



Valoración Independiente de Ercros, S.A.

Fecha de Valoración: 30 de Septiembre de 2025

Nota importante:

- (i) El Informe no ha sido objeto de revisión por parte de la CNMV, ni forma parte del folleto ni de sus anexos;
- (ii) Kroll no ha tenido acceso al equipo directivo de Ercros ni a información que no sea de conocimiento público;
- (iii) Este informe no se ha realizado para dar cumplimiento a ningún aspecto del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores;
- (iv) La información financiera a diciembre de 2025 no se ha incorporado al no estar disponible a la fecha de realización de nuestro informe; y
- (v) El Informe no constituye una recomendación de inversión ni un análisis financiero en el sentido del Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado (MAR), y en particular en su artículo 20.1 y su normativa de desarrollo. Asimismo, Kroll no tiene intereses particulares ni conflictos de interés en relación con las acciones de Ercros, S.A. El contenido del informe no debe interpretarse como una sugerencia para comprar, vender o mantener valores ni como planteamiento de una estrategia de inversión. El informe ha sido preparado sobre la base de la información obtenida por fuentes públicas, financieras y de la industria.

Bondalti Chemicals, S.A.
Rua do Amoníaco Português, 10
Beduído e Veiros, 3860-680
Estarreja, Portugal



Estimados/as Señores/as,

16 de febrero de 2026

Bondalti Chemicals, S.A. ha contratado a Kroll Advisory, S.L. ("Kroll") para proporcionar un análisis de valoración independiente (la "Valoración") sobre Ercros, S.A. ("Ercros", la "Compañía" o el "Grupo") en relación con una operación propuesta, tal como se describe a continuación (la "Operación Propuesta" o la "Operación"). Nuestra Valoración es a 30 de septiembre de 2025 (la "Fecha de Valoración").

- **Descripción de la Operación Propuesta:** El oferente es Bondalti Iberica, S.L.U. ("Bondalti" o el "Oferente"), una sociedad íntegramente participada de forma directa por Bondalti Chemicals, S.A. El 5 de marzo de 2024, el Oferente anunció la formulación de una oferta pública de adquisición voluntaria (la "Oferta") de conformidad con el artículo 13 del RD 1066/2007 y el artículo 117.1 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ("LMVSI"). La contraprestación ofrecida por el Oferente a los titulares de las acciones de Ercros fue de EUR 3,60 por cada acción, en efectivo. Dicha oferta inicial se ajustó, tras el reparto del dividendo realizado en 2024, a EUR 3,505 por acción (el "Precio de Oferta").

En el caso de que Ercros realizase o declarase cualquier distribución de dividendos, reservas, dividendos a cuenta o cualquier otra distribución a sus accionistas antes de la liquidación de la Oferta, la contraprestación se reducirá en una cantidad equivalente al importe bruto por acción de la distribución, siempre que la fecha de publicación del resultado de la Oferta coincida o sea posterior a la fecha ex-dividendo correspondiente.

- **Contexto de valoración:** Bondalti ha solicitado a Kroll la preparación de un Informe de valoración independiente de las acciones de Ercros. Este informe no se ha realizado para dar cumplimiento a ningún aspecto del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("RD 1066/2007"). El Informe no ha sido objeto de revisión por parte de la CNMV.
- **Capacitación de Kroll:** Kroll es una empresa de referencia de asesoramiento financiero independiente, que ofrece una amplia gama de servicios de banca de inversión y consultoría, que incluyen servicios de valoración, fairness opinions y solvency opinions, asesoramiento en fusiones y adquisiciones, consultoría de activos fijos e inmobiliarios, servicios de due diligence y asesoramiento en disputas.
- **Alcance del análisis:** En relación con esta Valoración e Informe, Kroll ha realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que ha considerado necesarias. Asimismo, Kroll ha tenido en cuenta en su Valoración las condiciones generales de carácter económico, de mercado y la situación financiera de Ercros, así como su experiencia en la valoración de acciones y empresas, en general.

- **Procedimientos:** Los procedimientos, averiguaciones y análisis financieros realizados por Kroll con respecto a la preparación de esta Valoración incluyen, pero no se limitan a lo siguiente:
 1. Debate con Bondalti y sus asesores sobre las operaciones comerciales pasadas y presentes, el mercado, las condiciones financieras, las perspectivas de futuro y el desempeño de la Compañía. Kroll no ha tenido acceso a la Compañía y no ha recibido información de ella. En caso de haber tenido acceso a la Compañía nuestras conclusiones podrían haberse visto afectadas;
 2. Revisión de cierta información comercial y financiera disponible públicamente de Ercros, de compañías cotizadas comparables y del sector en el que opera Ercros, así como de otra información pública referida en el Informe;
 3. Revisión de las cuentas anuales auditadas de diciembre de 2021, diciembre de 2022, diciembre de 2023 y diciembre de 2024 y otra información financiera publicada, como presentaciones e informes anuales, semestrales y trimestrales, incluyendo la nota de resultados del tercer trimestre de 2025;
 4. Revisión de otros documentos, estudios financieros y de inversión y otros análisis que Kroll consideró apropiados, teniendo en cuenta la naturaleza de la Operación Propuesta; y
 5. Realización de determinados análisis de valoración utilizando técnicas analíticas y de valoración generalmente aceptadas.
- **Resumen de las metodologías de valoración:** Para la preparación del Informe, Kroll ha llevado a cabo diversos análisis financieros y comparativos, incluidos los enumerados a continuación. La estimación del valor de las acciones de una empresa es un proceso analítico complejo que implica diversas decisiones e hipótesis sobre los métodos de análisis financiero y de negocio más apropiados y relevantes y la aplicación de dichos métodos a las circunstancias concretas, por lo que el sistema y procedimiento de cálculo de una valoración no se presta fácilmente a ser descrito de forma resumida. Kroll cree que todos sus análisis y juicios son fundamentales para la Valoración. No obstante, a continuación, se expone un breve resumen de determinados análisis llevados a cabo por Kroll basados en métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como:
 - Análisis de descuento de flujos de caja.
 - Análisis de múltiplos de una selección de sociedades cotizadas comparables y de operaciones comparables de fusión o adquisición.
 - Otros métodos de valoración generalmente aceptados:
 - Valor teórico contable;
 - Valor liquidativo;
 - Cotización media ponderada por volumen de la acción (periodo de seis meses anteriores al anuncio de la Operación Propuesta); y
 - El valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en los 12 meses anteriores.

- **Hipótesis:** Para la realización de sus análisis y la elaboración de esta Valoración en relación con la Operación Propuesta, Kroll:
 1. Ha confiado en la exactitud, integridad y presentación razonable de toda la información y los datos obtenidos de fuentes públicas;
 2. Ha asumido que el Oferente ha sido asesorado por abogados en relación con todos los aspectos legales relativos a la Operación Propuesta, incluyendo todos los procedimientos exigidos por la legislación aplicable en relación con todos los aspectos de la Operación Propuesta en tiempo y forma;
 3. Ha asumido que toda la información que le ha sido facilitada se trata de la mejor disponible en el momento de ser elaborada o expresada y con la buena fe de las personas que la han elaborado o expresado;
 4. Ha asumido que los estados financieros más recientes disponibles de Ercros son a 30 de junio de 2025 (dichos estados financieros intermedios cuentan con una revisión limitada del auditor) y que la última nota de resultados corresponde a la del tercer trimestre de 2025. A la fecha de emisión de este informe no estaba disponible la información financiera de diciembre de 2025 ni las cuentas anuales de 2025; y
 5. Ha asumido que todos los consentimientos y aprobaciones gubernamentales, regulatorios o de otra índole necesarios para la consumación de la Operación Propuesta se obtendrán sin que tenga efecto adverso en Ercros de ninguna manera sustancial para nuestro análisis.

En caso de que cualquiera de las hipótesis anteriores o cualquiera de los hechos en los que se basa esta Valoración resultaran ser falsos en cualquiera de sus aspectos relevantes, no se podría ni se debería confiar en esta Valoración. Asimismo, en relación con la preparación de esta Valoración, Kroll ha tomado numerosas hipótesis sobre las expectativas del sector, las condiciones generales de carácter empresarial, económico y de mercado, así como sobre otras cuestiones, muchas de las cuales quedan fuera del control de las partes que han intervenido en la Operación Propuesta.

Esta Valoración se ha basado, por resultar necesario, en las condiciones de mercado, económicas, monetarias, financieras y de otro tipo de Ercros a la Fecha de Valoración, también aplicables a la fecha de emisión de este Informe. Kroll se exime de cualquier compromiso u obligación de informar a cualquier persona sobre las modificaciones de cualquier hecho o cuestión que afecte a esta Valoración de los que Kroll pudiera tener conocimiento después de la fecha del Informe y no asumimos ninguna obligación respecto de la actualización, revisión o confirmación de esta Valoración de acuerdo con las circunstancias, desarrollos o eventos que tengan lugar después de la fecha de emisión del Informe de Valoración. Kroll no ha evaluado la solvencia de Ercros ni ha realizado una evaluación independiente ni una inspección física de ningún activo o pasivo concreto de Ercros (contingente ni de ninguna otra clase) o en cuanto al impacto de la Operación Propuesta en la solvencia o viabilidad de Ercros. No se está expresando ninguna opinión sobre el precio futuro al que pueden cotizar las acciones de Ercros.

Esta valoración no debe considerarse una evaluación de riesgo, una *fairness opinion*¹, una opinión sobre la solvencia, un análisis de la solvencia crediticia de Ercros, ni un asesoramiento fiscal o contable. Kroll no ha realizado, ni asume ninguna responsabilidad de hacer ninguna manifestación o emitir cualquier opinión, en cuanto a cualquier asunto legal. Debido a su propia naturaleza, el trabajo de valoración no puede considerarse como una ciencia exacta, siendo las conclusiones alcanzadas, en muchas ocasiones, por necesidad, subjetivas y dependientes de enjuiciamiento particular.

El Informe no constituye una recomendación de inversión ni un análisis financiero en el sentido del Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado (MAR), y en particular en su artículo 20.1 y su normativa de desarrollo. Asimismo, Kroll no tiene intereses particulares ni conflictos de interés en relación con las acciones de Ercros, S.A. El contenido del informe no debe interpretarse como una sugerencia para comprar, vender o mantener valores ni como planteamiento de una estrategia de inversión. El informe ha sido preparado sobre la base de la información obtenida por fuentes públicas, financieras y de la industria.

¹ Entendemos una *fairness opinion* como una evaluación de si los términos de una operación son justos o razonables.

- **Hipótesis:** Esta Valoración se facilita exclusivamente para el uso y beneficio del Oferente en relación con su planteamiento de la Operación Propuesta y no tiene la intención de conferir, ni así lo hace, ningún derecho o potestad a ninguna otra persona, como tampoco está destinada a ser utilizada, ni debe serlo, por ninguna otra persona ni para ningún otro propósito, sin el consentimiento expreso de Kroll. Esta Valoración (i) no aborda el fondo de la decisión empresarial subyacente para llevar a cabo la Operación Propuesta frente a otras estrategias u operaciones alternativas y (ii) no constituye una recomendación sobre cómo Bondalti o cualquier accionista debería actuar en relación con alguna cuestión relacionada con la Operación Propuesta o sobre si proceder con la Operación Propuesta o cualquier otra operación. La decisión sobre proseguir con la Operación Propuesta o cualquier otra operación relacionada dependerá de la evaluación de unos factores que no están relacionados con el análisis financiero sobre el que se basa esta Valoración. No debe interpretarse que este informe genere ninguna obligación de carácter fiduciario para Kroll con ninguna de las partes.

Kroll no asume ninguna responsabilidad en relación con la integridad o precisión del Informe frente a otras partes que no sean el Oferente.

- **Información privilegiada:** Kroll no ha llevado a cabo ninguna evaluación jurídica de la información facilitada por el Oferente o cualquiera de sus asesores en la preparación de la Valoración y asume que el Oferente entiende, conoce y cumple con las limitaciones legales del uso de información privilegiada y las prohibiciones de uso de información privilegiada (tal como se definen en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado).
- **Información sobre relaciones previas:** Kroll ha actuado como experto de valoración independiente del Oferente y recibirá unos honorarios por sus servicios. Ninguna parte de los honorarios de Kroll queda sujeta a la conclusión que se expresa en esta Valoración, ni al hecho de que la Operación Propuesta concluya o no con éxito.

Kroll no ha prestado otros servicios de consultoría y asesoramiento a los accionistas del Oferente. Tras realizar internamente las comprobaciones necesarias, Kroll confirma que no tiene ningún conflicto de interés de cara a la realización de este trabajo.

Kroll ha prestado otros servicios de consultoría y asesoramiento a Ercros no relacionados con la operación propuesta y que en la actualidad no se prestan, y confirma que ninguno de estos servicios supone un conflicto de independencia, una vez realizados los pertinentes procedimientos internos de comprobación a este respecto.

Por todo ello, y tras realizar internamente las comprobaciones necesarias, Kroll confirma que no tiene ningún conflicto de interés de cara a la realización de este trabajo.

- **Conclusión:** Con base en todos los factores que consideramos relevantes y asumiendo que la información utilizada es veraz y completa, y sujeto a lo anteriormente expuesto en nuestra Valoración a 30 de septiembre de 2025, consideramos que el valor de las acciones ordinarias de Ercros está entre **EUR 2,80 y EUR 3,60** por acción.

Respetuosamente,





Javier Zoido

Managing Director

Líder de Valoraciones en Iberia y América Latina

javier.zoido@kroll.com



África de Teresa

Director

Valuation Advisory Services

africa.deteresa@kroll.com



Francisco Micheloto

Director

Valuation Advisory Services

francisco.micheloto@kroll.com

Kroll Advisory, S.L.

Paseo de la Castellana 81, planta 24

28046 Madrid, España

+34 910 389 000

www.kroll.com

	Página
0. Resumen Ejecutivo	8
1. Introducción y Procedimientos	10
2. Descripción de la Compañía	14
3. Descripción de la Industria	27
4. Metodologías de valoración	34
5. Descuento de flujos de caja	36
6. Enfoque de mercado	54
7. Otros Métodos de Valoración	61
8. Resumen de resultados	66

Glosario

ATCC	Ácido tricloroisocianúrico
API	Principios ingredientes farmacéuticos activos ("APIs", por sus siglas en inglés)
BOE	Boletín Oficial del Estado
Capex	Capital Expenditures – Inversiones de capital
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Cefic	European Chemical Industry Council - Consejo Europeo de la Industria Química
CMP	Cotización Media Ponderada
CMPC	Coste Medio Ponderado del Capital
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Covid-19	Coronavirus Disease - Síndrome respiratorio producido por un coronavirus
CRP	Country Risk Premium – Prima de Riesgo País
DFC	Descuento de Flujos de Caja
DFN	Deuda Financiera Neta
EBIT	Earnings Before Interest, and Taxes - Beneficio Antes de Intereses e Impuestos
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization - Beneficios Antes de Intereses, Impuestos y amortización
EE.UU.	Estados Unidos
ERP	Equity Risk Premium - Prima de Riesgo de Mercado
ESMA	European Securities and Markets Authority – Autoridad Europea de Valores y Mercados
EUA	Derechos de emisión asignados
EUR	Euro
FCL	Flujo de Caja Libre
FFPP	Fondos Propios
g	Tasa de crecimiento a largo plazo
LMV	Ley del Mercado de Valores
LTM	Last Twelve Months - Últimos Doce Meses
m	Millones

NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes - Beneficio Operativo Neto Después de Impuestos
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
Opa	Oferta Pública de Adquisición
OPEX	Operating Expenses – Gastos Operativos
PIB	Producto Interior Bruto
PMI	Purchase Managers' Index – Índice de Gestores de Compra
PP&E	Planta, equipo y maquinaria
PVC	Policloruro de vinilo
PyG	Cuenta de Pérdidas y Ganancias
RD	Real Decreto
Rf	Risk free – Tasa Libre de Riesgo
Rm	Market Return – Retorno de Mercado
ROIC	Return on invested capital - Retorno sobre el capital invertido
S&P	Standard & Poor's
TCAC	Tasa de Crecimiento Anual Compuesto
TIR	Tasa Interna de Retorno
tn	Toneladas
UE	Unión Europea
USD	Dólar de EE.UU.
VE	Valor de negocio o de empresa
VL	Valor Liquidativo
VT	Valor Terminal
VTC	Valor Teórico Contable
Wd	Coste de la deuda
We	Coste de fondos propios



0. Resumen Ejecutivo

Resumen Ejecutivo

Resumen de resultados

A Fecha de Valoración, el valor por acción de Ercros puede concluirse razonablemente en el rango de EUR 2,80 a EUR 3,60, obtenido mediante la metodología del DFC para el rango bajo y alto, siendo esta conclusión válida a la fecha de emisión de este Informe.¹





1. Introducción y Procedimientos

Introducción

Antecedentes y alcance de los servicios

Bondalti Chemicals, S.A. ha contratado a Kroll Advisory, S.L. ("Kroll") para proporcionar un análisis de valoración independiente (la "Valoración") en relación con la transacción propuesta, como se describe a continuación (la "Transacción Propuesta" o la "Transacción").

Este informe no se ha realizado para dar cumplimiento a ningún aspecto del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("RD 1066/2007"). El Informe no ha sido objeto de revisión por parte de la CNMV.

La Transacción Propuesta

El 5 de marzo de 2024, Bondalti Ibérica, S.L.U. ("Bondalti"), una sociedad íntegramente participada de forma directa por Bondalti Chemicals, S.A., anunció una oferta pública de adquisición voluntaria (la "Oferta"), de conformidad con los Artículos 117.1 de la Ley del Mercado de Valores ("LMV") y 13 del RD 1066/2007, por el total de las acciones de Ercros, S.A. ("Ercros" o la "Compañía" o el "Grupo") a EUR 3,60 por acción que se ajustó, tras el reparto del dividendo realizado en 2024, a EUR 3,505 por acción.

La valoración se realizó a fecha de 30 de septiembre de 2025 (la "Fecha de Valoración"). Esta fecha coincide con los últimos resultados publicados por la Compañía el pasado 11 de noviembre de 2025. Kroll no ha tenido acceso al equipo directivo ni a información que no sea de conocimiento público.

Antecedentes y alcance de los servicios (cont.)

Las metodologías de valoración que se han aplicado son métodos aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional. En esta valoración en particular, hemos considerado:

- Descuento de Flujos de Caja ("DFC");
- Múltiplos de compañías cotizadas comparables y múltiplos de transacciones comparables;
- Valor teórico contable ("VTC");
- Valor liquidativo ("VL");
- La cotización media ponderada ("CMP") durante los 6 meses anteriores al anuncio de la Oferta; y
- El valor de la contraprestación ofrecida anteriormente, en el caso de que se hubiera realizado una oferta pública de adquisición en el año anterior.

En nuestra opinión, no existen otros métodos de valoración aplicables y comúnmente aceptados por la comunidad financiera que sean más precisos para estimar el valor de las acciones de Ercros.

Consideramos el DFC como la metodología más adecuada para la valoración de las acciones de Ercros. Las metodologías de valoración se explican con más detalle en la Sección 4.

Procedimientos

Procedimientos

En relación a nuestros servicios, hemos realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que hemos considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias para estimar el valor de las acciones de la Compañía a la Fecha de Valoración.

Asimismo, Kroll ha tenido en cuenta en su análisis las condiciones generales de carácter económico, de mercado y la situación financiera de la Compañía existentes a la fecha de emisión de este Informe, así como su experiencia en la valoración de acciones y compañías en general.

El Informe se ha elaborado en base a la información pública disponible de Ercros, así como al propio análisis de Kroll basado en los recursos de la industria y del mercado. Kroll no ha tenido acceso ni ha recibido ninguna proyección financiera por parte de la Compañía, ni del Oferente.

Kroll ha basado su valoración exclusivamente en el análisis de la información pública, y ha tenido en cuenta las características de Ercros y del sector en el que opera.

En particular, los procedimientos, estudios y análisis financieros con respecto a la prestación de nuestros servicios incluyeron, pero no se limitaron a los puntos que se resumen a continuación:

- Revisión de los estados financieros históricos auditados de Ercros para los años 2019 a 2024, así como informes anuales, semestrales y trimestrales, y la información financiera publicada hasta el 30 de septiembre de 2025;

Procedimientos (cont.)

- Análisis de las operaciones, el mercado, la situación financiera, las perspectivas actuales para el futuro, el Plan Estratégico 3D (Diversificación, Digitalización y Descarbonización) 2021-2029 de la Compañía (el "Plan 3D"), el Plan 3D ampliado y su desempeño hasta el 2024 (2024-2033);
- Análisis del entorno económico, las características de la industria, y las tendencias del negocio de Ercros para evaluar cualquier supuesto sobre el desempeño futuro de la Compañía;
- Revisión de cierta información pública del negocio y financiera de Ercros, compañías cotizadas comparables y las industrias en las que opera Ercros;
- Análisis de las comunicaciones al mercado de Ercros, susceptibles de impactar en nuestras conclusiones;
- Revisión de las proyecciones financieras y las perspectivas proporcionadas en los informes de analistas detallados en este Informe, disponibles antes de la presentación de la Oferta; y
- Realización de análisis de valoración utilizando las técnicas y metodologías de valoración generalmente aceptadas, incluidos el DFC, el análisis de múltiplos de compañías cotizadas comparables y de transacciones.

