

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Chemicals

Precio de Cierre: EUR 3,04 (25 feb 2025)

Fecha del informe: 26 feb 2025 (9:20h)

**Resultados 12m 2024**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2024**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

 Impacto <sup>(1)</sup>: Tendremos que bajar estimaciones

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

**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)	278,0	291,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	411,1	431,5
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,94 / 3,54 / 2,26	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,32	
Rotación <sup>(3)</sup>	29,1	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%) <sup>(5)</sup>**

Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,1
Joan Casas Galofre	6,0
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat García Pruns	3,6
Free Float	76,9

**Comportamiento relativo (base 100)**

**Comportamiento en**

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-14,1	-13,4	34,2	51,2
vs Ibex 35	-21,5	-22,7	3,7	6,6
vs Ibex Small Cap Index	-18,6	-24,7	14,3	9,4
vs Eurostoxx 50	-17,7	-23,7	20,1	-0,8
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-17,9	-18,4	35,5	17,0

(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.

(5) Otros: Samson Rock Event Driven Fund 1,4%, Blackrock INC 1,0%

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

## Rdos 12m24: débiles (y esperados), con el ciclo en mínimos. Las OPAs siguen su curso, pero se ralentizan.

**CAÍDA DE INGRESOS 12M (EN LÍNEA)...**

ECR ha generado unos ingresos totales 12m24 de EUR 692,8Mn (-8,3% vs 12m23; en línea). Descenso explicado por la debilidad de la demanda final (volumen, -3,7%) que sigue retrasando su recuperación, muy especialmente en el mercado europeo. Por divisiones: (i) las ventas de derivados del cloro alcanzaron EUR 410,2Mn (-11,0% vs 12m23), (ii) química intermedia descendió un -1,4% hasta los EUR 194,6Mn y (iii) farmacia cae hasta EUR 62,6Mn (-6,6%). En el 4T estanco, crecimiento del c.5% (vs -0,6% en el 3T). Primer indicador de una posible (y muy incipiente) salida del "valle" del ciclo.

**... Y FUERTE CONTRACCIÓN DEL EBITDA RECURRENTE (TAMBIÉN ESPERADA)**

que se ha situado en EUR 27,8Mn (vs EUR 47,1Mn 12m23; -40,9%), con margen del 4,0% (punto mínimo del ciclo; repitiendo el nivel visto a 9m24). Consecuencia directa del impacto de la debilidad de la demanda en ingresos, junto a la persistente presión de los costes energéticos. Pero que señala con claridad el mínimo cíclico vs márgenes del 13,5% en el máximo (2022). EBITDA 4T24 estanco ya claramente por encima de break even (EUR 5,3 Mn; vs EUR 1,1Mn 3T). El BN sufre un desplome inevitable (EUR -11,7Mn) y la deuda sube con fuerza (EUR 119,6Mn).

**EL EBITDA 4T SEÑALA EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN.**

Los resultados del 4T24 son el "suelo" del ciclo. Y esperamos marquen el inicio de la recuperación. Aunque tendremos que ajustar nuestros números 2025e (EBITDA EUR 64Mn; margen c.8%) a la baja en la medida en que hoy la mejoría no se espera significativa hasta el 2S25.

**SITUACIÓN DE LAS OPA'S DE BONDALTI Y ESSECO INDUSTRIAL.**

Ambas siguen su curso (Bondalti a EUR 3,505/acc y Esseco a EUR 3,745). Pero se ralentizan al haber pasado a Fase 2 por parte de la autoridad de la competencia (CNMC), lo que retrasa el proceso. Quedando pendiente el regulador (CNMV), el Consejo y el período de suscripción y de potenciales ofertas competidoras. No esperamos la resolución de las ofertas antes de otoño de 2025. El precio cotiza hoy c-18,6% vs la oferta más alta (Esseco). Un c.27% del accionariado ha comunicado su intención irrevocable de no acudir a ninguna de las dos OPAs a los precios actuales, lo que es, en sí mismo, un fuerte incentivo para mejorar las ofertas presentadas.

