ó 7% del capital), ECR propone un dividendo de 0,05 euros/acción contra los resultados 2019 (dividend yield: 2,2%).

CONCLUSIÓN: Resultados 2019 en línea en ingresos y EBITDA Rec (-0,8% vs Est.). No obstante, esperamos una revisión a la baja de nuestras estimaciones 2020 como consecuencia de una recuperación más lenta de lo esperado del precio de la sosa que mantendrá el nivel de ingresos en un entorno similar al alcanzado durante 2019 (como consecuencia de una mayor capacidad), que, junto a la estabilidad del precio de los principales suministros y aprovisionamientos (EDC, electricidad, metanol), mantendrá los márgenes en el entorno del 9% (vs 10% estimado inicialmente). Y que debiera permitir a ECR consolidar niveles de EBITDA > EUR 60Mn. Pese a este contexto sectorial, en estos niveles de precios de la sosa (c -30% vs 2018) la compañía sigue siendo rentable desde un punto de vista operativo y su estructura financiera, sólida (DN/EBITDA 2019 <2x).

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m19	12m19 Real		12m19 Real	
	Real	12m18	vs 12m18	2019e	vs 2019e
Total Ingresos	678,8	677,1	0,3%	704,8	-3,7%
Derivados del cloro	422,6	426,7	-0,9%	435,3	-2,9%
Química intermedia	189,6	194,0	-2,3%	209,7	-9,6%
Farmacía	57,5	51,3	12,2%	54,6	5,4%
Otros ingresos	9,1	5,2	74,0%	5,2	74,0%
EBITDA (Recurrente)¹	59,0	72,2	-18,4%	59,4	-0,8%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>-2,0 p.p.</i>	<i>8,4%</i>	<i>0,3 p.p.</i>
EBITDA²	63,4	75,2	-15,8%	59,4	6,6%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,1%</i>	<i>-1,8 p.p.</i>	<i>8,4%</i>	<i>0,9 p.p.</i>
EBIT³	31,2	43,9	-28,9%	32,2	-3,1%
BN	31,0	44,9	-30,8%	21,1	47,3%
BN ordinario	27,5	35,0	-21,3%	21,1	30,7%
FCF Recurrente ⁴	47,1	5,6	n.a.	5,9	n.a.
<i>FCF Recurrente Yield</i>	<i>19,7%</i>	<i>2,3%</i>	<i>17,4 p.p.</i>	<i>2,5%</i>	<i>17,3 p.p.</i>
Deuda Neta ⁵	108,0	126,5	-14,6%	151,7	-28,8%
Deuda Neta / EBITDA	1,7 x	1,7 x	0,0 x	2,6 x	-0,8 x

- (1) EBITDA Rec. ajustado para excluir el efecto de la compensación por emisiones de CO2 concedidas (EUR 4,4Mn en 2019 y EUR 3,0Mn en 2018); si incluidas a nivel EBITDA. EBITDA ajustado para excluir el impacto de reversiones y dotaciones de provisiones y otros extraordinarios (EUR -5,5Mn en 2019) y el resultado por la venta de propiedades de inversión (EUR 3,1Mn en 2019).
- (2) EBITDA 2018 y 2019e ajustado para incluir el impacto de la NIIF 16 con el objetivo de hacerlo comparable con el correspondiente al ejercicio 2019 (impacto positivo de EUR 7,3Mn y EUR 7,7Mn, respectivamente).
- (3) EBIT ajustado para excluir el impacto de resultados positivos y deterioros por la venta de propiedades de inversión (EUR 3,4Mn y EUR -5,6Mn, respectivamente), considerados por LH como extraordinarios. Sin incluir dichos ajustes, el EBIT 2019 ascendería a EUR 28,7Mn.
- (4) FCF Recurrente ajustado para excluir los pagos relacionados con cargo a provisiones de remediación ambiental (desmantelamiento y readaptación de terrenos) y otras provisiones por importe de EUR 23,4Mn y extraordinarios por desinversión en propiedades de inversión (EUR 5,7Mn), que dejarían un FCF de c. EUR 28Mn (FCF Yield 12%).
- (5) Deuda Neta 2019 ajustada para excluir los acreedores por arrendamiento financiero (NIIF 16; impacto de EUR 13,4Mn).

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	239,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	75,6	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	108,0	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	48,1	Rdos. 12m 2019
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	374,7	

- (1) A 31 de diciembre de 2019, la compañía mantiene activos por impuesto diferido no registrados (fuera de balance) calculados a una tasa fiscal del 25% 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
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	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