Fuentes de información

Fuentes de información

Hemos basado nuestra valoración en información pública disponible, así como en nuestro propio análisis, basado en los recursos de la industria y del mercado.

Como comentado anteriormente, Kroll no ha tenido acceso a la Compañía y no ha recibido información de ella.

En el curso de nuestro análisis, utilizamos información financiera y de otra índole, de diversas fuentes públicas, financieras y de la industria. Nuestras conclusiones dependen de que dicha información sea completa y precisa en todos los aspectos materiales. Sin embargo, el alcance de nuestro trabajo no nos permite aceptar responsabilidad por la exactitud o integridad de la información proporcionada por terceros.

Los principales documentos, registros y fuentes utilizadas por Kroll en la prestación de sus servicios incluyen, entre otros:

Información relevante y fuentes

- Estados financieros consolidados auditados de Ercros y presentaciones de resultados anuales a diciembre de 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024;
- Estados financieros consolidados intermedios (semestrales) y notas de resultados trimestrales, siendo el último el correspondiente al período terminado el 30 de septiembre de 2025, publicado por Ercros en su página web;
- Estados financieros de sociedades participadas;

Fuentes de información (cont.)

Información relevante y fuentes

- Notas de prensa;
- Información privilegiada y otra información relevante publicada en la página web de la CNMV;
- Varios informes específicos de la industria/sector;
- Informes de analistas que dan seguimiento a Ercros;
- Informes de analistas de las compañías cotizadas comparables (Refinitiv);
- S&P Capital IQ;
- S&P Global;
- Bloomberg;
- Beta Module del Cost of Capital Navigator (Kroll);
- *High Financial Risk Study* del Cost of Capital Navigator (Kroll);
- Estudios internos de Kroll;
- Página web de Ercros; y
- Boletín Oficial del Estado ("BOE").



2. Descripción de la Compañía

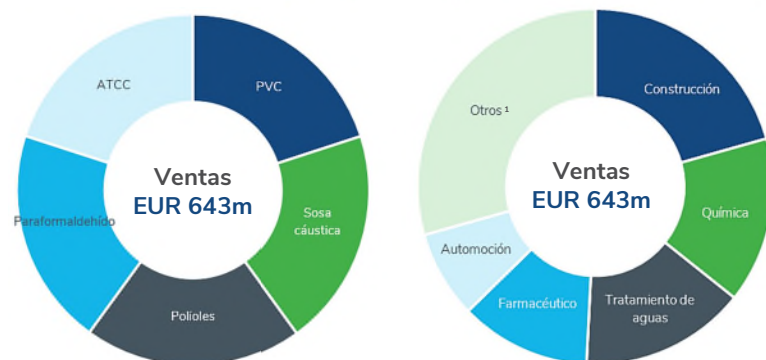
Descripción de la Compañía

Presentación General

Ercros es un grupo industrial fundado en 1817, con sede en Barcelona, España, centrado en la fabricación y venta de productos químicos y farmacéuticos. Cotiza en el índice general del mercado continuo de las bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, y cuenta con 10 centros de producción.

Los ingresos de la Compañía se generan mayoritariamente en España (45% durante el primer semestre de 2025), y el resto a través de exportaciones a más de 93 países repartidos por todo el mundo.

Productos y sectores principales (ventas de productos terminados en 2024)



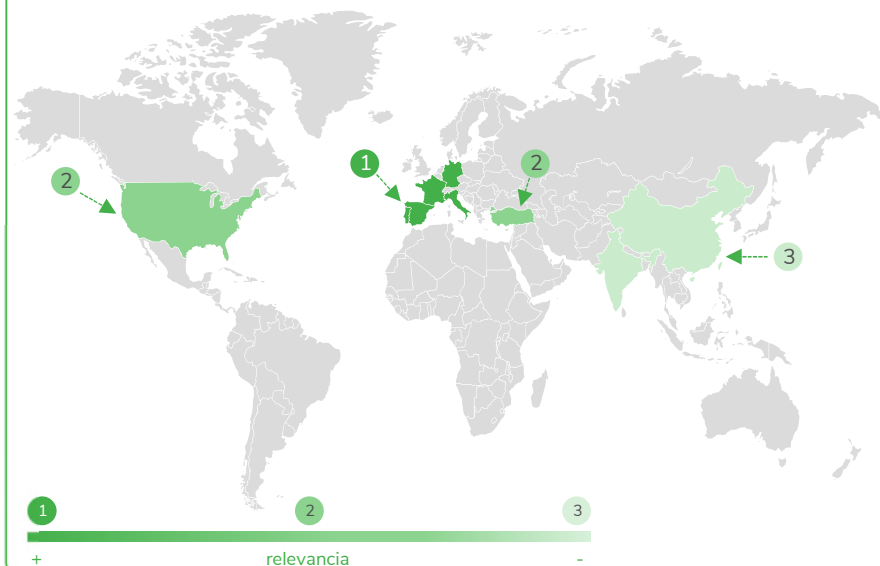
¹Dentro de otros sectores se encuentran el eléctrico, pinturas, madera, higiene, textil, alimentación, etc.

Los tres grandes objetivos estratégicos de la Compañía a largo plazo son:

1. Conformer un grupo químico con presencia internacional, sostenible, eficiente, saneado y rentable.
2. Lograr instalaciones productivas, modernas, sostenibles, respetuosas con el medioambiente, industrialmente integradas, de dimensión europea y situadas en ubicaciones competitivas.
3. Poner el foco en productos de alto valor añadido, que presenten ventajas competitivas y que tengan expectativas de crecimiento.

Presentación General (cont.)

Mercados clave



Principales mercados en los que opera Ercros en base a volumen de negocio

- 1 España es el principal mercado donde opera la Compañía. Además, la UE encabeza el mercado exterior, siendo Francia e Italia los principales destinos de exportación, seguidos por Alemania y Portugal.
- 2 A la UE, le siguen el resto de los países de la OCDE, entre los que destacan Turquía y EE.UU.
- 3 Del resto del mundo, los principales mercados son India y China.

Fuente: Página web y cuentas anuales de Ercros.

Descripción de la Compañía

Líneas de negocio

La empresa está diversificada en tres áreas de actividad:

- 1 La división de **derivados del cloro**, unidad estratégica cuyo nexo común es el cloro;
- 2 La división de **química intermedia**, centrada en la química del formaldehído, y
- 3 La división de **farmacia**, dedicada a fabricación de principios ingredientes farmacéuticos activos ("APIs", por sus siglas en inglés).

Derivados del cloro				Química intermedia				Farmacia			
Información Financiera 9M'25		Fábricas y Exportación		Información Financiera 9M'25		Fábricas y Exportación		Información Financiera 9M'25		Fábricas y Exportación	
61% de las ventas totales	19% del EBITDA total	6 plantas		29% de las ventas totales	60% del EBITDA total	3 plantas		10% de las ventas totales	21% del EBITDA total	1 planta	
- Segmento con mayor peso de Ercros en términos de ventas totales. - En los 9M'25 se ha experimentado una retracción, las ventas y EBITDA fueron de EUR 288,6m y EUR 0,7m¹, respectivamente. Sus ventas cayeron un 3,3% y su EBITDA un 89,6% versus los 9M'24. - Esta división exporta el 40% de su producción. - El cloro y la sosa cáustica se obtienen simultáneamente en un mismo proceso de producción. Las materias primas principales de este proceso son el cloruro sódico (sal común) y la electricidad. - El mercado principal de esta división es España, seguida de Francia, EE.UU., Italia y Turquía. Véase gráfico circular en "Fábricas y Exportación".				- Segmento con el segundo mayor peso de Ercros en términos de ventas totales. - En los 9M'25, las ventas de productos y EBITDA fueron de EUR 138,5m y EUR 2,3m¹, respectivamente. Sus ventas cayeron un 8,2% y su EBITDA un 83,9% versus los 9M'24. - Esta división exporta el 66% de su producción. - Actividad centrada en la química del formaldehído, a partir de la cual se fabrican los derivados sólidos (paraformaldehído, polioles y polvos de moldeo) y líquidos (resinas). - El mercado principal de esta división es España, seguida de Francia, EE.UU., Alemania y Portugal. Véase gráfico circular en "Fábricas y Exportación".				- Segmento con el menor peso de Ercros en términos de ventas totales. - En los 9M'25, las ventas de productos y EBITDA fueron de EUR 47,6m y EUR 0,8m¹, respectivamente. Sus ventas disminuyeron un 0,9% y su EBITDA un 54,3% versus los 9M'24. - Esta división exporta el 93% de su producción. - Actividad dedicada a la fabricación de principios activos farmacéuticos genéricos, principalmente antibióticos y, en menor medida, antihipertensivos y antiulcerosos. - El mercado principal de esta división es Italia, seguida de Turquía, India, Japón y España. Véase gráfico circular en "Fábricas y Exportación".			

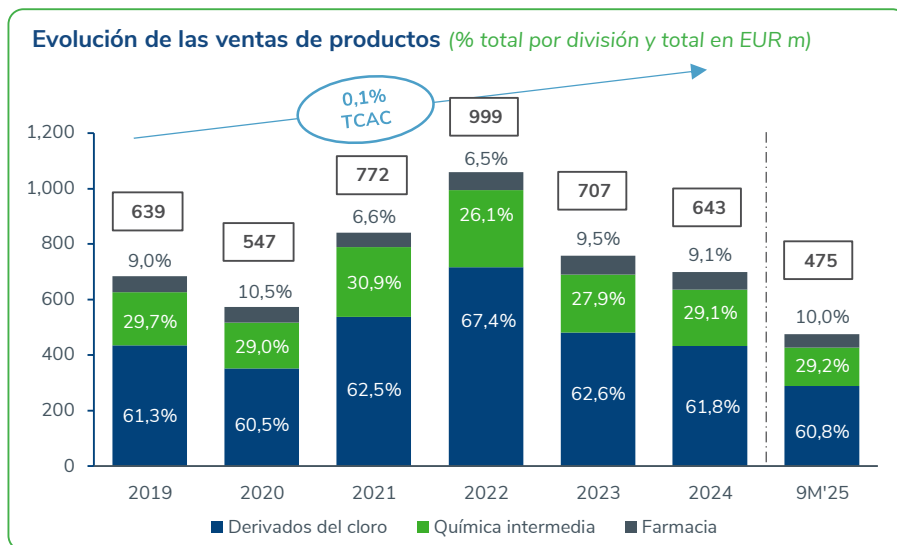
Fuente: Página web y nota de los resultados de Ercros de los nueve primeros meses de 2025.
¹ EBITDA ajustado, incluyendo el efecto de las partidas atípicas de ingresos y gastos.

Descripción de la Compañía

Evolución financiera de la Compañía

Como hemos comentado previamente, las actividades principales de Ercros se centran en la producción y comercialización de productos químicos y APIs.

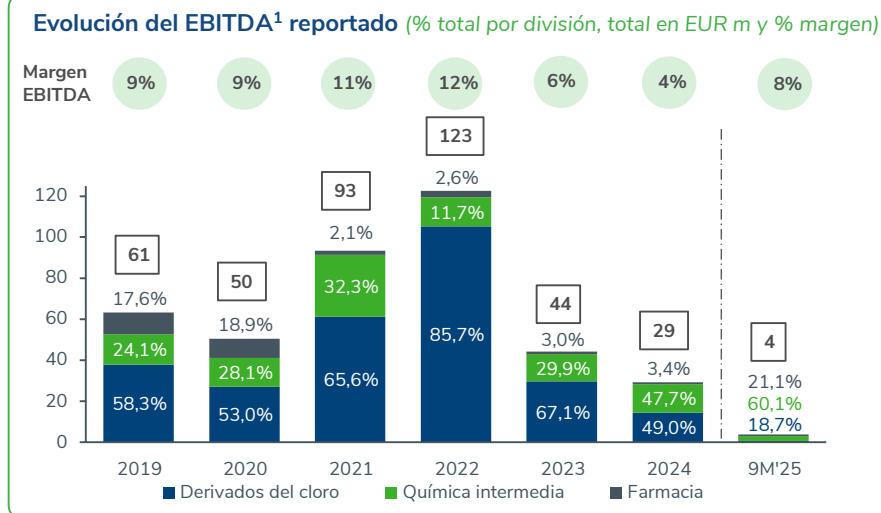
A continuación, en el gráfico inferior y en el de la derecha, mostramos la evolución de las ventas y del EBITDA reportado (post- NIIF 16) de la Compañía para las diferentes líneas de negocio.



La mayor línea de negocio de Ercros en los últimos años ha sido la división de derivados del cloro, seguida de química intermedia. El año 2022 fue un buen año, debido a la falta de oferta y consecuente aumento de los precios. Sin embargo, en 2023, el sector entró en contracción, con una demanda más reprimida, lo que provocó una caída de los volúmenes y precios, y, consecuentemente, de ingresos. En 2024 este contexto adverso se mantuvo. Los ingresos descendieron, afectados principalmente por el menor nivel de precios y volúmenes en derivados del cloro y química intermedia. La situación tampoco mejoró en los 9M'25, donde se registró una reducción adicional del 4,5% en las ventas frente a los 9M'24, explicada casi en su totalidad por una caída del 5% de las toneladas vendidas. A esto se suma un entorno de demanda persistentemente débil, elevados costes energéticos y una competencia internacional muy intensa, lo que sigue presionando los precios a la baja y limitando la recuperación de los márgenes.

Fuente: Cuentas anuales y nota de los resultados de Ercros de los nueve primeros meses de 2025.

Evolución financiera de la Compañía (cont.)



Al igual que ocurre con los ingresos, la división de derivados del cloro es también el segmento con mayor peso en términos de EBITDA. Ya en 2023 este negocio sufrió una caída significativa en volúmenes y precios debido a la debilidad de la demanda, y esta dinámica adversa se mantuvo durante 2024. Aunque los costes energéticos y de materias primas se abarataron respecto a 2023, dicho descenso no fue suficiente para compensar la reducción de precios de venta y el menor nivel de actividad, lo que presionó de nuevo los márgenes del segmento a la baja.

En cuanto a química intermedia, esta división ocupa el segundo lugar en contribución al EBITDA y ha experimentado una reducción en su aportación al EBITDA en los últimos ejercicios debido, entre otros factores, a la menor demanda de bienes de consumo derivados del formaldehído y sus aplicaciones. Respecto a la división de farmacia, su aportación al EBITDA total de la Compañía es la de menor peso. Además, durante 2021–2024 se ha visto penalizada por un entorno regulatorio exigente, mayores costes de producción y un incremento sustancial de los precios de las materias primas. A nivel consolidado, el EBITDA de Ercros alcanzó EUR 29,4m en 2024, por debajo de los niveles medios del periodo 2018–2023. La tendencia se ha intensificado en los 9M'25, donde el EBITDA ajustado se situó en EUR 3,8m, afectado por el descenso de volúmenes, la presión sobre precios y unos costes energéticos todavía elevados.

¹EBITDA reportado, incluyendo el efecto de los ingresos y gastos extraordinarios.

Descripción de la Compañía

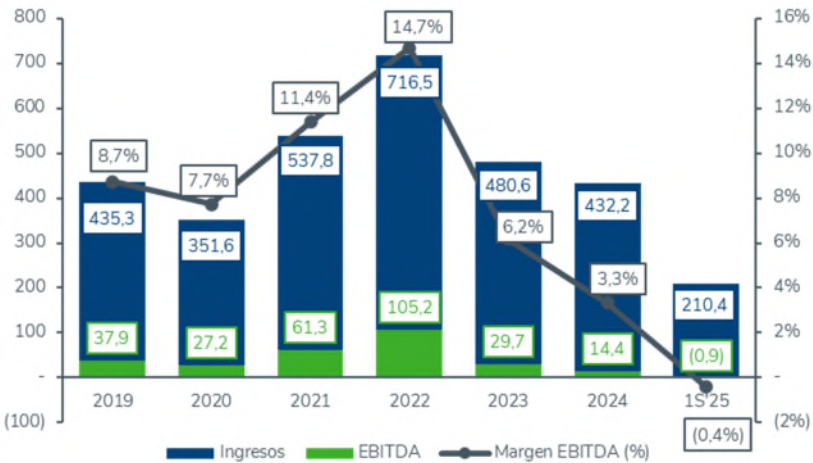
Derivados del cloro (cont.)

Resumen de las cifras financieras históricas de la línea de negocio:

(EUR m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	6M'25
Ingresos de explotación	435,3	351,6	537,8	716,5	480,6	432,2	210,4
Crecimiento (%)	0,6%	(19,2%)	52,9%	33,2%	(32,9%)	(10,1%)	(1,6%)
(-) Aprovisionamientos	(208,9)	(154,3)	(230,5)	(273,3)	(213,9)	(186,4)	(88,5)
(-) OPEX	(188,5)	(170,2)	(246,1)	(338,0)	(237,0)	(231,4)	(122,7)
EBITDA reportado (post-NIIF 16)	37,9	27,2	61,3	105,2	29,7	14,4	(0,9)
Margen EBITDA (%)	8,7%	7,7%	11,4%	14,7%	6,2%	3,3%	(0,4%)
(-) D&A	(16,2)	(19,4)	(17,9)	(19,4)	(21,4)	(20,5)	(10,5)
(-) Det. de activos no corrientes	-	-	(3,5)	(0,5)	1,0	(1,1)	-
EBIT	21,8	7,8	39,9	85,2	9,3	(7,2)	(11,4)
Margen EBIT (%)	5,0%	2,2%	7,4%	11,9%	1,9%	(1,7%)	(5,4%)

Derivados del cloro (cont.)

Evolución de los ingresos, EBITDA¹ (EUR m) y margen EBITDA (%)



- El año 2022 vino acompañado de altísimos costes de la energía en Europa, particularmente del gas y la electricidad, que alcanzaron máximos históricos en el 3T debido a la guerra en Ucrania. Esta situación generó incertidumbre sobre la disponibilidad de suministros para satisfacer la demanda. A pesar de este contexto, en el 4T'22, Ercros fue capaz de aprovechar la relajación de los costes energéticos y la menor oferta de sus competidores europeos, para maximizar sus volúmenes de ventas y márgenes. Fue relevante el caso de la sosa cáustica, cuya escasez de oferta en el mercado europeo en el 4T ocasionó subidas de precio a niveles sin precedentes. Esto llevó a que Ercros registrara en 2022 los mejores ingresos y EBITDA de su historia reciente.
- En 2023, los volúmenes comercializados experimentaron una reducción del 13% respecto a 2022. En comparación con 2022, las ventas se redujeron por la caída del volumen y precio medio de venta. Se observó una baja demanda en el mercado del cloro, lo que generó un ambiente de desafío económico, presionando su rentabilidad y competitividad.
- En 2024, las condiciones adversas persistieron. El descenso de los ingresos respondió tanto al menor volumen vendido como a la reducción del precio medio, en un mercado todavía afectado por la debilidad de la demanda y una competencia internacional intensa. Aunque los costes energéticos y de materias primas se abarataron respecto a 2023, esta mejora no compensó la caída de los ingresos. La tendencia continuó siendo negativa en 2025. En el 1S'25, el volumen total de toneladas vendidas disminuyó, y la práctica totalidad de la caída de las ventas se debió al descenso del volumen físico. En un entorno de exceso de oferta, elevada presión competitiva y costes energéticos todavía altos, el EBITDA ajustado reflejó una contribución más débil. La división sigue afectada por la combinación de menor demanda final (particularmente en construcción y automoción, destinos clave de productos clorados) y mayor entrada de productos importados procedentes de regiones extracomunitarias.

Descripción de la Compañía

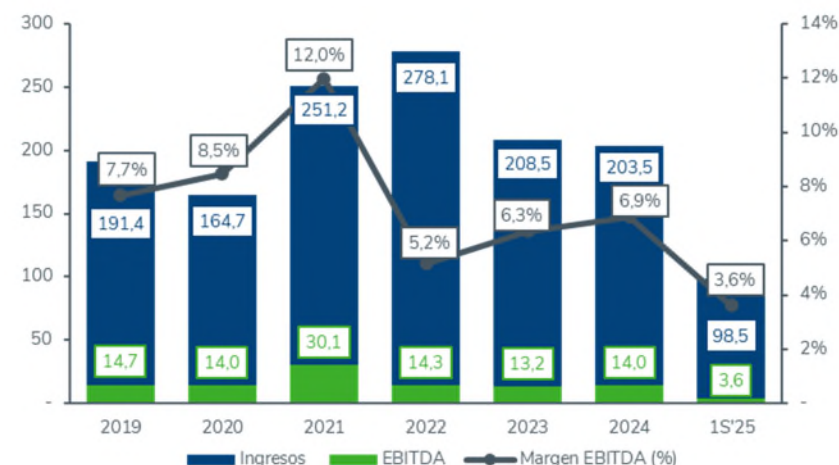
Química intermedia (cont.)