**EN DEFINITIVA, RESULTADOS QUE NO COTIZAN. LO LÓGICO SIGUE SIENDO UNA**
**MEJORA DE LOS PRECIOS OFERTADOS.**

Los resultados 12m24 no cotizan, aunque ya muestran el camino de la recuperación cíclica del negocio que esperamos se haga patente en 2S25. Lo que ratifica que las OPA's se lanzan en el "valle" del ciclo y con mucho descuento sobre el valor fundamental de ECR (estimamos EUR 4,7/acc en base a un EBITDA de EUR 65 Mn del punto medio del ciclo: 2,3x el EBITDA 2024 con descuento vs valor fundamental de c.-20% en la OPA de Esseco. Por lo que el escenario más probable sigue siendo el de una "guerra" de OPA's con mejora de los precios ofertados. El performance reciente (-13,9% YTD) ha incrementado el descuento vs la OPA más alta al -18%: explicado tanto por la ralentización de las OPAs como por la debilidad del negocio. Haya o no mejora de los precios ofertados la cotización actual señala una oportunidad que parece evidente. También en caso de una poco probable retirada de las ofertas. Es decir: en todos los casos...

## Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m24 vs		
	12m24	12m23	12m23
<b>Total Ingresos</b>	<b>692,8</b>	<b>755,4</b>	<b>-8,3%</b>
Derivados del cloro	410,2	460,8	-11,0%
Química intermedia	194,6	197,4	-1,4%
Farmacia	62,6	67,1	-6,6%
Otros ingresos	25,4	30,1	-15,8%
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>27,8</b>	<b>47,1</b>	<b>-40,9%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>-2,2 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>28,6</b>	<b>43,3</b>	<b>-34,0%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,7%</i>	<i>-1,6 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-3,1</b>	<b>13,0</b>	<b>-124,1%</b>
<b>BAI</b>	<b>-12,3</b>	<b>5,0</b>	<b>-343,4%</b>
<b>BN</b>	<b>-11,7</b>	<b>27,6</b>	<b>-142,3%</b>
Toneladas vendidas (miles)	938	974	-3,7%

  

	12m24 vs		
	12m24	12m23	12m23
Deuda Neta	119,6	80,8	48,0%

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	278,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	23,8	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	119,6	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	10,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>411,1</b>	

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 91 563 19 72  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

**Alfredo Echevarría Otegui**  
Head of research  
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

**Pablo Victoria Rivera, CESGA**  
Equity research  
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

**Jesús López Gómez, CESGA**  
ESG Analyst & Data analytics  
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

---

*All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institutodeanalistas.com/lighthouse](https://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](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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
26-Feb-2025	n.a.	3,04	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
07-Nov-2024	n.a.	3,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
30-Jul-2024	n.a.	3,88	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024 - Bajamos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
28-Jun-2024	n.a.	3,42	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
27-May-2024	n.a.	3,43	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
30-Abr-2024	n.a.	3,46	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Enrique Andrés Abad, CFA
08-Mar-2024	n.a.	3,35	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Feb-2024	n.a.	2,36	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
08-Nov-2023	n.a.	2,79	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Bajamos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
27-Jul-2023	n.a.	3,15	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
14-Jun-2023	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Noticia importante - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	3,13	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
03-May-2023	n.a.	3,96	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
11-Abr-2023	n.a.	4,22	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
22-Feb-2023	n.a.	3,73	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
09-Nov-2022	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Ago-2022	n.a.	3,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
15-Jun-2022	n.a.	3,11	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
04-May-2022	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
25-Feb-2022	n.a.	2,79	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
10-Nov-2021	n.a.	3,25	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
29-Jul-2021	n.a.	3,10	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
12-May-2021	n.a.	2,92	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
26-Feb-2021	n.a.	2,23	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	1,86	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,76	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,40	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,06	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,19	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	1,96	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