Resumen de las cifras financieras históricas de la línea de negocio:

(EUR m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1S'25
Ingresos de explotación	191,4	164,7	251,2	278,1	208,5	203,5	98,5
Crecimiento (%)	(2,9%)	(13,9%)	52,5%	10,7%	(25,0%)	(2,4%)	(10,4%)
(-) Aprovisionamientos	(116,0)	(93,7)	(144,4)	(169,9)	(114,5)	(114,4)	(57,2)
(-) OPEX	(60,7)	(57,0)	(76,7)	(93,8)	(80,8)	(75,1)	(37,8)
EBITDA reportado (post-NIIF 16)	14,7	14,0	30,1	14,3	13,2	14,0	3,6
Margen EBITDA (%)	7,7%	8,5%	12,0%	5,2%	6,3%	6,9%	3,6%
(-) Gasto por D&A	(7,3)	(7,5)	(6,6)	(6,6)	(6,6)	(6,6)	(3,5)
(-) Deterioro de activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	7,4	6,5	23,5	7,8	6,7	7,4	0,1
Margen EBIT (%)	1,7%	1,8%	4,4%	1,1%	1,4%	1,7%	0,1%

Química intermedia (cont.)

Evolución de los ingresos, EBITDA¹ (EUR m) y margen EBITDA (%)



- Tras los buenos resultados de 2021 y 1S'22, la división de química intermedia se vio afectada por un escenario complejo marcado por: i) una reducción del consumo de bienes duraderos a partir de mayo de 2022; ii) un aumento de los tipos de interés que generó un contexto financiero más desafiante para las empresas del sector; y iii) una intensificación de la competencia para los productores europeos por la apreciación del dólar frente al euro, junto con la presencia de fabricantes en regiones con menores costes de materias primas y energía. En 2022 hubo una caída del 15% en los volúmenes de ventas, aunque los ingresos aumentaron debido al alza en los precios. Se registró una disminución del c. 52% en el EBITDA.
- En 2023, los efectos del menor consumo de bienes duraderos y la competencia persistente continuaron afectando a la división. Las ventas disminuyeron nuevamente y el precio medio de los productos también se vio afectado. A pesar de ello, el margen EBITDA logró un ligero incremento hasta el 6,3%, aún por debajo de los niveles promedio históricos de la división.
- En 2024, la división operó en un entorno todavía complicado, pero mostró signos de mejora respecto al año anterior. A pesar del descenso en volúmenes y del retroceso del precio medio, la división se benefició de una reducción significativa de los costes energéticos y de determinadas materias primas. Gracias a ello, el EBITDA de la división aumentó y el margen EBITDA alcanzó el 6,9%, manteniendo la recuperación iniciada el año anterior. La evolución en 2025 ha vuelto a estar condicionada por la debilidad del entorno industrial europeo. En el 1S'25, la práctica totalidad de la reducción de las ventas se explica por un gran descenso del volumen. En un contexto de competencia internacional más intensa y demanda débil en sectores clave (madera, resinas, automoción y bienes duraderos), la contribución consolidada se redujo y el EBITDA ajustado del Grupo reflejó un comportamiento más débil de la división. Si bien los precios se estabilizaron ligeramente, todavía no compensan la presión sobre los márgenes. En conjunto, la división de química intermedia continúa operando en un escenario exigente, con una demanda estructuralmente debilitada y elevada competencia extracomunitaria. La recuperación sostenible del segmento dependerá de la mejora del ciclo industrial europeo y del impacto del Plan de apoyo a la industria química europea, cuya efectividad no se espera que empiece a notarse hasta la segunda mitad de 2026.

Descripción de la Compañía

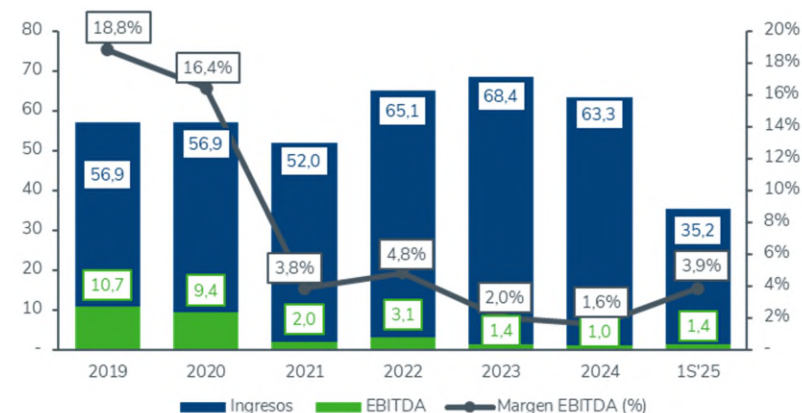
Farmacia (cont.)

Resumen de las cifras financieras históricas de la línea de negocio:

(EUR m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1S'25
Ingresos de explotación	56,9	56,9	52,0	65,1	68,4	63,3	35,2
Crecimiento (%)	7,0%	0,0%	(8,7%)	25,2%	5,1%	(7,5%)	(5,7%)
(-) Aprovisionamientos	(18,7)	(19,9)	(20,0)	(27,3)	(28,8)	(24,7)	(14,5)
(-) OPEX	(27,6)	(27,7)	(30,0)	(34,6)	(38,3)	(37,6)	(19,3)
EBITDA reportado (post-NIIF 16)	10,7	9,4	2,0	3,1	1,4	1,0	1,4
Margen EBITDA (%)	18,8%	16,4%	3,8%	4,8%	2,0%	1,6%	3,9%
(-) Gasto por D&A	(3,1)	(3,5)	(3,6)	(4,0)	(4,3)	(4,3)	(3,8)
(-) Deterioro de act. no corrientes	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	7,6	5,9	(1,6)	(0,8)	(2,9)	(3,3)	(2,4)
Margen EBIT (%)	1,7%	1,7%	(0,3%)	(0,1%)	(4,3%)	(5,2%)	(6,8%)

Farmacia (cont.)

Evolución de los ingresos, EBITDA¹ (EUR m) y margen EBITDA (%)

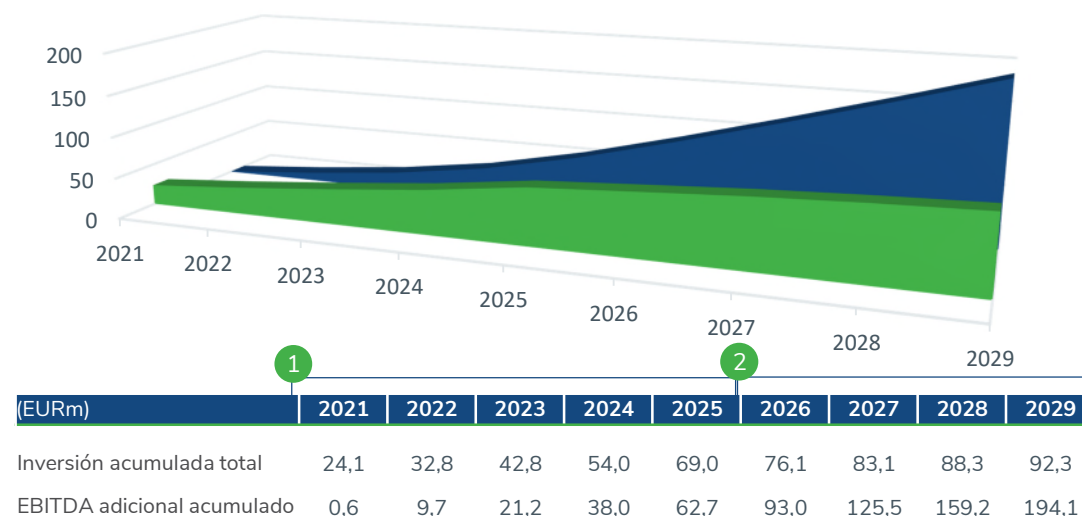


- En el caso de la división de farmacia, durante 2022, se observó un aumento en el volumen de ventas, lo que marcó la continuación de la tendencia positiva iniciada por este segmento en 2S'21. Este incremento de volumen estuvo acompañado por un aumento en los precios de venta, lo que resultó en un aumento en la facturación. No obstante, las estrictas políticas de fijación de precios en numerosos países, las cuales limitan la capacidad de trasladar completamente los aumentos de los costes de energía y materias primas, afectaron el resultado de la división.
- En 2023, la división de farmacia es la única que incrementó sus ventas respecto a 2022, gracias al aumento del volumen de productos vendidos, un 2,6%, y de los precios de venta, un 0,7%. A pesar de este crecimiento, la presión de costes de las materias primas persiste, lo que ha resultado en un EBITDA de solo EUR 1,4m y un margen del 2,0%, significativamente inferiores a los del año anterior.
- En 2024, la división volvió a enfrentarse a un entorno complejo de costes y a la persistencia de presiones regulatorias sobre los precios de los medicamentos genéricos. La reducción del coste de determinadas materias primas contribuyó a aliviar parcialmente la presión sobre la rentabilidad. La evolución en 2025 sigue condicionada por la volatilidad de los precios de los principios activos y por la competencia de fabricantes situados en países extracomunitarios con menores costes estructurales. En el 1S'25, los márgenes de la división continúan presionados y su contribución al EBITDA consolidado permanece limitada. A pesar de ello, se espera que las medidas del Plan 3D (en especial las relativas a la optimización de los procesos de fermentación y la ampliación de la gama de productos estériles) permitan mejorar progresivamente la eficiencia operativa. En conjunto, la división de farmacia continúa atravesando un periodo retador, con un margen afectado por factores regulatorios, por el incremento del coste de los principios activos y por la elevada competencia internacional. No obstante, la compañía mantiene su estrategia de diversificación del portafolio y de mejora de capacidades productivas, elementos clave para reforzar su posicionamiento en los próximos ejercicios.

Plan de inversiones 3D Original (2021-2029)

	Objetivo	Fines
1 Diversificación	Aumento de la estructura productiva de Ercros, logrando amortiguar la volatilidad del ciclo económico.	Reducción de la dependencia cíclica ligada a la evolución de la actividad de los mercados en los que vende.
2 Digitalización	Transformación digital y automatización de procesos, incrementando la competitividad.	Mayor capacidad de gestión de los procesos productivos, comerciales, logísticos y administrativos a través de la gestión automatizada de los datos.
3 Descarbonización	Adecuación de las prestaciones medio ambientales a los requerimientos de descarbonización de la agenda europea para frenar el cambio climático.	Intensificación del esfuerzo para la mitigación del cambio climático y adaptación al nuevo marco regulatorio de la actividad industrial.

El Plan 3D contiene 20 proyectos que supondrán una inversión acumulada de EUR 92m y una expectativa de EBITDA incremental acumulado de EUR 194m



- 1 Para el período 2021-2025, el plan implica una inversión acumulada de EUR 69,0m con una contribución adicional al EBITDA prevista acumulada de EUR 62,7m.
- 2 Para el período 2026-2029 el plan implica una inversión acumulada de EUR 23,3m, con una contribución adicional al EBITDA prevista acumulada de EUR 131,3m.

Según lo explicado en la Sección 5, hemos analizado los retornos sobre capital invertido ("ROIC") implícitos del Plan 3D. Según nuestro análisis, las estimaciones proporcionadas por la Compañía resultan en un retorno sobre el capital invertido muy por encima del promedio histórico de la Compañía y del sector.

■ EBITDA Acumulado ■ Capex Acumulado

Plan 3D Ampliado (2024-2033)

Estimaciones proporcionadas por la Compañía

- El Plan 3D Ampliado implica una mayor inversión inicial, concentrada en un periodo más corto respecto al plan original.
- El horizonte de ejecución se extiende hasta 2033, y se espera una mayor generación acumulada de EBITDA en el largo plazo.
- La TIR se reduce reflejando un menor retorno sobre el capital invertido. En conjunto, el plan pasa de una estructura concentrada y de mayor rentabilidad a corto plazo a una configuración de mayor duración, con retornos más moderados.

	Plan 3D Original (2021-2029)	Plan 3D Ampliado (2024- 2033)	Principales Desviaciones
Inversión realizada hasta dic-24	2021-2024 EUR 54,0m	2021-2024 EUR 84,8m	Mayor inversión realizada hasta la fecha respecto al plan original
Inversión pendiente hasta el final del plan 3D	2025-2029 EUR 38,3m	2025-2027 EUR 41,2m	Inversión adicional similar en términos absolutos, pero se concentra en un periodo de tiempo más corto, todo invertido en 2027
Contribución acumulada EBITDA	2021-2024 EUR 38,0m	2021-2024 EUR 22,4m	EBITDA real acumulado a 2024 por debajo del presupuesto (cumplimiento del 60% del total)
Contribución acumulada EBITDA adicional esperada hasta el final del plan 3D	2025-2029 EUR 156,1m	2025-2033 EUR 300,1m	Mayor expectativa de generación de EBITDA pero consecución a más largo plazo hasta 2033
TIR	22,0%	20,8%	Disminución del ROIC

Fuente: Presentación a los accionistas de Ercros y análisis interno de Kroll.

Análisis financiero

Balance de Situación

Balance (EUR m) ¹	2023	2024	1S'25	9M'25 ²
Capital circulante				
Inventarios	104,3	115,4	96,6	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	55,1	58,0	76,4	
Otros activos corrientes	7,1	33,9	20,2	
Activo por impuesto corriente	2,9	0,7	0,7	
Acreeedores comerciales	(90,9)	(95,2)	(93,9)	
Proveedores de inmovilizado	(5,2)	(4,1)	(4,1)	
Otros pasivos	(9,2)	(10,7)	(10,6)	
Capital circulante	64,1	98,0	85,4	72,1
Deuda financiera neta				
Activos financieros	1,9	3,6	3,7	
Imposiciones en garantía de avales recibidos	0,8	0,8	0,8	
Efectivo y equivalentes al efectivo	39,1	36,7	87,2	
Préstamos a largo y corto plazo	(122,0)	(158,4)	(217,8)	
Deuda financiera neta (pre-NIIF 16)	(80,1)	(117,3)	(126,1)	
Deuda relacionada con la NIIF 16	(9,3)	(14,0)	(14,5)	
Deuda financiera neta (post-NIIF 16)	(89,4)	(131,3)	(140,6)	(128,8)
Activos fijos				
Propiedades, planta y equipo	345,1	343,6	343,1	
Activos intangibles	11,3	15,7	21,1	
Otros activos y pasivos				
Derechos de emisión	17,9	14,9	8,5	
Derechos gratuitos de emisión de CO ₂	(16,5)	(13,9)	(8,5)	
Subvenciones pendientes de cobro	3,3	0,9	1,3	
Derivado finan. de cobertura de flujos de efectivo	0,1	-	-	
Provisiones para remediación ambiental	(15,3)	(13,6)	(18,0)	
Otras provisiones	(2,1)	(3,0)	(3,1)	
Obligaciones con personal activo	(2,3)	(2,0)	(2,0)	
Provisiones para remediación ambiental a C/P	(6,3)	(7,2)	(2,1)	
Otras provisiones C/P	(4,2)	(1,3)	(1,0)	
HP Deudora por sentencia RD 3/2016	19,3	-	13,4	
Activos por impuestos diferidos	40,6	41,5	33,0	
Pasivos por impuestos diferidos	(23,7)	(22,9)	(22,9)	
Ingresos diferidos y subvenciones	(13,3)	(11,9)	(30,3)	
Patrimonio				
Patrimonio neto	(363,1)	(341,2)	(311,6)	(299,6)

¹ Cifras reportadas por la Compañía.

² Cifras sin ajustar

Balance de Situación (cont.)

Deuda financiera neta

Las cuentas más relevantes dentro de la deuda financiera son las siguientes:

- **Activos financieros:** Incluyen depósitos y fianzas a largo plazo, dentro de la partida de depósitos a largo plazo se incluyen otros depósitos en garantía de obligaciones con terceros por EUR 3,7m en 1S'25.
- **Imposiciones en garantía de avales recibidos:** Reportado como "otros activos corrientes", lo hemos incluido dentro de la deuda por su carácter financiero.
- **Efectivo y equivalentes de efectivo:** Ascendieron a EUR 87,2m en el 1S'25, e incluye principalmente saldos en cuentas bancarias disponibles.
- **Préstamos:** Al cierre del 1S'25, los préstamos ascendieron a EUR 217,8m, incluyendo financiación del ICF, ICO, Ministerio de Industria, crédito revolving para inversiones, préstamos bancarios y del Banco Europeo de Inversiones. La deuda financiera neta aumentó en EUR 8m durante el semestre. El 22 de diciembre de 2023, Ercros y un grupo de entidades firmaron un acuerdo de financiación sindicada por EUR 217m para el periodo 2024-2029, que cubre las necesidades financieras futuras y permitirá ejecutar el Plan 3D. Además, la Junta General de Accionistas (28 de junio de 2024) aprobó un dividendo de EUR 0,096 por acción, equivalente a un payout del 32,7% del beneficio 2023, pagado en julio 2024 junto con la prima de asistencia. Durante 2025, Ercros incrementó su apalancamiento y en el 1S'25 incumplía los acuerdos de financiación establecidos.
- **Total deuda NIIF 16:** La deuda por arrendamientos ascendió a EUR 14,5m en el 1S'25. La hemos excluido de nuestro análisis para obtener una deuda antes de NIIF 16, ya que proyectamos los flujos de caja bajo un enfoque pre-NIIF 16.

Balance (EUR m) ¹	9M'25
Deuda financiera neta	
Activos financieros	2,0
Efectivo y equivalentes al efectivo	77,8
Préstamos a largo y corto plazo	(195,3)
Deuda financiera neta (pre-NIIF 16)	(115,5)
Deuda relacionada con la NIIF 16	(13,3)
Deuda financiera neta (post-NIIF 16)	(128,8)

Hemos considerado las cuentas del 1S'25 dada la falta de desglose en la nota de resultados del 9M'25.

Posteriormente hemos ajustado la diferencia de la deuda neta entre el 1S'25 y el 9M'25 de manera separada.

Análisis financiero

Balance de Situación (cont.)

Balance (EUR m) ¹	2023	2024	1S'25	9M'25 ²
Capital circulante				
Inventarios	104,3	115,4	96,6	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	55,1	58,0	76,4	
Otros activos corrientes	7,1	33,9	20,2	
Activo por impuesto corriente	2,9	0,7	0,7	
Acreedores comerciales	(90,9)	(95,2)	(93,9)	
Proveedores de inmovilizado	(5,2)	(4,1)	(4,1)	
Otros pasivos	(9,2)	(10,7)	(10,6)	
Capital circulante	64,1	98,0	85,4	72,1
Deuda financiera neta				
Activos financieros	1,9	3,6	3,7	
Imposiciones en garantía de avales recibidos	0,8	0,8	0,8	
Efectivo y equivalentes al efectivo	39,1	36,7	87,2	
Préstamos a largo y corto plazo	(122,0)	(158,4)	(217,8)	
Deuda financiera neta (pre-NIIF 16)	(80,1)	(117,3)	(126,1)	
Deuda relacionada con la NIIF 16	(9,3)	(14,0)	(14,5)	
Deuda financiera neta (post-NIIF 16)	(89,4)	(131,3)	(140,6)	(128,8)
Activos fijos				
Propiedades, planta y equipo	345,1	343,6	343,1	
Activos intangibles	11,3	15,7	21,1	
Otros activos y pasivos				
Derechos de emisión	17,9	14,9	8,5	
Derechos gratuitos de emisión de CO ₂	(16,5)	(13,9)	(8,5)	
Subvenciones pendientes de cobro	3,3	0,9	1,3	
Derivado finan. de cobertura de flujos de efectivo	0,1	-	-	
Provisiones para remediación ambiental	(15,3)	(13,6)	(18,0)	
Otras provisiones	(2,1)	(3,0)	(3,1)	
Obligaciones con personal activo	(2,3)	(2,0)	(2,0)	
Provisiones para remediación ambiental a C/P	(6,3)	(7,2)	(2,1)	
Otras provisiones C/P	(4,2)	(1,3)	(1,0)	
HP Deudora por sentencia RD 3/2016	19,3	-	13,4	
Activos por impuestos diferidos	40,6	41,5	33,0	
Pasivos por impuestos diferidos	(23,7)	(22,9)	(22,9)	
Ingresos diferidos y subvenciones	(13,3)	(11,9)	(30,3)	
Patrimonio				
Patrimonio neto	(363,1)	(341,2)	(311,6)	(299,6)

¹ Cifras reportadas por la Compañía.

² Cifras sin ajustar

Balance de Situación (cont.)

Otros activos y pasivos

- **Propiedades, planta y equipo:** Ascendieron a EUR 343,1m en el 1S'25, incluye principalmente instalaciones técnicas y maquinaria además de los terrenos y construcciones. El resto se compone de anticipos en inmovilizaciones en curso y otro inmovilizado. Las altas de propiedades, planta y equipo en 1S'25 corresponden a las inversiones del Plan 3D, concretamente a ampliaciones de capacidad y mejoras de procesos llevadas a cabo en las distintas fábricas del Grupo, principalmente en Sabiñánigo, Vila-seca I y Aranjuez.
- **Activos intangibles:** Incluye la concesión de patentes y aplicaciones informáticas, y derechos de emisión. Hemos reclasificado la partida de derechos de emisión a "Otros activos y pasivos", al estar relacionada con un pasivo de prácticamente mismo importe.
- **Derechos de emisión:** Los derechos de emisión asignados gratuitamente a la Compañía para el período 2021-2025 ascienden a 1.030.247 EUA ("derechos de emisión asignados"), lo cual supone un activo de EUR 8,5m en 1S'25. Por otro lado, se reconoce un pasivo por EUR 8,5m relacionado con dichos derechos en 1S'25.
- **Derivado financiero:** Relacionado con una cobertura del tipo de cambio en dólar estadounidense.
- **Provisiones para remediación ambiental:** Ascendieron a EUR 18,0m en 1S'25. Incluye las provisiones para remediación de terrenos y desmantelamiento.
- **Otras provisiones:** Incluye provisiones por despido colectivo, demandas laborales, excluyéndose el pasivo por los derechos de emisión, mostrado de forma separada (ver más arriba).
- **Obligaciones con personal activo:** Bonificaciones de vinculación del personal activo, vigentes según los diferentes acuerdos firmados entre la Compañía y sus representantes sindicales.
- **HP Deudora por sentencia:** impuestos de sociedades de los años 2016 a 2020, tras la declaración de inconstitucionalidad de determinados preceptos del RD 3/2016. Ercros espera cobrar el importe restante, EUR 13,4m, en el 2S'25.

Deuda neta y otros activos/pasivos

Deuda neta

(EURm)	Reportado 1S'25
Activos financieros	3,7
Imposiciones en garantía de avales recibidos	0,8
Efectivo y equivalentes al efectivo	87,2
Total Activos financieros	91,7
Préstamos a l/p	(146,7)
Préstamos a c/p	(47,9)
Parte corriente de préstamos no corrientes	(23,1)
Total Pasivos financieros	(217,8)
Total Deuda Neta (Pre-NIIF 16) – Reportado	(126,1)
1 Factoring (fuera de balance)	(54,4)
Total Deuda Neta (Pre-NIIF 16) - Ajustado por factoring	(180,5)

Fuente: Cuentas 1S'25 de Ercros.

Hemos considerado las cuentas del 1S'25 dada la falta de desglose en la nota de resultados del 9M'25. Posteriormente hemos ajustado la diferencia de la deuda neta entre el 1S'25 y el 9M'25 de manera separada.

- 1 Factoring fuera de balance:** El 22 de diciembre de 2023, Ercros firmó el acuerdo de renovación de financiación sindicada con un pool de entidades financieras. El acuerdo contempla un factoring sindicado, con un límite conjunto de EUR 102m. Se articula en dos tramos: (i) un tramo sin recurso, para aquellos clientes con pago garantizado mediante póliza de seguro de crédito; y (ii) un tramo con recurso, para aquellos clientes no incluidos en el tramo sin recurso. A 1S'25, el importe dispuesto en el contrato de factoring sin recurso era de EUR 54,4m dado de baja en el balance.

Deuda neta (cont.)

- 1** La Compañía habitualmente anticipa la entrada de caja de las cuentas por cobrar utilizando líneas de factoring sin recurso. A través de este mecanismo, la Compañía cede sus cuentas por cobrar a entidades financieras, quienes asumen el riesgo del cobro a cambio de un coste financiero para la Compañía. Ello reduce el saldo de capital circulante operativo, y la Compañía debería realizar una inversión en capital circulante equivalente a la línea de factoring dispuesta en caso de dejar de utilizar este mecanismo de financiación, que asimismo conlleva un coste financiero no reflejado en nuestra estimación de flujos de caja futuro.

Por esta razón, y dado que el capital circulante considerado en nuestras proyecciones no considera esta inversión ni el coste financiero asociado al factoring, esta partida se ha considerado como asimilable a deuda financiera.

El "factoring", habitualmente forma parte de la política de financiación de una compañía y origina gastos financieros. Sin embargo, por su naturaleza, al tratarse en el caso de Ercros de una deuda sin recurso, los saldos dispuestos no quedan registrados en el balance de la Compañía. Si Ercros eligiera financiar esos mismos saldos de clientes factorizados, que surgen de las operaciones normales de la compañía, con deuda con recurso, su balance reflejaría un mayor saldo de clientes en el activo y un pasivo similar por la deuda con recurso.

Dado que los gastos de factoring, al igual que el resto de gastos financieros, no se deducen de los flujos libres de caja utilizados para calcular el rango de valor del negocio de Ercros, y que los saldos dispuestos por factoring no se registran como deuda financiera en el balance, es necesario ajustar la valoración para incorporarlos a la posición financiera de la Compañía.

Por ello, se efectúa un ajuste en el cual se incluye como deuda financiera neta el importe de los clientes factorizados, siendo su contrapartida el saldo de clientes, el cual se incorpora como parte del fondo de maniobra de partida, manteniendo a futuro un menor nivel de saldo de clientes. En el caso de la tasa de descuento, consideramos que esta no debe ser ajustada dada que la estructura financiera utilizada es la estructura financiera de mercado.

Además del factoring sindicado con recurso ya considerado en la deuda reportada por la propia Compañía, hemos incluido el factoring sin recurso fuera de balance, por importe de EUR 54,4m, a junio de 2025, último dato reportado por la Compañía, en su estructura financiera y flujo de caja.

Deuda neta y otros activos/pasivos

Otros activos y pasivos

Otros activos/pasivos (EUR m)	Reportado 1S'25	Rango Bajo	Rango alto
Subvenciones pendientes de cobro*	1,3	1,3	1,3
Provisiones para remediación ambiental*	(18,0)	(18,0)	(18,0)
Otras provisiones*	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Obligaciones con personal activo*	(2,0)	(2,0)	(2,0)
1 Propiedades de inversión	25,5	28,3	28,3
2 Inversiones contabilizadas por participación	8,5	20,1	20,1
3 HP deudora por sentencia RD 3/2016	13,4	13,4	13,4
4 Activos por impuestos diferidos	33,0	42,9	44,1
5 Pasivos por impuestos diferidos	(22,9)	-	-
6 Ingresos diferidos y subvenciones	(30,3)	-	-
Total otros activos y pasivos	5,5	82,9	84,1

* Hemos mantenido el valor en libros, para más detalle de las partidas referirse a las anteriores páginas.

Hemos considerado las cuentas del 1S'25 debido a la falta de desglose en la nota de resultados del 9M'25. Posteriormente, hemos ajustado la diferencia de la deuda neta entre el 1S'25 y el 9M'25 por separado.

¹ El valor razonable de las propiedades de inversión ha disminuido en 2023 debido a la actualización de la valoración de las viviendas de la Colonia de Flix y de las naves situadas dentro de los terrenos de la antigua fábrica de Flix, como consecuencia de la escasez de demanda de vivienda en la zona.

Otros activos y pasivos (cont.)

1 Propiedades de inversión: Las propiedades de inversión corresponden a terrenos y colonias operativas en el momento de su adquisición, que con posterioridad han cesado en dicha actividad. Son registradas a coste histórico. La Compañía realiza la medición de valor razonable anualmente y actualiza el valor en libros en el caso de que el valor razonable esté por debajo del valor en libros.

Para nuestra valoración hemos ajustado al valor razonable de EUR 29,3m indicado por la Compañía en los resultados intermedios del 1S'25 ajustado por los impuestos sobre la plusvalía implícita por valor de EUR 1,0m¹.

2 Inversiones según el método de la participación: Valor de Salinas de Navarra, S.A. (24% de participación) y Aguas Industriales de Tarragona, S.A. (21,1% de participación). Hemos ajustado el valor de las inversiones contabilizadas a coste, para reflejar un valor razonable, utilizando múltiplos de mercado, como mejor estimación según la información disponible.

3 Hacienda Pública deudora por sentencia RD 3/2016: Sentencia de 18/01/24 del Tribunal Constitucional, declaró la inconstitucionalidad del RD 3/2016, con las siguientes medidas: i) Limitación de la compensación de bases imponibles negativas; ii) Reversión de los deterioros de participación deducidos en ejercicios anteriores a 2013; y iii) Limitación al 50% de la cuota íntegra de la deducción por doble imposición. Ercros ha registrado un activo correspondiente al ingreso del impuesto por aplicación de bases imponibles negativas, que totalizan EUR 13,4m a cobrar de la Hacienda Pública, dentro de un plazo no superior a 12 meses a partir de 2024.

4 Activos por impuestos diferidos: Valor presente del flujo relacionado por diferencias temporarias y bases imponibles negativas pendientes de compensar y bases imponibles negativas no reconocidas en balance, según los estados financieros intermedios del 1S'25. Hemos calculado el valor presente de la recuperación de dichas bases bajo los dos escenarios del DFC.

5 Pasivos por impuestos diferidos: Principalmente relacionado con plusvalías contables de terrenos, sin impacto en los flujos de caja futuros proyectados, por lo cual no los hemos considerado.

6 Ingresos diferidos y subvenciones: Relacionado las subvenciones no reintegrables ya percibidas. Si bien el diferimiento en la PyG de dichas subvenciones tiene un efecto impositivo negativo, no lo hemos considerado por no considerarlo material.



3. Descripción de la Industria

Industria Europea

Impacto de la Demanda

El sector ha visto su evolución mermada por factores como la intensificación del conflicto en Ucrania, y la adopción de políticas monetarias restrictivas para contener la inflación que ejercieron una presión significativa sobre la dinámica del sector.

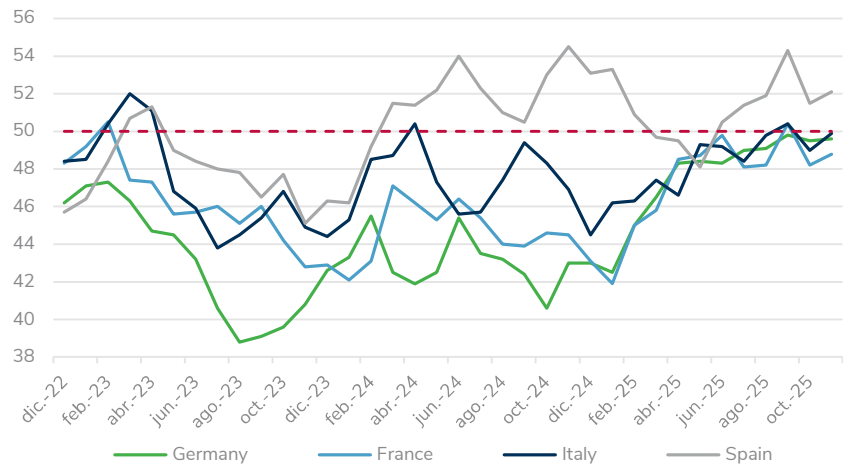
Simultáneamente, el incremento en los costes de materiales impactó negativamente la demanda, mientras las políticas monetarias restrictivas elevaron los costes de financiación, afectando negativamente la adquisición de bienes duraderos y la actividad en construcción, lo que repercutió directamente en el desempeño del sector.

El impacto de esta situación se refleja en la evolución del PMI manufacturero en las principales economías de Europa, que desde 2023 se ha mantenido de forma constante por debajo del umbral de 50, indicando una fase de contracción industrial. Esta contracción ha sido especialmente intensa en Alemania, principal motor industrial europeo. Hacia finales de 2025, los valores se aproximan a un punto neutral, aunque aún no han superado de manera sostenida el nivel de 50 que señalaría una fase de expansión, con la excepción de España.

La actual evolución económica presenta un escenario volátil que no es propicia para la recuperación de la industria. Concretamente se destaca:

- **Débil Crecimiento Económico:** Las previsiones de recuperación económica son modestas. Aunque inicialmente se esperaba una mejora hacia finales de 2025, la persistencia de una demanda débil ha retrasado dichas expectativas. Francia e Italia continúan mostrando crecimientos débiles, con tasas de crecimiento esperada en torno al 0,5% en 2025 y Alemania apenas alcanzando el 0,23% tras salir de la recesión. Únicamente España destaca por su crecimiento en una eurozona cuya evolución esperada en 2025 y 2026 se mantiene por debajo del promedio mundial y de economías como EE. UU. y China.
- **Reducida Confianza Empresarial y del Consumidor:** Baja confianza empresarial y del consumidor, las compañías se anticipan a ciclos adversos mediante estrategias defensivas, como la reducción de inventarios y la reposición limitada de insumos, con el objetivo de preservar liquidez, especialmente reflejados en el índice PMI Manufacturero.

HCOB PMI Manufacturero



Variación Anual PIB Real (%)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Francia	1,10%	0,53%	0,49%	1,16%	1,42%	1,44%	1,44%
Alemania	(0,47%)	0,23%	1,02%	1,66%	1,72%	1,96%	1,97%
Italia	0,52%	0,52%	0,59%	0,75%	0,66%	0,52%	0,54%
España	3,46%	3,01%	2,18%	2,13%	2,08%	1,94%	1,82%
Eurozona	0,85%	1,35%	0,90%	1,50%	1,63%	1,67%	1,64%
EE.UU.	2,79%	1,97%	2,23%	1,82%	1,60%	1,79%	1,74%
China	4,98%	4,83%	4,27%	4,29%	4,41%	4,43%	4,24%
Global	2,80%	2,69%	2,61%	2,67%	2,68%	2,71%	2,62%

Fuentes: HCOB, Bloomberg, Cefic, S&P Global

Industria Europea

Impacto de la Presión en Costes

La cadena productiva de la industria química europea se encuentra altamente expuesta a la volatilidad de los mercados energéticos internacionales, tanto por la dependencia de productos derivados del petróleo, como el etileno, como por la elevada intensidad energética que caracterizan sus procesos.

Esta situación ha generado brechas significativas entre Europa y otras regiones como EE.UU., Oriente Medio y China ya que Europa carece de ventajas competitivas presentes en otras regiones. En Estados Unidos, la extracción de gas no convencional mediante técnicas como el fracking ha permitido mantener precios estables y más bajos; Oriente Medio se beneficia de costes energéticos bajos y sistemas integrados diseñados para la exportación; mientras que China combina costes energéticos reducidos con economías de escala y sinergias productivas que optimizan su competitividad. A ello se suman los mayores precios derivados de las políticas de descarbonización en Europa, lo que dificulta mantener la competitividad y avanzar en la transición energética de forma simultánea.

En respuesta, la Unión Europea ha impulsado iniciativas como el plan REPowerEU, orientado a reducir la dependencia energética de Rusia, y el Affordable Energy Action Plan, parte del Clean Industrial Deal. Estas medidas buscan convertir la descarbonización en un motor de crecimiento mediante la reducción de costes energéticos, atracción de inversiones y preparación ante crisis energéticas.

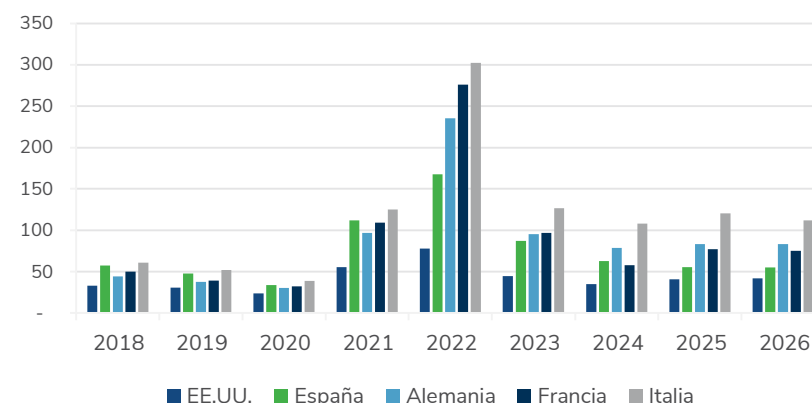
El plan prioriza el apoyo a industrias intensivas en energía, como la química, para facilitar su transición hacia energías limpias, enfrentar costes elevados, competencia global y complejidad regulatoria.

- **Perspectivas Positivas sobre costes energéticos:** En este contexto, se prevé que los precios de la energía en Europa, y en particular en España, evolucionen favorablemente, lo que supondría cierto alivio en la estructura de costes del sector tras un periodo de máximos históricos provocado por la guerra en Ucrania y la desvinculación del suministro de petróleo y gas ruso.
- **Potenciales Políticas Competitivas Favorables:** Junto con la evolución de los precios, se espera que las distintas medidas políticas adoptadas a nivel comunitario para respaldar a la industria química europea comiencen a traducirse en acciones concretas, aunque su impacto aún no puede ser estimado.

Evolución del Precio del Etileno (USD / Tonelada)

Año	Europa	Var. %	EE.UU.	Var. %	Oriente Medio	Var. %
2014	999		369		269	
2015	511	(49%)	230	(38%)	226	(16%)
2016	457	(11%)	249	8%	304	35%
2017	499	9%	316	27%	269	(12%)
2018	697	40%	374	18%	244	(9%)
2019	585	(16%)	299	(20%)	224	(9%)
2020	413	(29%)	260	(13%)	214	(4%)
2021	776	88%	297	14%	289	35%
2022	1307	68%	571	92%	380	32%
2023	885	(32%)	281	(51%)	348	(8%)

Evolución de los precios de energía (EUR / MW)



Fuentes: EIA, Wood Mackenzie, Cefic

Industria Europea

Impacto de la Competencia Intensa

El mercado químico europeo se encuentra inmerso en una competencia intensa, impulsada por un exceso de capacidad que supera la demanda en los mercados finales, junto con la entrada masiva de capacidad desde China.

Este escenario está generando márgenes deprimidos para los productores europeos, llevando a muchas empresas del sector a operar con niveles mínimos de rentabilidad. En el corto plazo, los productores europeos enfrentan desafíos críticos:

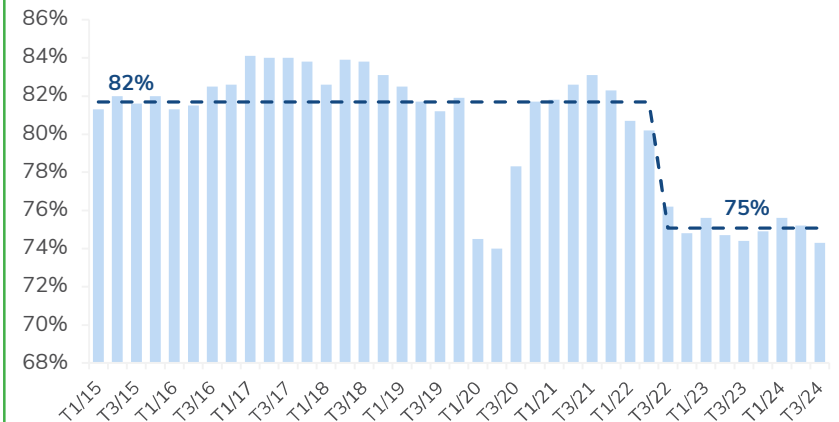
➤ **Baja utilización:** Los bajos niveles de utilización de capacidad en Europa incrementan los costes unitarios y obligan a las plantas a operar por debajo de su umbral de viabilidad, lo que fuerza la adopción de medidas de eficiencia, como el cierre de instalaciones menos competitivas. En 2023, aproximadamente el 5 % de la capacidad química en Europa fue clausurada.

La disminución en la tasa de utilización de las plantas químicas europeas resulta evidente, pasando de un promedio del 82 % antes del primer trimestre de 2022 a aproximadamente un 75 % en los trimestres posteriores, nivel cercano al observado en el periodo de la pandemia por el COVID-19.

➤ **Presión sobre precios:** La llegada masiva de productos asiáticos obliga a ofrecer precios que comprometen márgenes y limitan la capacidad de inversión y mantenimiento, afectando la competitividad a largo plazo.

➤ **Consolidación y Reajustes de Portafolio:** Los productores se ven forzados a ajustar sus portafolios, priorizando productos y geografías con mayores ventajas competitivas y márgenes más atractivos, al tiempo que impulsan procesos de consolidación mediante fusiones y adquisiciones para generar economías de escala y concentrar recursos en segmentos que generen más beneficios.

Utilización de las Plantas Químicas Europeas (%)



Fuente: Cefic

División de derivados del cloro

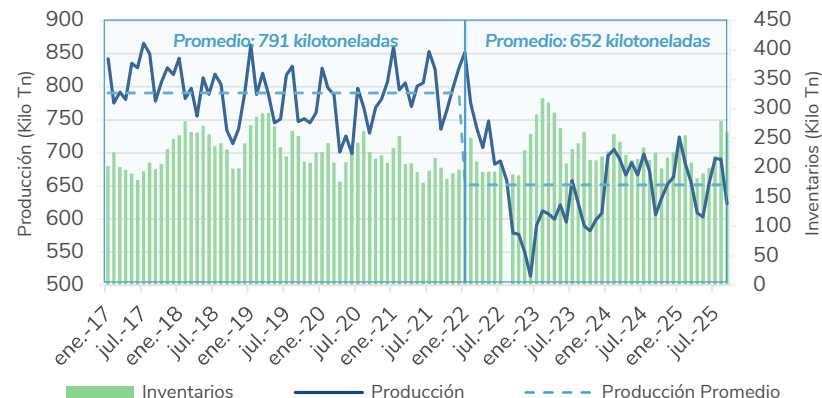
Derivados de cloro: Industria de Cloro-Sosa

La industria de Cloro-Sosa en Europa enfrenta problemáticas estructurales similares a las de la industria química global, posicionándose como una de las regiones más negativamente impactada por las presiones de los precios energéticos y exceso de capacidad global, retos que comprometen gravemente su competitividad:

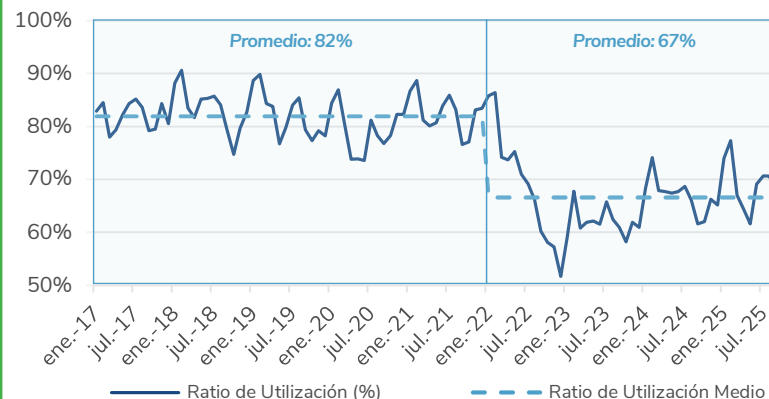
- **Demanda contenida:** Desde la intensificación del conflicto en Ucrania, la debilidad industrial europea ha causado una menor producción promedio de sosa. Aunque en 2024 se observó un ligero repunte en la producción, el promedio continúa un 18 % por debajo de los niveles previos a 2022, con una media mensual de 652 kilotoneladas frente a las 791 kilotoneladas registradas antes del conflicto.
- **Competencia internacional:** Los aranceles impuestos por Estados Unidos a China y el incremento sostenido de la capacidad productiva China han derivado en un exceso de oferta a precios bajos que se canaliza hacia mercados externos, siendo Europa uno de los principales destinos de dichos productos. Intensificando la competencia y presiona los precios.
- **Presión en costes:** Aunque Europa cuenta con un suministro estable de los insumos necesarios para el proceso productivo, la electrólisis, debido a su elevada intensidad energética, hace que el coste eléctrico represente la mayor parte del coste total. Este componente se ha convertido crítico, dado que la electricidad ha mostrado una alta volatilidad en los últimos años, alcanzando máximos históricos como consecuencia de la crisis energética derivada de la guerra en Ucrania.
- **Baja utilización de capacidad:** Las plantas europeas operan consistentemente por debajo del 70% de utilización, lo que incrementa el coste unitario y agrava la pérdida de competitividad al operar en niveles que no son rentables.

La industria se encuentra en un punto crítico, con claras desventajas estructurales que no pueden resolverse únicamente mediante acciones empresariales como cierres de plantas o ajustes de costes y de los portafolios de productos. Se requiere también la intervención del sector público para implementar medidas de apoyo, incentivos energéticos y políticas industriales que permitan sostener la viabilidad del sector. Aunque se han anunciado iniciativas por parte de instituciones europeas, estas aún carecen de definición y alcance concreto.

Estadísticas de Sosa cáustica



Utilización en la Producción de Sosa cáustica



Fuente: Eurochlor - 2024-2025 Chlor-alkali Industry Review
Nota: No hay datos de inventario para agosto de 2022.

División química intermedia

Química intermedia: Formaldehído y metanol

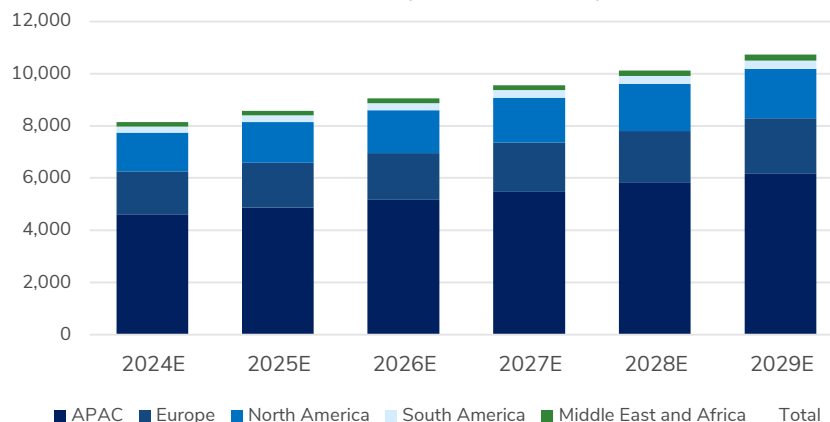
La división de química intermedia de Ercros se centra en el formaldehído, un producto clasificado dentro de la categoría de specialty chemicals. Este compuesto, un gas incoloro derivado del metanol, se utiliza principalmente en la fabricación de derivados en forma sólida y líquida.

Los derivados sólidos se destinan a sectores como petróleo y gas, así como a fabricantes de resinas para automoción, adhesivos, pinturas, tintas y otros productos industriales. Por su parte, los derivados líquidos se emplean en la producción de adhesivos y resinas, urea, melamina y fenol. Cabe destacar que los derivados sólidos tienen un margen elevado y marcado carácter internacional, con exportaciones que representan aproximadamente el 65% de la facturación. Aunque la industria ha mantenido históricamente un crecimiento sostenido y se prevé que el valor de mercado alcance los USD 10.728m en 2029, impulsado principalmente por la región Asia-Pacífico y, en particular, China.

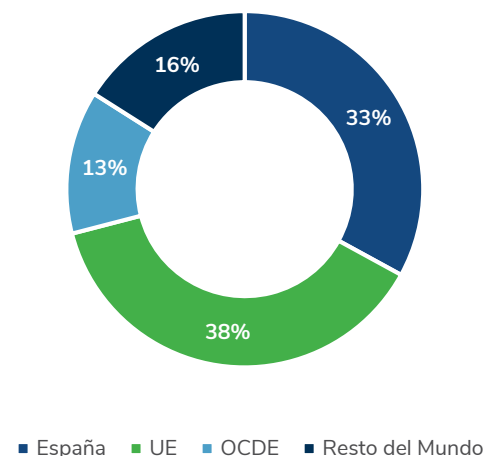
Ercros enfrenta tanto desafíos comunes a la industria química como retos específicos.

- **Desaceleración económica:** Impacta la demanda en los mercados finales, especialmente en Europa donde Ercros vende más de un 70% de sus productos entre España y la UE así como en los segmentos atendidos por Ercros como son el químico, la construcción o la automoción.
- **Exposición a los mercados energéticos internacionales:** El formaldehído, al ser derivado del metanol, está influenciado por las fluctuaciones del precio del petróleo.
- **Riesgo cambiario:** La cotización frente al dólar, moneda de referencia, afecta tanto en el ámbito de los costes por el uso de metanol como insumo, así como en la venta de productos en el mercado internacional.
- **Riesgo de commoditización:** Aunque los derivados sólidos son productos de mayor valor añadido, existe el riesgo de que se conviertan en commodities, presionando los márgenes a la baja y obligando a los productores a innovar y desarrollar nichos con valor diferencial.
- **Obligaciones medioambientales:** La necesidad de implementar medidas de descarbonización en los procesos productivos y desarrollar productos más sostenibles incrementa la presión sobre los costes.

Mercados Global del Formaldehído (Millones de USD)



Sectores de Ventas de la División Química Intermedia de Ercros



Fuentes: Ercros, Informes de industria.

División química intermedia

Química intermedia: Formaldehído y metanol

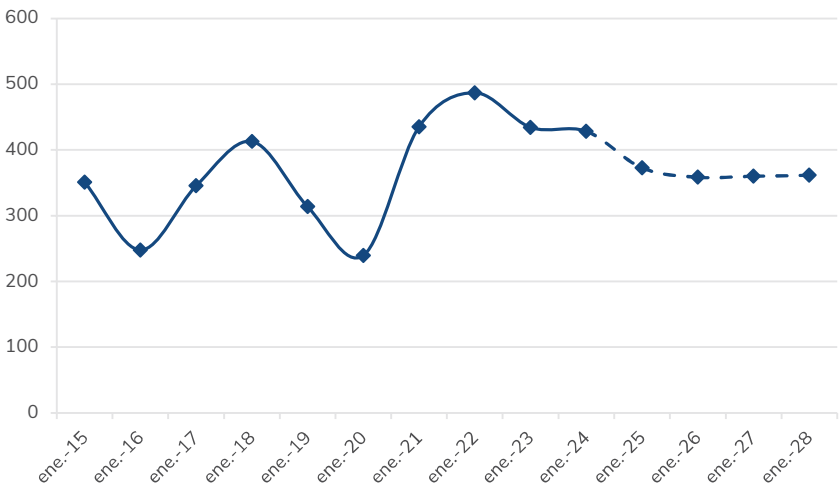
En el ámbito de costes, el precio del metanol, al ser un derivado petrolífero, ha mostrado una elevada volatilidad en los últimos años, influenciado por diversos shocks externos como la pandemia de COVID-19, el conflicto entre Rusia y Ucrania, el periodo de alta inflación pospandémica y la reciente desaceleración en las proyecciones de crecimiento del PIB. Adicionalmente, la capacidad de procesamiento y las interrupciones en las plantas procesadoras tienen también un impacto significativo en el mercado.

A nivel global, los eventos geopolíticos y las políticas comerciales han generado un efecto mayor sobre los precios del metanol que los propios fundamentos económicos, debido a los conflictos en Oriente Medio, tensiones en el Mar Rojo y la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos.

En Europa, la producción de metanol se ha reducido conforme las refinerías alemanas disminuyen operaciones y avanzan hacia procesos más sostenibles, limitando la generación de metanol como subproducto del refinado. Esto ha incrementado las importaciones a precios más elevados para satisfacer la demanda, situación que, junto con inventarios volátiles y la competencia con otras regiones por el suministro, ha provocado fuertes variaciones en los precios, posicionando a Europa entre las regiones con niveles más altos de precios.

Los analistas señalan el mantenimiento de precios deprimidos, mientras que los volúmenes mantienen una tendencia al alza. En concreto, se proyecta que el precio de los comparables a Ercros en la división de química intermedia disminuya un promedio de 1,2 % en 2025 y un 0,2 % en 2026, para luego crecer a una tasa media del 0,5 % hasta 2029. Por su parte, los volúmenes se reducirán marginalmente un 0,2% en 2025 y posteriormente registrarán un crecimiento promedio del 2,8%.

Evolución Precios Metanol (USD/tn)



Variación Proyectada por los analistas para Empresas Comparables

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Tercer Cuartil						
Precio	(3,5%)	(1,0%)	(0,1%)	0,4%	0,4%	0,8%
Volumen	2,0%	0,2%	2,2%	3,0%	3,1%	3,0%
Media						
Precio	(4,1%)	(1,2%)	(0,2%)	0,2%	0,2%	1,0%
Volumen	2,0%	(0,2%)	2,2%	3,0%	3,1%	3,0%
Primer Cuartil						
Precio	(4,6%)	(1,4%)	(0,2%)	0,0%	0,0%	0,3%
Volumen	1,9%	(0,6%)	2,1%	2,9%	3,0%	3,0%

Fuentes: Informes de industria y análisis de Kroll.



4. Metodologías de valoración

Análisis de metodologías de valoración

Metodologías de valoración consideradas

Hemos considerado las siguientes metodologías de valoración:

	Sección	Metodología	Comentarios
Metodología de valoración principal	5	Descuento de flujos de caja	Consideramos que el DFC es más apropiado frente a otras metodologías para capturar las expectativas sobre la capacidad de la Compañía para generar rentabilidad para sus accionistas.
	7	Cotización media ponderada	Cotización media ponderada por volumen de las acciones dentro del período de seis meses inmediatamente anterior al anuncio de la Oferta, considerado como referencia de valor / contraste válido.
Referencias de Valor Metodologías de contraste	6	Múltiplos de compañías cotizadas comparables	Consideramos que la metodología de múltiplos de compañías comparables, aunque presente ciertas limitaciones, es una metodología de contraste válida.
	7	Valor teórico contable	No consideramos que la metodología del valor teórico contable resulte adecuada, ya que se trata de un enfoque de valoración estático que no refleja las expectativas futuras. En este caso, resulta en un valor inferior a la Oferta y rango alto obtenido aplicando la metodología DFC.
Metodologías consideradas no adecuadas	7	Valor de liquidación	La aplicación de la metodología del valor de liquidación daría lugar a una valoración significativamente inferior a la obtenida a partir de los demás métodos, en consecuencia, se ha considerado su cálculo innecesario.
		Opas formuladas en los 12 meses previos al anuncio de la Oferta	No se ha realizado ninguna Opa en los 12 meses previos.
	6	Múltiplos de transacciones comparables	No adecuada. Creemos que la metodología de múltiplos de transacciones comparables tiene limitaciones que nos llevan a considerarla inadecuada.



5. Descuento de flujos de caja

Descuento de flujos de caja

Metodología

El DFC es un método de valoración comúnmente aceptado para valorar empresas bajo la premisa de empresa en funcionamiento (*going concern*) mediante el cálculo del "Valor Presente" de los flujos de caja futuros estimados del negocio. Según nuestra experiencia, creemos que esta metodología es la más adecuada para capturar el valor de Ercros, ya que el análisis considera explícitamente la mayoría de las características específicas de la Compañía por división de negocio.

Al desarrollar el análisis DFC, se estiman los flujos anuales de caja futuros y después se descuentan individualmente al valor presente. Si los flujos de caja se extienden más allá del período proyectado, se estima un flujo de caja normalizado, que se capitaliza y se descuenta al valor presente.

Los flujos de caja utilizados son los del capital invertido. En otras palabras, son los flujos de caja operativos disponibles para su distribución a todos los inversores, tanto prestamistas como accionistas. Estos flujos de caja comienzan con el ingreso neto de capital invertido (libre de gastos por intereses e ingresos y gastos no operativos). Se ajustan los flujos por las necesidades de fondo de maniobra y Capex, se suma la amortización y se ajusta por otros gastos e ingresos que no suponen movimiento de caja.

Esta metodología implica valorar el Grupo como la suma de lo siguiente:

- 1 El valor actual de los flujos de caja futuros estimados para el período proyectado, descontados a una tasa de retorno que considera el riesgo relativo de lograr los flujos de caja y el valor temporal del dinero; y
- 2 El valor presente del valor terminal, que captura el valor de los flujos de caja más allá del período proyectado, cuando corresponda.

La suma del valor presente de los flujos de efectivo durante el período proyectado más el valor terminal descontado al valor presente representa el Valor de Empresa ("VE") del negocio operativo.

Metodología (cont.)

Las proyecciones financieras se han construido de forma granular, como una suma de partes hasta el nivel de resultado operativo EBITDA para cada una de las divisiones, de cara a reflejar las particularidades y dinámicas de cada negocio individual. Pese a que la Compañía reporta bajo Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF"), hemos construido las proyecciones financieras bajo un enfoque pre-NIIF 16. Es decir, consideramos los arrendamientos operativos como un gasto operativo por encima de EBITDA.

Posteriormente, de cara a la determinación del EBITDA consolidado de la Compañía, hemos incorporado la contribución del Plan 3D.

Finalmente, en base al nivel de información disponible, hemos tratado de forma consolidada las necesidades de inversión en Capex y capital circulante operativo de todas las divisiones lo que proporciona una visión integral de la capacidad de la empresa para generar efectivo a partir de sus operaciones.

Suma de proyecciones hasta EBITDA

Proyección individual división de derivados del cloro

Proyección individual división de química intermedia

Proyección individual división de farmacia

Proyección del Plan 3D Ampliado (EBITDA incremental ajustado)

EBITDA Consolidado

Menos:	Amortización
--------	--------------

EBIT

Menos:	Impuestos sobre EBIT
--------	----------------------

NOPAT

Más:	Amortización
------	--------------

Menos:	Inversiones de capital ("Capex")
--------	----------------------------------

Más / Menos:	Cambios en el fondo de maniobra
--------------	---------------------------------

Flujos de Caja Libre ("FCL")

Descuento de flujos de caja

Metodología (cont.)

Ponderación de tasa de descuento

Como se muestra más adelante, hemos calculado el Coste Medio Ponderado del Capital para cada línea de negocio por separado, utilizando un grupo de comparables para cada negocio.

Posteriormente, hemos ponderado en función del peso que representa cada segmento dentro de Ercros, basándonos en la media de los EBITDA pre-NIIF 16 para el periodo proyectado 2025-2030, según nuestras proyecciones.

Cálculo del Valor Terminal / Residual

Para la mayoría de las empresas y como una hipótesis generalmente aceptada, al calcular el valor de un negocio aplicando el método DFC, se asume la premisa de empresa en funcionamiento. Esto implica la determinación de un valor terminal (valor atribuible al negocio más allá del período proyectado) para cubrir el período implícito a perpetuidad.

La fórmula aplicada es:

$$VT = FCL_{n+1} / (WACC - g)$$

Donde:

- FCL_{n+1} = Flujo de caja libre normalizado
- WACC = Tasa de descuento
- g = Crecimiento esperado a perpetuidad

Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital

Introducción

El Coste Medio Ponderado del Capital ("WACC", por sus siglas en inglés) es una tasa basada en las tasas individuales de retorno esperado de cada componente del capital invertido (fondos propios "FFPP" y deuda financiera). Se calcula ponderando los rendimientos exigidos tanto para la deuda como para los fondos propios invertidos en proporción a los porcentajes estimados de los mismos en una estructura de capital esperada. Para calcular el WACC, se deben estimar el coste de la deuda y el de los FFPP.

Como la Compañía opera en tres diferentes segmentos, hemos estimado las tasas de descuento apropiadas para cada línea de negocio, en función de los grupos de comparables seleccionados para cada tipo de actividad. Tras calcular el WACC para cada línea de negocio, hemos ponderado cada tasa de descuento en función del peso que presenta cada segmento dentro de Ercros, según nuestras proyecciones.

Coste de los fondos propios

Nos basamos en el Capital Asset Pricing Model ("CAPM") para estimar el retorno requerido del capital propio. El CAPM es ampliamente aceptado con el propósito de estimar la rentabilidad requerida sobre el capital social de una empresa. En la aplicación del CAPM, la tasa de rendimiento del capital social se estima como la tasa libre de riesgo, más una prima de riesgo de mercado esperada de manera adicional a la tasa libre de riesgo, multiplicada por la "beta" de la industria. La beta se define como una medida de riesgo que refleja la sensibilidad del precio de las acciones de una empresa a los movimientos del mercado de valores en su conjunto.

Además, la tasa de rendimiento del CAPM se ajusta mediante una prima (el CRP) que refleja el riesgo adicional de una inversión por su exposición a un país con riesgo (entendiendo por ello países cuya deuda soberana no alcance la máxima calidad crediticia).

Coste de la deuda

Es el retorno que un inversor en deuda debería exigir sobre la deuda financiera. En tanto en cuanto los intereses sobre la deuda financiera son deducibles a efectos fiscales, para calcular el rendimiento de la deuda utilizamos un retorno después de impuestos.

(*) Aun cuando podría evaluarse la aplicación de una prima por tamaño, en el presente informe se ha determinado no incorporarla en el ejercicio de valoración.

Fórmula WACC

$$WACC = Ke \times We + Kd \times Wd$$

Ke	Coste de los FFPP
We	FFPP / Capital total
Kd	Coste de la deuda
Wd	Deuda / Capital total

Fórmula CAPM

$$Ke = Rf + CRP + \beta \times (Rm - Rf) + SSP^{(*)}$$

Rf	Tasa libre de riesgo
CRP	Prima de riesgo de país
β	Beta o riesgo sistemático
$(Rm - Rf)$	Prima de riesgo de mercado
SSP	Prima por tamaño ^(*)

Fórmula coste de la deuda

$$Kd = (Rf + CRP + Spread) \times (1 - t)$$

t	Tipo impositivo
---	-----------------

Cálculo del coste medio ponderado del capital

Coste de los fondos propios

Tasa de referencia local (tasa libre de riesgo + CRP)

Tasa Libre de Riesgo: Para seleccionar la tasa de referencia apropiada, nos hemos basado en una tasa libre de riesgo más una prima de riesgo país para tener en cuenta el riesgo de tener un negocio en un país con una calificación crediticia diferente al AAA. Para estimar una tasa libre de riesgo normalizada, hemos separado esta tasa en dos componentes: (i) la tasa real esperada a largo plazo; más (ii) la inflación esperada a largo plazo, tomada de artículos académicos y pronósticos del mercado.

Kroll revisa periódicamente las fluctuaciones en las condiciones económicas y de los mercados financieros globales que puedan justificar cambios en nuestras recomendaciones sobre la tasa libre de riesgo. En base a las condiciones económicas y financieras del mercado vigentes a partir de la Fecha de Valoración, Kroll recomienda una tasa normalizada del 2,5% en euros a largo plazo o la tasa spot (rendimiento de los bonos soberanos a 15 años), para Alemania, cualquiera que sea la más alta de ambas.¹

Prima por riesgo país (Country Risk Premium): En aquellos casos que no se trate de un bono de referencia (libre de riesgo), agregamos un CRP a la tasa libre de riesgo, para reflejar que esos países no se consideran libres de riesgo. El CRP lo estimamos como la diferencia entre las tasas de retorno actuales de los bonos gubernamentales a largo plazo de cada país frente a la del bono alemán con un vencimiento similar. Hemos ponderado el CRP para cada división en función de las ventas en los principales mercados en los que cada segmento opera, según nuestras propias estimaciones con base en la última información disponible.

Riesgo País	
Derivados del cloro	0,9%
Química intermedia	0,8%
Farmacia	0,8%

Fuente: Información pública de la Compañía y análisis Kroll.

Coste de los fondos propios (cont.)

Prima de riesgo de mercado (Rm – Rf)

La prima de riesgo de mercado, ("ERP", por sus siglas en inglés), se define como el retorno adicional (sobre el retorno esperado de los valores libres de riesgo) que los inversores esperan recibir de una inversión en la cartera de mercado de acciones ordinarias, representada por un índice de mercado de base amplia.

No existe una metodología única universalmente aceptada para estimar el ERP. En la práctica se utiliza una amplia variedad de primas que son recomendadas por académicos y asesores financieros. Kroll realiza varios análisis para estimar el ERP condicional, que tiene en cuenta una amplia gama de información económica y múltiples metodologías de estimación de ERP para llegar a su recomendación.

Según la última actualización publicada por Kroll, el ERP recomendado se encuentra en el rango de 5,5%-6,0% para las tasas de descuento denominadas en euros.¹ Hemos aplicado la parte baja del rango del 5,5%.

Beta

Beta es una medida del riesgo no diversificable de una acción, que a veces también se denomina riesgo de mercado o sistemático. En el contexto del CAPM, la beta es una función de la relación esperada entre el rendimiento de un valor individual (o cartera de valores) y el rendimiento de la cartera de mercado general (típicamente representado por un índice de renta variable de base amplia y bien diversificado).

Se calcularon betas no apalancadas (de activos) para cada una de las empresas comparables dentro de cada uno de los tres grupos de comparables definidos, derivados del cloro, química intermedia y farmacia. La beta no apalancada es la beta que tendría una empresa si no tuviera deuda (financiada sólo con fondos propios), al eliminar el efecto del apalancamiento financiero deja sólo el efecto del riesgo del negocio.

La fórmula Hamada se usa ampliamente para (des)apalancar la beta de cada compañía comparable, como se muestra a continuación:

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1-t) * (W_d/W_e)]$$

¹Para más información de los parámetros y de las fuentes usadas en la determinación de la tasa libre de riesgo, referirse a <https://www.kroll.com/en/insights/publications/cost-of-capital>

Cálculo del coste medio ponderado del capital

Coste de los fondos propios (cont.)

Beta (cont.)

Según la teoría del CAPM, beta es un concepto prospectivo que representaría la relación futura esperada entre el retorno de un valor y el del conjunto del mercado / economía. Hay varias formas conocidas de estimar las betas. Una de las técnicas más utilizadas es utilizar betas históricas, asumiendo que la relación valor / mercado futuro será razonablemente similar al pasado. Esta beta se puede ajustar a través del ajuste Blume, que asume que, a largo plazo, el coeficiente beta de un capital económico tiende hacia la beta general de la industria, de 1.

El uso de betas calculadas a partir de precios históricos está muy extendido en la práctica de valoración. Hemos considerado un período histórico de ocho años¹, con observaciones mensuales y aplicamos el ajuste Blume. Excluimos las betas históricas con baja significatividad estadística según un análisis de R² y un t-test.²

Beta desapalancada	Mediana
Derivados del cloro	0,89
Química intermedia	0,92
Farmacia	1,03

Dado que las betas de las compañías comparables están generalmente expuestas a apalancamiento financiero, hemos desapalancado estas betas considerando el método mencionado anteriormente y el apalancamiento correspondiente de cada una de las compañías comparables.

Posteriormente, determinamos la mediana de betas desapalancadas para cada grupo de comparables y las volvemos a apalancar considerando el apalancamiento mediano del grupo de comparables, basándonos una vez más en la fórmula de Hamada:

$$\beta_L = \beta_U * [1 + (1-t) * (W_d/W_e)]$$

Coste de los fondos propios (cont.)

Apalancamiento

La teoría clásica de valoraciones indica que el análisis de valoraciones está determinado por la consideración de la estructura de capital objetivo y óptima de una compañía, ya que la estructura actual no necesariamente refleja el nivel medio esperado a largo plazo. A la hora de estimar la estructura óptima de capital, una práctica común es la de utilizar como referencia la estructura observada en el mercado. En este sentido, hemos considerado como representativo del nivel normalizado a largo plazo el apalancamiento implícito observado entre los participantes del mercado comparables.

La siguiente tabla resume el apalancamiento aplicado para cada división, utilizado para volver a apalancar las betas y ponderar el coste del capital y la deuda:

D/C (redondeado) ³	Mediana	Ponderación
Derivados del Cloro	22,0%	70,0%
Química Intermedia	30,3%	20,0%
Farmacia	1,0%	10,0%
Apalancamiento ponderado (Wd)	21,6%	100,0%

¹En línea con el ciclo normalizado de la industria química, cercano a los 8 años.

²Betas obtenidas del Kroll Cost of Capital Navigator (<https://costofcapital.kroll.com>).

Límites establecidos de R² = 20% y t-test = 1,986.

³Pre-NIIF 16, ya que la proyección considera los costes de arrendamiento.

Tipo Impositivo (t)

El tipo impositivo aplicado se basa en el tipo de impuesto sobre sociedades aplicable a los resultados financieros a largo plazo en España, del 25%, en línea con la tasa corporativa de la Compañía.

Cálculo del coste medio ponderado del capital

Coste de la deuda

La tasa de retorno del capital de la deuda es la tasa que un inversor de deuda requeriría sobre la deuda que devenga intereses. Desde la perspectiva de una empresa que se supone que es una "empresa en funcionamiento", el coste de la deuda mide el coste actual para la empresa de los fondos prestados a largo plazo a partir de la Fecha de Valoración.

Dado que el interés sobre el capital de la deuda suele ser un gasto deducible a efectos del impuesto sobre sociedades, utilizamos la tasa de interés después de impuestos en nuestro cálculo.

Para calcular el coste de la deuda, se toma como punto de partida el tipo de referencia local calculado previamente y, a continuación, se añade un diferencial de deuda aplicable a la Compañía (o prima de riesgo de crédito).

Ercros posee un rating sintético de “B” según los últimos datos financieros². Sin embargo, debido a la falta de observaciones de bonos de empresas similares con un rating menor, nos hemos basado en la mediana de los diferenciales de crédito observados en emisiones de bonos de las empresas comparables con calificaciones crediticias B a BB+.

Concretamente, comparamos los rendimientos de estos bonos emitidos a largo plazo por las empresas frente a un bono comparable del gobierno local de vencimiento similar y hemos llegado a un diferencial de deuda común para las tres líneas de negocio del 4,0%.

Altman z-score

La fórmula del Z-score fue publicada en 1968 por Edward Altman. Esta fórmula puede utilizarse para medir la situación financiera de una empresa, ya que tiene por objetivo predecir la probabilidad de que una compañía entre en situación de distress financiero.

Z-Score	Zone	Comments
$Z > 2,90$	"Segura"	La compañía es considerada "Segura" basado únicamente según los datos financieros
$1,23 < Z < 2,90$	"Gris"	Hay una probabilidad de que la compañía se encuentre en <i>distress</i>
$Z < 1,23$	"Distress"	La puntuación indica que hay una alta probabilidad de que se encuentre en distress financiero en el periodo actual

El Z-score para Ercros indica que la empresa podría encontrarse en situación de estrés (en línea con la calificación sintética B comentada anteriormente).

Métricas financieras	z-score coeficientes	2024E	1S'25
NWC / Activos totales	1,200	0,05	0,13
Ganancias retenidas / Activos Totales	1,400	0,41	0,38
EBIT / Activos totales	3,300	0,00	(0,04)
Fondos propios / Pasivos totales	0,600	0,95	0,73
Ventas / Activos totales	0,999	1,00	0,93
z-score		2,19 (zona gris)	1,94 (zona gris)

Kroll publica anualmente el "Risk Premium Report", en el que se calcula primas adicionales para estimar el coste del capital propio utilizando el método CAPM, bajo el supuesto de que la empresa se encuentra en situación de distress financiero o presenta un "alto riesgo financiero", según el índice Altman Z-score.

Dado que, según el Z-Score de Altman, la Compañía se encuentra en la zona gris, se ha estimado un CMPC adicional aplicando la prima correspondiente. **siendo esta prima del 2,8%**, aunque no se ha aplicado en nuestra conclusión final.

Cálculo del coste medio ponderado del capital

Conclusión de CMPC

Tras calcular el coste medio ponderado del capital para cada línea de negocio, hemos ponderado cada rango en función del peso que presenta cada segmento dentro de Ercros, basándonos en la media de los EBITDA pre-NIIF 16 para el periodo proyectado 2025-2030, según nuestras proyecciones.

Coste medio ponderado del capital (CMPC)	Conclusión			Incluyendo prima por Z-Score (Ilustrativo) ¹		
	Derivados del cloro	Química intermedia	Farmacia	Derivados del cloro	Química intermedia	Farmacia
Beta (desapalancada)	0,99	0,92	1,03	0,99	0,92	1,03
Deuda / Capital (D)	19,0%	30,3%	1,0%	19,0%	30,3%	1,0%
Fondos Propios / Capital (E)	81,0%	69,7%	99,0%	81,0%	69,7%	99,0%
Tasa impositiva (t)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta reapalancada (β)	1,16	1,22	1,04	1,16	1,22	1,04
Coste de los Fondos Propios						
Tasa libre de riesgo (Rf)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Prima de riesgo de país (CRP)	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
Tasa de referencia local	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Beta reapalancada (β)	1,16	1,22	1,04	1,08	1,22	1,04
Prima de riesgo de mercado (ERP)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Prima por Z-Score	-	-	-	2,8%	2,8%	2,8%
Coste de los Fondos Propios	10,2%	10,5%	9,5%	13,0%	13,3%	12,3%
Coste de la Deuda						
Coste de la deuda después de impuestos	5,9%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)						
Retorno ponderado de la deuda	1,1%	1,8%	0,1%	1,1%	1,8%	0,1%
Retorno ponderado de los fondos propios	8,3%	7,3%	9,4%	10,6%	9,3%	12,2%
CMPC estimado	9,4%	9,1%	9,4%	11,7%	11,1%	12,3%
Ponderación por división	70%	20%	10%	70%	20%	10%
CMPC concluido (redondeado)²		9,5%			11,6%	

¹ Para reflejar la situación financiera que atraviesa Ercros, hemos estimado la prima de riesgo asociada a su Z-Score aplicable sobre el CAPM. Incluimos este cálculo únicamente con fines ilustrativos, dado que no ha sido incorporado en nuestra conclusión final.

² Ponderación a partir de los costes medios ponderados del capital estimados por división (sin redondeo) y la contribución futura esperada en términos del resultado operativo.

Derivados del cloro



Proyecciones Financieras

A continuación, mostramos las proyecciones de la división de derivados del cloro:

		Histórico								Proyectado					
Cuenta de pérdidas y ganancias (EUR m)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1S'25	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1	Precio ('000 de EUR por tn)					640,0	483,9	440,1	436,6	412,0	420,3	428,7	435,3	442,0	450,9
	Crecimiento %					51,3%	(24,4%)	(9,0%)	(0,8%)	(11,0%)	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	2,0%
2	Volumen producido (toneladas)					1.051,7	915,0	877,5	466,0	852,0	864,6	881,8	896,7	917,8	936,1
	Crecimiento %					(7,9%)	(13,0%)	(4,1%)	(2,9%)	(2,9%)	1,5%	2,0%	1,7%	2,4%	2,0%
3	Ventas de producto	394,4	391,6	331,0	483,0	673,1	442,7	386,2	203,4	351,0	363,3	378,0	390,3	405,7	422,1
	Crecimiento %		(0,7%)	(15,5%)	46,0%	39,3%	(34,2%)	(12,8%)	(3,5%) ¹	(9,1%)	3,5%	4,0%	3,3%	3,9%	4,0%
4	Prestación de servicios	32,3	31,0	21,5	16,7	26,3	18,1	24,0	11,6	21,8	22,6	23,5	24,2	25,2	26,2
5	Otros ingresos	6,7	9,1	8,1	14,7	17,0	19,4	16,7	7,3	14,6	14,9	15,1	15,4	15,8	16,1
	Ventas ordinarias	433,4	431,8	360,6	514,5	716,5	480,2	426,9	222,3	387,4	400,8	416,6	430,0	446,6	464,3
	Ingresos	432,6	435,3	351,6	537,8	716,5	480,6	432,2	210,4	387,4	400,8	416,6	430,0	446,6	464,3
	Crecimiento %	0,0%	0,6%	(19,2%)	52,9%	33,2%	(32,9%)	(10,1%)		(10,4%)	3,5%	4,0%	3,2%	3,9%	4,0%
6	Aprovisionamientos	(195,1)	(208,9)	(154,3)	(230,5)	(273,3)	(213,9)	(186,4)	(88,5)	(168,8)	(171,1)	(174,2)	(176,9)	(180,8)	(188,1)
	% sobre ingresos	(45,1%)	(48,0%)	(43,9%)	(42,9%)	(38,1%)	(44,5%)	(43,1%)	(42,1%)	(43,6%)	(42,7%)	(41,8%)	(41,1%)	(40,5%)	(40,5%)
7	Suministros	(78,0)	(77,9)	(58,0)	(128,5)	(190,3)	(113,7)	(94,9)	(51,1)	(93,5)	(93,8)	(94,6)	(100,1)	(99,5)	(97,5)
	% sobre ingresos	(18,0%)	(17,9%)	(16,5%)	(23,9%)	(26,6%)	(23,7%)	(22,0%)	(24,3%)	(24,1%)	(23,4%)	(22,7%)	(23,3%)	(22,3%)	(21,0%)
	Contribución	159,5	148,5	139,4	178,8	252,9	153,0	150,9	70,7	125,0	135,9	147,9	153,1	166,3	178,8
	% sobre ingresos	36,9%	34,1%	39,6%	33,3%	35,3%	31,8%	34,9%	33,6%	32,3%	33,9%	35,5%	35,6%	37,2%	38,5%
8	Transportes	-	-	(21,5)	(24,7)	(29,9)	(26,8)	(27,3)	(15,1)	(26,5)	(22,0)	(22,9)	(23,7)	(24,6)	(25,5)
9	Gastos de personal	(46,8)	(48,8)	(49,2)	(47,3)	(51,5)	(52,5)	(57,0)	(29,6)	(59,0)	(60,3)	(61,4)	(62,6)	(63,8)	(65,0)
10	Otros gastos	(57,8)	(61,8)	(41,5)	(39,0)	(46,4)	(39,3)	(48,8)	(26,8)	(33,5)	(34,7)	(35,3)	(36,0)	(36,7)	(37,4)
	Dot. de prov. y otros gastos extraordinarios	-	-	-	(6,5)	(19,9)	(4,6)	(3,3)	-	-	-	-	-	-	-
	Total Gastos	(104,6)	(110,6)	(112,2)	(117,6)	(147,7)	(123,3)	(136,5)	(71,6)	(119,1)	(117,0)	(119,6)	(122,3)	(125,0)	(127,9)
	% sobre ingresos	(24,2%)	(25,4%)	(31,9%)	(21,9%)	(20,6%)	(25,6%)	(31,6%)	(34,0%)	(30,7%)	(29,2%)	(28,7%)	(28,4%)	(28,0%)	(27,5%)
	EBITDA reportado ²	54,9	37,9	27,2	61,3	105,2	29,7	14,4	(0,9)	6,0	18,9	28,3	30,8	41,3	50,8
	% margen EBITDA	12,7%	8,7%	7,7%	11,4%	14,7%	6,2%	3,3%	4,3%	1,5%	4,7%	6,8%	7,2%	9,2%	10,9%
11	(-) Arrendamientos operativos (NIIF 16)	(4,0)	(4,5)	(4,6)	(4,4)	(5,2)	(5,2)	(4,7)	(2,3)	(4,6)	(4,7)	(4,8)	(4,9)	(5,0)	(5,1)
	% sobre ingresos	(0,9%)	(1,0%)	(1,3%)	(0,8%)	(0,7%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)
	EBITDA pre-NIIF 16	50,9	33,5	22,6	56,9	100,0	24,6	9,7	(3,2)	1,4	14,2	23,4	25,9	36,3	45,7
	% margen EBITDA	11,8%	7,7%	6,4%	10,6%	14,0%	5,1%	2,2%	(1,5%)	0,4%	3,5%	5,6%	6,0%	8,1%	9,9%

¹ Con relación al mismo periodo en el año anterior.

² EBITDA reportado sin ajustar por extraordinarios

Química intermedia

Proyecciones Financieras

A continuación, mostramos las proyecciones de la división de química intermedia:



		Histórico							Proyectado						
Cuenta de pérdidas y ganancias (EUR m)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1S'25	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1	Precio (EURtn)					706,3	584,1	592	538	555	556	574	577	584	596
	Crecimiento %					28,9%	(17,3%)	1,4%	(6,3%)	(6,3%)	0,1%	3,3%	0,5%	1,2%	2,0%
2	Volumen producido (toneladas)					368,9	338,0	328,5	178,2	333,8	341,4	351,0	362,0	369,2	376,6
	Crecimiento %					(15,3%)	(8,4%)	(2,8%)	1,6%	1,6%	2,3%	2,8%	3,1%	2,0%	2,0%
3	Ventas de producto	194,0	189,6	158,7	238,6	260,5	197,4	194,6	95,9	185,2	189,7	201,5	208,8	215,6	224,3
	Crecimiento %		(2,3%)	(16,3%)	50,3%	9,2%	(24,2%)	(1,4%)	(7,7%)	(4,8%)	2,4%	6,2%	3,6%	3,3%	4,0%
4	Otros ingresos	1,5	3,8	3,9	8,2	10,9	11,0	8,9	4,3	8,7	8,9	9,1	9,3	9,4	9,6
	Ventas ordinarias	195,5	193,5	162,7	246,8	271,5	208,4	203,5	100,3	194,0	198,7	210,6	218,1	225,1	234,0
	Ingresos	197,2	191,4	164,7	251,2	278,1	208,5	203,5	98,5	194,0	198,7	210,6	218,1	225,1	234,0
	Crecimiento %		(2,9%)	(13,9%)	52,5%	10,7%	(25,0%)	(2,4%)	(10,4%)	(4,7%)	2,4%	6,0%	3,6%	3,2%	4,0%
6	Aprovisionamientos	(127,5)	(116,0)	(93,7)	(144,4)	(169,9)	(114,5)	(114,4)	(57,2)	(121,9)	(119,5)	(124,6)	(125,4)	(126,2)	(128,5)
	% sobre ingresos	(64,7%)	(60,6%)	(56,9%)	(57,5%)	(61,1%)	(54,9%)	(56,2%)	(58,0%)	(62,8%)	(60,1%)	(59,2%)	(57,5%)	(56,1%)	(54,9%)
6	Suministros	(14,0)	(14,4)	(11,0)	(18,5)	(29,8)	(15,8)	(15,5)	(8,3)	(15,5)	(17,1)	(17,8)	(17,9)	(18,0)	(18,4)
	% sobre ingresos	(7,1%)	(7,5%)	(6,7%)	(7,4%)	(10,7%)	(7,6%)	(7,6%)	(8,4%)	(8,0%)	(8,6%)	(8,5%)	(8,2%)	(8,0%)	(7,8%)
5	Contribución	55,7	61,0	60,0	88,4	78,3	78,2	73,6	33,1	56,6	62,1	68,2	74,8	80,8	87,1
	% sobre ingresos	28,2%	31,9%	36,4%	35,2%	28,2%	37,5%	36,2%	33,6%	29,2%	31,3%	32,4%	34,3%	35,9%	37,2%
7	Transportes	-	-	(12,0)	(17,6)	(20,6)	(14,7)	(14,9)	(7,1)	(14,1)	(14,6)	(15,0)	(15,4)	(15,8)	(16,1)
8	Gastos de personal	(20,9)	(21,4)	(21,5)	(22,6)	(23,1)	(23,4)	(26,0)	(13,3)	(27,0)	(27,5)	(28,0)	(28,6)	(29,1)	(29,7)
9	Otros gastos	(22,1)	(24,9)	(12,7)	(17,7)	(19,6)	(26,6)	(17,6)	(9,1)	(16,8)	(20,3)	(20,7)	(21,1)	(21,5)	(21,9)
	Dot. de prov. y otros gastos extraordinarios	-	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,3)	(1,0)	-	-	-	-	-	-	-
	Total Gastos	(43,0)	(46,3)	(46,1)	(58,2)	(64,0)	(65,0)	(59,6)	(29,5)	(57,8)	(62,4)	(63,7)	(65,1)	(66,4)	(67,6)
	% sobre ingresos	(21,8%)	(24,2%)	(28,0%)	(23,2%)	(23,0%)	(31,2%)	(29,3%)	(30,0%)	(29,8%)	(31,4%)	(30,2%)	(29,9%)	(29,5%)	(28,9%)
	EBITDA reportado ²	12,7	14,7	14,0	30,1	14,3	13,2	14,0	3,6	(1,2)	(0,3)	4,5	9,7	14,5	19,5
	% margen EBITDA	6,4%	7,7%	8,5%	12,0%	5,2%	6,3%	6,9%	3,6%	(0,6%)	(0,1%)	2,1%	4,4%	6,4%	8,3%
9	Arrendamientos operativos (NIIF 16)	(1,8)	(2,0)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,2)	(2,2)	(1,1)	(2,2)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,3)	(2,4)
	% sobre ingresos	(0,9%)	(1,0%)	(1,3%)	(0,8%)	(0,7%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,0%)	(1,0%)
	EBITDA pre-NIIF 16	10,9	12,8	11,8	28,1	12,3	11,0	11,8	2,5	(3,4)	(2,5)	2,2	7,4	12,1	17,1
	% margen EBITDA	5,5%	6,7%	7,2%	11,2%	4,4%	5,3%	5,8%	2,5%	(1,8%)	(1,3%)	1,1%	3,4%	5,4%	7,3%

¹ Con relación al mismo periodo en el año anterior.

² EBITDA reportado sin ajustar por extraordinarios

Farmacia

Proyecciones Financieras

A continuación, mostramos las proyecciones de la división de farmacia:



		Histórico								Proyectado					
Cuenta de pérdidas y ganancias (EUR m)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1S'25	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1	Precio (EUR / tn)					649,2	653,7	691,0	727,6	727,6	742,7	756,8	771,6	787,1	802,8
	Crecimiento %					13,2%	0,7%	5,7%	5,3%	1,2%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
2	Volumen producido (toneladas)					100,0	102,6	90,6	48,3	92,2	93,1	94,5	96,0	97,9	99,8
	Crecimiento %					13,1%	2,6%	(11,7%)	0,3%	0,7%	1,0%	1,5%	1,6%	2,0%	2,0%
3	Ventas de producto	51,2	57,5	57,5	50,7	64,9	67,1	62,6	35,1	67,1	69,1	71,5	74,0	77,0	80,1
	Crecimiento %		12,4%	0,0%	(11,9%)	28,0%	3,4%	-6,6%	5,5% ¹	7,1%	3,1%	3,4%	3,6%	4,0%	4,0%
4	Otros ingresos	0,2	0,5	0,7	0,3	0,4	0,7	0,6	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	
	Ventas ordinarias	51,4	58,0	58,3	51,0	65,3	67,8	63,2	35,6	67,7	69,7	72,1	74,7	77,7	80,8
	Ingresos	53,2	56,9	56,9	52,0	65,1	68,4	63,3	35,2	67,7	69,7	72,1	74,7	77,7	80,8
	Crecimiento %		7,0%	0,0%	(8,7%)	25,2%	5,1%	(7,5%)	5,8%	6,9%	3,1%	3,4%	3,6%	4,0%	4,0%
6	Aprovisionamientos	(19,2)	(18,7)	(19,9)	(20,0)	(27,3)	(28,8)	(24,7)	(14,5)	(28,3)	(28,8)	(29,4)	(29,2)	(30,4)	(31,7)
	% sobre ingresos	(36,0%)	(32,8%)	(35,0%)	(38,4%)	(42,0%)	(42,0%)	(39,0%)	(41,3%)	(41,9%)	(41,4%)	(40,8%)	(39,1%)	(39,2%)	(39,2%)
6	Suministros	(4,1)	(3,9)	(3,2)	(5,9)	(7,9)	(7,9)	(6,9)	(3,6)	(7,1)	(7,2)	(7,4)	(7,3)	(7,6)	(7,9)
	% sobre ingresos	(7,7%)	(6,8%)	(5,6%)	(11,3%)	(12,1%)	(11,6%)	(10,9%)	(10,3%)	(10,5%)	(10,3%)	(10,2%)	(9,8%)	(9,8%)	(9,8%)
5	Contribución	29,9	34,4	33,8	26,2	29,9	31,8	31,7	17,0	32,3	33,7	35,3	38,1	39,6	41,2
	% sobre ingresos	56,3%	60,5%	59,3%	50,3%	45,9%	46,4%	50,1%	48,4%	47,7%	48,3%	49,0%	51,1%	51,0%	51,0%
7	Transportes	-	-	(1,0)	(1,1)	(1,4)	(1,4)	(1,0)	(0,6)	(1,1)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,3)	(1,3)
8	Gastos de personal	(12,1)	(13,0)	(13,7)	(13,7)	(15,0)	(15,7)	(17,9)	(9,1)	(18,5)	(18,9)	(19,3)	(19,6)	(20,0)	(20,4)
9	Otros gastos	(9,8)	(10,7)	(9,7)	(9,3)	(10,3)	(13,2)	(11,5)	(6,0)	(11,6)	(12,0)	(12,2)	(12,4)	(12,7)	(12,9)
	Dot. de prov. y otros gastos extraordinarios	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	-	-	-	-	-	-	-
	Total Gastos	(21,9)	(23,7)	(24,4)	(24,2)	(26,8)	(30,4)	(30,7)	(15,7)	(31,2)	(32,0)	(32,6)	(33,3)	(33,9)	(34,6)
	% sobre ingresos	(41,1%)	(41,7%)	(42,9%)	(46,5%)	(41,1%)	(44,4%)	(48,5%)	(44,5%)	(46,1%)	(45,9%)	(45,2%)	(44,5%)	(43,7%)	(42,8%)
	EBITDA reportado ²	8,0	10,7	9,4	2,0	3,1	1,4	1,0	1,4	1,1	1,7	2,7	4,9	5,7	6,6
	% margen EBITDA	15,1%	18,8%	16,4%	3,8%	4,8%	2,0%	1,6%	3,9%	1,6%	2,4%	3,7%	6,5%	7,4%	8,2%
10	Arrendamientos operativos (NIIF 16)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
	% sobre ingresos	(0,9%)	(1,0%)	(1,3%)	(0,8%)	(0,7%)	(1,1%)	(1,2%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)
	EBITDA pre-NIIF 16	7,5	10,1	8,6	1,6	2,7	0,6	0,2	1,0	0,3	0,9	1,9	4,1	4,9	5,8
	% margen EBITDA	14,2%	17,8%	15,1%	3,0%	4,1%	0,9%	0,4%	2,8%	0,4%	1,3%	2,6%	5,4%	6,3%	7,1%

¹ Con relación al mismo periodo en el año anterior.

² EBITDA reportado sin ajustar por extraordinarios

Plan 3D Ampliado

- Inversión total: EUR 126m (2021-2027)
- Contribución al EBITDA prevista: EUR 323m (2021-2033)
- Retorno sobre el capital invertido (ROIC) estimado medio: 12,0%
- Tasa interna de retorno (TIR) estimada: 20,8%

Estimaciones proporcionadas por la Compañía

El Plan 3D es un plan de inversiones enfocado en tres dimensiones distintas: i) Diversificación; ii) Digitalización; y iii) Descarbonización.

- Para el período 2021–2024, el plan registra una inversión acumulada de EUR 84,8m, con una contribución al EBITDA acumulada de EUR 22,4m, por debajo del EBITDA acumulado previsto hasta 2024 en el Plan 3D Original.
- Durante el período 2025–2027, se prevé la finalización del programa de inversiones del Plan 3D Ampliado, con una inversión adicional estimada de EUR 41,2m. La contribución acumulada esperada al EBITDA en el largo plazo asciende a EUR 300,1m.

En nuestra valoración hemos analizado los retornos sobre capital invertido (“ROIC”) del Plan 3D Ampliado, con base a las expectativas de la Compañía de inversión y EBITDA incremental en base a la consecución actualizada del plan según actualizado por la compañía en el 2024. Según nuestro análisis, las estimaciones proporcionadas por la Compañía resultan en un retorno sobre el capital invertido optimista, muy por encima del promedio histórico de la Compañía. Según nuestras estimaciones, el Plan 3D Ampliado en su totalidad representaría una tasa interna de retorno (“TIR”) del 20,8% para el plan actualizado, con un ROIC en el último año del plan del c.18,2%, muy superior al que se ha observado para la Compañía históricamente (ROIC de 6,4% para el periodo 2014-2024). Dicho retorno también estaría significativamente por encima del CMPC calculado por Kroll de 9,5% y estimaciones de retornos sobre el capital invertido para empresas comparables, según los analistas que las cubren.¹

A pesar del aumento de capacidad previsto en el Plan 3D, Ercros enfrenta diversos obstáculos que podrían limitar su capacidad para alcanzar las metas establecidas: i) el mercado del PVC no se espera que crezca en Europa en el corto plazo; ii) no hay expectativas de construir nuevas plantas en el mercado, y, además, la situación actual de la química europea es de sobrecapacidad; iii) gran parte de la oferta se traslada a otras geografías; iv) pérdida de contratos relevantes como el de Covestro que no han sido reemplazados; y v) Ercros ha ido reduciendo su producción, incluso en el año record de ingresos el 2022, la producción disminuyó. Al mismo tiempo, no se han cumplido los hitos marcados entre 2021-2024 con un EBITDA acumulado de EUR 22,4m, un 40% por debajo del presupuestado, junto a una inversión mayor de la esperada. Por todos los motivos comentados, no esperamos que Ercros logre alcanzar la contribución esperada del Plan 3D.

Operada del Plan 3D.		Plan 3D Ampliado: proyecciones de la dirección de Ercros												
(EUR m)		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Plan 3D Ercros actualizado	Inversión anual	4,8	10,0	30,0	40,0	13,7	13,7	13,7	-	-	-	-	-	-
	Inversión acumulada	4,8	14,8	44,8	84,8	98,6	112,3	126,1	-	-	-	-	-	-
	EBITDA post-NIIF 16	0,0	2,0	5,0	15,4	0,0	15,0	25,0	35,0	40,0	41,5	43,0	46,0	54,7
	ROIC ¹	(8,3%)	3,6%	1,8%	4,5%	(5,5%)	2,6%	6,2%	10,4%	12,5%	13,0%	13,5%	14,7%	18,2%

Fuente: Presentación de accionistas Ercros y análisis de Kroll.

TIR ³

20,8%

¹ Mediana de los informes de analistas para el ponderado de derivados del cloro y química intermedia (2020-2024): 8,6% | (2025-2027): 6,7%

² ROIC calculado según Kroll según la siguiente fórmula = i) NOPAT / ii) Capital invertido | NOPAT = EBIT * (1- tipo impositivo) ii) Capital invertido = Activo fijo + capital circulante operativo

³ TIR calculado según Kroll en base a la inversión realizada y los flujos esperados después de impuestos y de inversiones en capital circulante

Plan 3D Ampliado

- Inversión total: EUR 126m (2021-2027)
- Contribución al EBITDA prevista: EUR 323m (2021-2033)
- Retorno sobre el capital invertido (ROIC) estimado medio: 12,0%
- Tasa interna de retorno (TIR) estimada: 20,8%

Proyección Ajustada por Kroll - 75% de cumplimiento del Plan 3D Ampliado

Considerando que el EBITDA generado en el período 2021–2024 del Plan 3D ha alcanzado aproximadamente un 60% del importe inicialmente presupuestado, en el marco de la Valoración se ha aplicado un ajuste del 75% al EBITDA incremental, con el objetivo de reflejar unos retornos más alineados con el desempeño histórico de la Compañía y con las referencias de mercado de compañías comparables.

Con el ajuste aplicado, la TIR estimada del Plan 3D Ampliado se sitúa en torno al 14,7%, mientras que el ROIC del último año del plan alcanza aproximadamente el 12,6%, niveles más próximos al CMPC estimado (9,5%) y al ROIC normalizado considerado en el horizonte de proyección, aunque aún significativamente superiores.

Esto se traduce en un EBITDA adicional de EUR 9,6m en el 2026³, ajustado por el impacto del NIIF 16, y EUR 27,4m en el valor terminal.

		Plan 3D: proyecciones de la dirección de Ercros												
(EUR m)		2021	2022	2023	2024	2025 ³	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Plan 3D Ercros	EBITDA post-NIIF 16	-	2,0	5,0	15,4	-	15,0	25,0	35,0	40,0	41,5	43,0	46,0	54,7
	ROIC ¹	-	3,6%	1,8%	4,5%	(5,5%)	2,6%	6,2%	10,4%	12,5%	13,0%	13,5%	14,7%	18,2%
	TIR ²	c.20,8%												

		Plan 3D: proyecciones ajustadas												
(EUR m)		2021	2022	2023	2024	2025 ³	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ajustado Kroll	Manteniendo la inversión y ajustado el EBITDA (75%)													
	EBITDA post-NIIF 16	-	2,0	5,0	15,4	-	11,3	18,8	26,3	30,0	31,1	32,2	34,5	41,0
	ROIC ¹	-	3,6%	1,8%	4,5%	(7,3%)	1,1%	4,1%	7,3%	8,8%	9,2%	9,6%	10,4%	12,6%
		TIR ²												
		c.14,7%												

		Escenario Kroll							
(EUR m)		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	VT
EBITDA post-NIIF 16 (Plan 3D)		15,4	-	11,3	18,8	26,3	30,0	31,1	32,2
(-) Arrendamiento operativo		(3,3)	-	(1,7)	(2,8)	(3,9)	(4,5)	(4,7)	(4,8)
EBITDA pre-NIIF 16 (Plan 3D)		12,1	-	9,6	15,9	22,3	25,5	26,4	27,4

¹ ROIC calculado según Kroll según la siguiente fórmula = i) NOPAT / ii) Capital invertido | NOPAT = EBIT * (1- tipo impositivo)

ii) Capital invertido = Activo fijo + capital circulante operativo

² TIR calculado según Kroll en base a la inversión realizada y los flujos esperados después de impuestos y de inversiones en capital circulante

³ No hemos considerado una contribución adicional del Plan 3D en 2025 por los resultados negativos que presenta la Compañía.

Consolidado

Proyecciones Financieras (cont.)

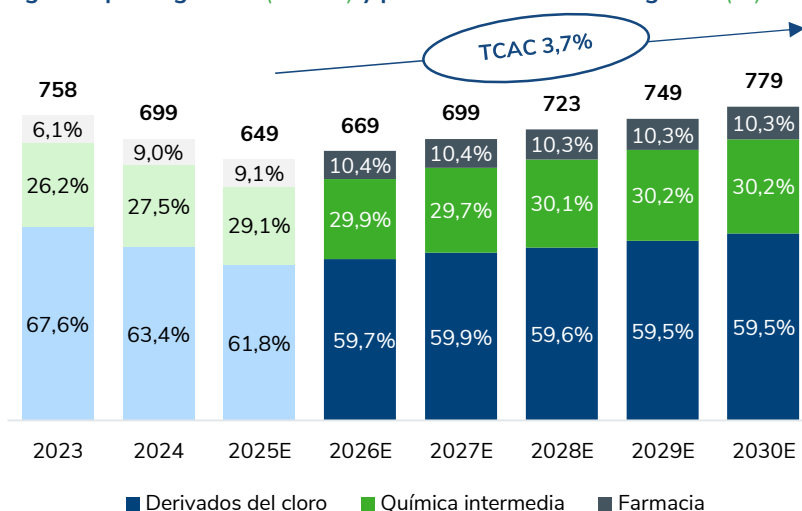
A continuación, mostramos las proyecciones consolidadas, calculadas como una suma de partes de las proyecciones de cada una de las divisiones hasta el nivel EBITDA.

A la hora de realizar nuestras proyecciones, hemos considerado las cifras reportadas para el 1S'25 y la nota de resultados del 9M'25, las cuáles hemos sustraído de las cifras proyectadas del 2025, realizando la valoración a la fecha de 30 de septiembre de 2025.

Ingresos

El total de ingresos de la Compañía se ha calculado en base a la suma de los segmentos de: i) derivados del cloro; ii) química intermedia; y iii) farmacia. La ponderación por segmento se mantiene relativamente estable, siendo principal negocio el de derivados del cloro (c. >60%).

Ingresos por segmento (EUR m) y peso sobre el total de ingresos (%)



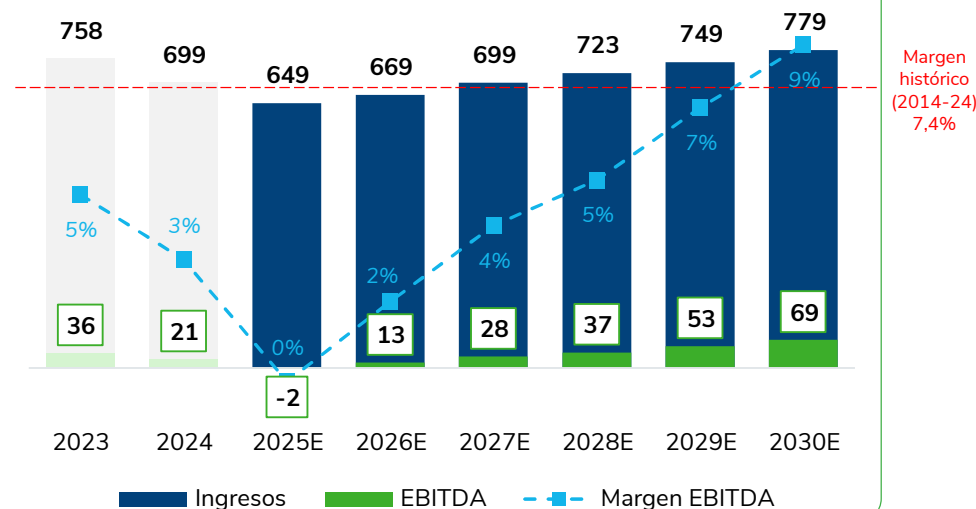
Nota: Proyecciones consolidadas, antes de considerar los efectos del Plan 3D, hasta el 2029. Posteriormente, hemos extendido hasta el 2030 más un año terminal, aplicando la tasa de crecimiento a largo plazo.

Proyecciones Financieras (cont.)

EBITDA pre-NIIF 16

El margen EBITDA en 2030 se sitúa por encima de niveles históricos. La media histórica de 2014-2024 es un 7,4% y de 2018-2024 un 7,6%.

Ingresos, EBITDA (EUR m) y margen EBITDA (%)¹



El margen EBITDA de 2025 obtenido de nuestras proyecciones se encuentra en negativo por la debilidad de la industria y del entorno económico, impactado principalmente tanto la caída del precio medio por tonelada, como una caída de volúmenes y la infrautilización de la capacidad productiva que se observa en la industria (ver Sección 3) y también en el caso de Ercros, al mismo tiempo que los costes en el personal, electricidad y otros se han mantenido elevados. Nos hemos basado en la guía del resultado para el 2025, proporcionado en la presentación de resultados del 9M'25 de los ingresos y del EBITDA. A partir del 2025, se proyecta una recuperación del margen hasta alcanzar un margen normalizado en el 2028.

¹ EBITDA antes de considerar el resultado incremental del Plan 3D

Consolidado

Proyecciones Financieras (cont.)

Amortización

Incluyendo la depreciación lineal del PP&E y de los activos intangibles existentes a valor en libros, así como la depreciación lineal de las nuevas inversiones, considerando una vida útil de 12 años, dado que se trata principalmente renovaciones de maquinaria y equipamiento. Los activos existentes están compuestos principalmente por terrenos y construcciones e instalaciones técnicas y maquinaria.

Capex

Este negocio puede describirse como intensivo en capital y cuenta con 10 centros de producción. La empresa invierte constantemente en mantenimiento y ampliación de capacidad. Dentro del Capex histórico 2021-2023 se incluye el Capex relacionado al Plan 3D. Para la proyección del Capex nos hemos basado en dos indicaciones de Capex para definir nuestro rango de valor en el año terminal:

- **Rango bajo de la Valoración: 5,0% de Capex sobre ingresos** en línea con la media histórica de la Compañía para el periodo de 2018-2024, y con el nivel observado de las compañías comparables (rango bajo, primer cuartil).
- **Rango alto de la Valoración: 4,0% de Capex sobre ingresos** en línea con la guía de la Compañía de realizar inversiones por EUR 30m al año. En enero de 2021, la Compañía comunicó su objetivo de mantener este nivel de inversión, incluyendo el Plan 3D.

Para el periodo proyectado de 2025-2029 hemos asumido que la tasa de inversión se encuentra ligeramente por debajo de los EUR 30m por la sobrecapacidad que se encuentra la industria, aplazando las inversiones. El Capex del 4,0% sobre ingresos en el 2030 se encuentra cercano a los EUR 30m anuales mencionados por la guía de la Compañía.

Proyecciones Financieras (cont.)

Capital circulante operativo

Se ha proyectado el capital circulante operativo en base a los días de cobro/inventario/pagos históricos del primer semestre 2025, para las principales partidas: inventarios, deudores comerciales y acreedores comerciales. A partir del segundo semestre 2025, hemos mantenido las mismas hipótesis de días.

A continuación, mostramos la evolución del capital circulante operativo para el negocio actual y del Plan 3D, manteniendo el mismo ratio del % sobre ingresos.¹

Capital Circulante	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
(EUR m)	98,0	76,9	82,6	86,4	87,9	90,9	95,6
% sobre ingresos	14,7%	13,8%	12,8%	12,8%	12,6%	12,6%	12,7%
Inversión capital circulante	(33,9)	(18,2)	(5,7)	(3,8)	(1,5)	(3,1)	(4,7)

Capital circulante (Plan 3D)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
(EUR m)	17,8	15,3	15,2	25,2	34,8	39,7	41,5
Inversión capital Circulante – Plan 3D		1,3	0,1	(10,1)	(9,5)	(4,9)	(1,9)

¹Capital circulante mostrado para el rango bajo.

Entre rangos es prácticamente igual, la diferencia viene por la partida proveedores de inmovilizado que se proyecta en base al Capex estimado que es la principal diferencia entre el rango alto y bajo de nuestra valoración.

Consolidado

Proyecciones Financieras (cont.)

ROIC

Hemos calculado el ratio ROIC resultante de nuestras proyecciones para ver la razonabilidad de nuestras hipótesis asumidas.¹

Hemos obteniendo en el año terminal un ROIC del 9,5% en el rango bajo y un ratio ROIC del 10,9% en el rango alto, comparado con la media del 6,4% histórica que ha presentado la Compañía para el periodo de 2014-2024.

	ROIC	2025	2026	2027	2028	2029	2030	VT
Rango bajo	NOPAT	(26,7)	(5,0)	10,3	20,4	32,5	42,3	46,8
	Capital Invertido	445,1	452,6	468,5	481,5	489,8	494,2	492,8
	ROIC	(6,0%)	(1,1%)	2,2%	4,2%	6,6%	8,6%	9,5%
Rango alto	NOPAT	(26,6)	(4,8)	10,7	21,1	33,6	43,9	52,0
	Capital Invertido	442,7	447,5	459,9	468,5	472,9	474,1	477,5
	ROIC	(6,0%)	(1,1%)	2,3%	4,5%	7,1%	9,3%	10,9%

Si bien es cierto que en el rango bajo el ROIC resultante se encuentra en línea con el CMPC calculado por Kroll para la Compañía, este indicador está significativamente por encima del retorno medio histórico presentado por la Compañía (6,4% para el periodo 2014-2024).

Asimismo, las indicaciones de ROIC esperado por analistas de compañías comparables indican retornos por debajo del que consideramos en nuestro rango.²

¹ Calculado como un ratio del NOPAT / Capital Invertido (capital circulante + activo fijo contable neto)

² Mediana de los informes de analistas para el ponderado de derivados del cloro y química intermedia (2020-2024): 8,6% | (2025-27): 6,7%

Proyecciones Financieras (cont.)

Valor terminal

Para calcular el valor terminal, que recoge el valor de los flujos de caja más allá del periodo previsto, hemos partido de las siguientes hipótesis:

Hipótesis valor terminal

Crecimiento ("g"): En línea con la inflación esperada a largo plazo, en euros. **2,0%**

Margen EBITDA pre-NIIF 16: En línea con el último dato proyectado y por encima de la media histórica, sin incluir el Plan 3D. **8,8%**

Capex sobre ingresos:

- Rango bajo: nivel de Capex de 5,0% de ingresos. **5,0%**
- Rango alto: nivel de Capex de 4,0% de ingresos. **4,0%**

Capital circulante: Hemos asumido un nivel sobre ventas normalizado del capital circulante en línea con el último dato proyectado³. **12,7%**
12,9%

Amortización: Hemos aplicado un coeficiente de amortización del 88% de las inversiones (depreciation wedge), lo que supone un ratio sobre ingresos del 4,4% en el rango bajo y 3,5% en el alto.

Conclusión sobre la valoración

Atendiendo a las hipótesis anteriormente descritas, concluimos en un Valor del Negocio con un rango entre EUR 339m y EUR 412m.

EUR m	Rango Bajo	Rango Alto
Suma del valor presente de los flujos de caja	32,2	42,2
Valor terminal	334,2	387,9
Capital circulante 2S'25	(18,0)	(18,4)
Valor del Negocio (operativo)	339,1	411,7

³ Rango según la partida de proveedores de inmovilizado según el Capex sobre ingresos

Proyecciones financieras consolidadas

Proyecciones financieras

En la siguiente tabla se muestran las principales cifras financieras consolidadas previstas por división:

	Histórico		Proyectado							
Cuenta de pérdidas y ganancias (EUR m)	2024	1S'25	2025	2S'25	2026	2027	2028	2029	2030	VT
1. Derivados del cloro	432,2	210,4	387,4	177,0	400,8	416,6	430,0	446,6	464,3	
Crecimiento %	(10,1%)		(10,4%)	(15,8%)	3,5%	4,0%	3,2%	3,9%	4,0%	
2. Química intermedia	203,5	98,5	194,0	95,4	198,7	210,6	218,1	225,1	234,0	
Crecimiento %	(2,4%)		(4,7%)	(6,9%)	2,4%	6,0%	3,6%	3,2%	4,0%	
3. Farmacia	63,3	35,2	67,7	32,5	69,7	72,1	74,7	77,7	80,8	
Crecimiento %	-7,5%	5,8%	6,9%	(7,8%)	3,1%	3,4%	3,6%	4,0%	4,0%	
Ingresos	699,0	344,3	649,0	304,7	669,1	699,3	722,8	749,3	779,1	794,7
Crecimiento %	(7,7%)	(15,7%)	(14,3%)	(11,5%)	3,1%	4,5%	3,4%	3,7%	4,0%	2,0%
1. Derivados del cloro	9,7	(3,2)	1,4	4,5	14,2	23,4	25,9	36,3	45,7	
Margen EBITDA%	2,2%	(1,5%)	0,4%	2,6%	3,5%	5,6%	6,0%	8,1%	9,9%	
2. Química intermedia	11,8	2,5	(3,4)	(5,9)	(2,5)	2,2	7,4	12,1	17,1	
Margen EBITDA%	5,8%	2,5%	(1,8%)	(6,1%)	(1,3%)	1,1%	3,4%	5,4%	7,3%	
3. Farmacia	0,2	1,0	0,3	(0,7)	0,9	1,9	4,1	4,9	5,8	
Margen EBITDA%	0,4%	2,8%	0,4%	(2,1%)	1,3%	2,6%	5,4%	6,3%	7,1%	
EBITDA pre-NIIF 16	21,1	(0,6)	(1,8)	(1,2)	12,6	27,6	37,3	53,3	68,6	70,0
% margen EBITDA	3,0%	(0,2%)	(0,3%)	(0,4%)	1,9%	3,9%	5,2%	7,1%	8,8%	8,8%
Plan 3D	6,6	-	-	-	9,6	15,9	22,3	25,5	26,4	27,4
EBITDA pre-NIIF 16 (incluyendo Plan 3D)	24,9	(0,6)	(1,8)	(1,2)	22,2	43,5	59,6	78,8	95,0	97,3
Capex – Rango Bajo	(26,7)	(14,0)	(26,3)	(12,3)	(28,7)	(31,7)	(34,4)	(37,5)	(39,0)	(39,7)
% sobre ingresos	(3,8%)	(4,1%)	(4,1%)	(4,0%)	(4,3%)	(4,5%)	(4,8%)	(5,0%)	(5,0%)	(5,0%)
Capex – Rango Alto	(26,7)	(14,0)	(25,0)	(11,0)	(26,0)	(27,5)	(28,6)	(30,0)	(31,2)	(31,8)
% sobre ingresos	(3,8%)	(4,1%)	(3,9%)	(3,6%)	(3,9%)	(3,9%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)

Nota: Hemos tenido en cuenta las cifras reportadas en los resultados consolidados del 1S'25 y la nota de resultados del 9M'25. Las cuáles hemos sustraído de las cifras proyectadas del 2025 y realizado la valoración a la fecha de 30 de septiembre de 2025.

Resumen de resultados

Valor del Negocio (EUR m)	Rango Bajo Capex – 5,0%	Rango Alto Capex – 4,0%
Valor del Negocio (Operativo)	339,1	411,7
2 Deuda financiera neta (post NIIF-16)	(140,6)	(140,6)
3 Evolución DFN 1S'25 a 9M'25	13,0	13,0
4 Deuda relacionada con el NIIF-16	(14,5)	(14,5)
5 Factoring (Fuera de balance)	(54,4)	(54,4)
6 Total otros activos y pasivos	82,9	84,1
Deuda Neta (pre-NIIF 16) y otros activos y pasivos	(84,6)	(83,4)
Valor de los Fondos Propios	254,5	328,3
7 N° de acciones netas de autocartera ¹ (mm)	91,4	91,4
Valor de los Fondos Propios / acción (EUR) - redondeado	2,80 EUR	3,60 EUR
Múltiplos implícitos		
VE/EBITDA (2024) pre-NIIF 16 (ajustado)	16,1x	19,5x
VE/EBITDA (2026) pre-NIIF 16 (ajustado)	15,3x	18,6x

¹ A fecha de valoración Ercros no mantenía acciones en autocartera.

Resumen de resultados

- 1 Rango bajo: 5,0% de Capex sobre ingresos, en línea con el ratio de las comparables (rango bajo) y el ratio histórico de la Compañía.
- 1 Rango alto: 4,0% de Capex sobre ingresos, en línea con la guía proporcionada por la Compañía en 2021 de EUR 30m anuales
- 2 Deuda reportada según los estados financieros a 30 de junio 2025.
- 3 Hemos incluido la evolución de la deuda financiera neta entre el 30 de junio 2025 y el 30 de septiembre 2025, debido a la falta de desglose en la nota de resultados del 9M'25.
- 4 Impacto del NIIF-16 según la nota del 1S'25.
- 5 Factoring fuera de balance: Las cuentas por cobrar de la empresa tienen un saldo anormalmente bajo afectado por el uso del factoring sin recurso. El grupo financia su capital circulante recurriendo al factoring sin recurso para acelerar el cobro de las cuentas por cobrar. Hemos ajustado la deuda neta en consecuencia, ya que esta financiación supone un coste no reflejado a nivel EBITDA.
- 6 Total otros activos y pasivos: Ver sección 2 para más información.
- 7 Número de acciones netas de autocartera (91.436.199), según las últimas cifras reportadas en diciembre 2024.

A Fecha de Valoración, el valor por cada una de las acciones de Ercros por esta metodología se sitúa en el rango de **EUR 2,80 a EUR 3,60**.



6. Enfoque de mercado

Compañías cotizadas comparables

Análisis de las compañías comparables

El método de las empresas comparables cotizadas considera los datos de precios de mercado para las empresas que cotizan activamente en los mercados bursátiles u over the counter. Aunque no hay dos empresas idénticas, las compañías seleccionadas como comparables están involucradas en las mismas industrias que cada una de las líneas de negocio de Ercros y, por lo tanto, están sujetas a riesgos similares y por ende a los de la Compañía en su conjunto. El análisis de los múltiplos de mercado tras la selección final de estas compañías comparables cotizadas proporciona información acerca de las percepciones de los inversores desde un punto de vista de valoración, y, por lo tanto, del valor de la Compañía.

Para estimar el valor de mercado de la Compañía se consideran los siguientes pasos:

- 1 Hemos identificado y seleccionado las compañías cotizadas comparables basadas en función de diversos factores, incluida la industria operativa por segmento, tipo de productos, tamaño, crecimiento, rentabilidad, disponibilidad de datos financieros adecuados, etc.
- 2 A partir del grupo de comparables definido, hemos analizado los datos financieros históricos y proyectados de las comparables pre-NIIF 16 (de la misma forma que en las otras metodologías de valoración).
- 3 Hemos seleccionado el múltiplo VE/EBITDA para nuestro análisis.

No hemos tenido en cuenta el múltiplo VE/Ingresos, ya que ignora la variable de generación de rentabilidad de cada una de las empresas. Adicionalmente, el múltiplo VE/EBITDA tiene la ventaja de que no se ve afectado por las diferentes prácticas contables sobre amortización y provisión entre las diferentes compañías y geografías.

- 4 Hemos calculado los múltiplos de mercado, basados en datos financieros para el periodo 2021 hasta 2024, LTM a noviembre 2025 y expectativas para 2025 y 2026.

Ponderación de los múltiplos por división concluidos con base en sus pesos dentro del EBITDA total, de cara a determinar un múltiplo medio ponderado que, posteriormente se aplicó al EBITDA consolidado.

Análisis de las compañías comparables (cont.)

Ercros presenta ciertas diferencias en el tamaño, márgenes y composición del negocio, y crecimiento esperado en comparación con el grupo de comparables, como se muestra en las páginas siguientes. Dichas diferencias se pueden resumir en:

- 1 Los comparables tienen un tamaño que difiere al de Ercros a nivel capitalización de mercado.
- 2 Diferentes expectativas de crecimiento y ratios de rentabilidad de acuerdo con los informes de analistas y nuestras proyecciones para el caso de Ercros.
- 3 Las empresas identificadas poseen y/o desarrollan actividades dentro de las divisiones de derivados del cloro, química intermedia y farmacia en su cartera, pero no con el mismo peso que Ercros; y
- 4 Diferentes niveles de exposición geográfica

Aunque se evidencian diferencias que representan una limitación en el análisis, este enfoque ha sido considerado como un punto de referencia válido.

Esto se debe a que, a pesar de las disparidades mencionadas, las empresas en cuestión pertenecen al mismo ámbito industrial que Ercros, sujetos a las mismas dinámicas de mercado y ciclicidad, donde operan en mercados y productos similares. Por ende, consideramos que ellas, en mayor o menor medida, están sujetas a los mismos riesgos y niveles de competitividad de mercado que impactan a la Compañía.

Compañías cotizadas comparables

Análisis de las compañías comparables – Derivados del cloro

A continuación, se muestran los múltiplos VE/EBITDA de las comparables de derivados del cloro.

Derivados del cloro		VE					VE / EBITDA ¹							
Compañía	Moneda	2021	2022	2023	2024	LTM	2021	2022	2023	2024	LTM	2025	2026	2026 ²
Olin Corporation	USD	11.886	9.669	9.283	6.637	5.077	4,8x	4,0x	7,1x	7,6x	6,5x	7,2x	6,2x	6,2x
Westlake Corporation	USD	13.602	15.539	19.165	15.882	10.311	3,8x	3,8x	8,7x	8,2x	9,9x	8,6x	6,6x	6,6x
Covestro AG	EUR	11.579	9.002	11.642	12.677	13.283	3,8x	6,5x	13,9x	17,0x	25,8x	22,0x	15,0x	15,0x
Kemira Oyj	EUR	2.465	2.508	2.720	2.849	2.698	7,3x	4,9x	5,4x	5,5x	5,6x	5,5x	5,2x	
PCC Rokita SA	PLN	2.268	2.222	2.178	1.621	1.528	3,6x	2,2x	4,0x	4,5x	5,0x	4,7x	4,1x	
Chemtrade Logistics Income Fund	CAD	2.015	1.849	1.697	1.951	2.373	10,2x	4,8x	3,8x	4,8x	5,4x	5,5x	5,2x	
Solvay SA	EUR	11.485	9.673	3.671	4.332	4.135	5,9x	5,1x	2,4x	5,3x	5,8x	5,1x	4,9x	
Huntsman Corporation	USD	8.392	6.032	5.265	4.520	2.895	8,1x	5,7x	14,1x	12,5x	9,3x	10,7x	7,7x	7,7x

Fuente: Capital IQ, informes anuales y análisis de Kroll.

Comparables
de derivados
del cloro

3 ^{er} cuartil	7,5x	5,2x	10,0x	9,3x	9,5x	9,1x	6,9x	9,5x
Media	5,9x	4,6x	7,4x	8,2x	9,2x	8,7x	6,9x	8,9x
Mediana	5,3x	4,9x	6,3x	6,6x	6,1x	6,4x	5,7x	7,2x
1 ^{er} cuartil	3,8x	3,9x	4,0x	5,2x	5,5x	5,4x	5,1x	6,5x

¹ EBITDAs pre-NIIF 16

² Incluyendo únicamente las comparables más similares a Ercros en términos de determinadas métricas financieras (márgenes y/o TCAC esperados) son Olin Corporation, Westlake Corporation, Covestro AG y Huntsman Corporation para el VE/EBITDA 2025.

Compañías cotizadas comparables

Análisis de las compañías comparables – Química intermedia

A continuación, se muestran los múltiplos VE/EBITDA de las comparables de química intermedia.

Química intermedia		VE / EBITDA ¹											
		VE											
Compañía	Moneda	2021	2022	2023	2024	LTM	2021	2022	2023	2024	LTM	2025	2026
BASF SE	EUR	61.194	48.018	55.627	52.697	54.283	5,8x	4,7x	9,0x	8,4x	8,9x	7,8x	7,1x
Celanese Corporation	USD	20.094	12.976	28.318	18.715	14.970	n.a.	6,5x	15,3x	10,4x	10,3x	7,8x	7,2x
Arkema S.A.	EUR	9.682	8.135	9.361	8.146	6.334	5,9x	4,0x	7,0x	6,0x	5,5x	5,3x	5,0x
Eastman Chemical Company	USD	21.086	14.336	15.522	15.212	11.781	8,8x	8,3x	10,1x	8,0x	7,0x	8,0x	7,5x
Synthomer plc	GBP	2.227	1.673	1.111	829	719	4,8x	8,1x	15,1x	10,0x	8,5x	5,5x	4,7x
Fuente: Capital IQ, informes anuales y análisis de Kroll.					3 ^{er} cuartil		6,6x	8,1x	15,1x	10,0x	8,9x	7,8x	7,2x
					Media		6,3x	6,3x	11,3x	8,6x	8,0x	6,9x	6,3x
					Mediana		5,9x	6,5x	10,1x	8,4x	8,5x	7,8x	7,1x
					1 ^{er} cuartil		5,5x	4,7x	9,0x	8,0x	7,0x	5,5x	5,0x

Fuente: Capital IQ, informes anuales y análisis de Kroll.

¹ EBITDAs pre-NIIF 16

Compañías cotizadas comparables

Análisis de las compañías comparables – Farmacia

A continuación, se muestran los múltiplos VE/EBITDA de las comparables de farmacia.

Farmacia		VE					VE / EBITDA ¹						
Compañía	Moneda	2021	2022	2023	2024	LTM	2021	2022	2023	2024	LTM	2025	2026
Bachem Holding AG	CHF	10.683	5.587	4.584	4.168	3.851	67,9x	34,8x	27,5x	23,6x	18,9x	19,8x	13,4x
Euroapi S.A.	EUR	n.a.	1.282	687	444	298	n.a.	n.a.	n.a.	7,8x	6,4x	4,3x	3,4x
Orion Oyj	EUR	5.067	7.010	5.631	6.071	8.090	18,0x	14,5x	19,9x	14,5x	20,1x	11,7x	11,9x
Siegfried Holding AG	CHF	3.919	3.010	4.089	4.594	3.690	17,8x	9,5x	15,9x	16,2x	12,9x	12,2x	11,0x
PolyPeptide Group AG	EUR	4.220	786	675	1.035	835	n.a.	n.a.	-	49,8x	37,4x	24,1x	12,9x
Magle Chemoswed Holding AB (publ)	SEK	353	330	314	757	652	n.a.	13,0x	11,1x	18,0x	23,4x	23,7x	10,0x
Fuente: Capital IQ, informes anuales y análisis de Kroll.		Comparables de farmacia				3er cuartil	42,9x	19,6x	21,8x	22,2x	22,6x	22,8x	12,6x
						Media	34,6x	18,0x	18,6x	21,7x	19,8x	16,0x	10,4x
						Mediana	18,0x	13,8x	17,9x	17,1x	19,5x	16,0x	11,5x
						1er cuartil	17,9x	12,1x	14,7x	14,9x	14,4x	11,8x	10,3x

Fuente: Capital IQ, informes anuales y análisis de Kroll.

¹ EBITDAs pre-NIIF 16

Compañías cotizadas comparables

Conclusión de múltiplos de comparables cotizadas

De acuerdo al análisis realizado, hemos estimado los múltiplos de mercado VE/EBITDA 2026 de cada una de las líneas de negocio y ponderados con las medias de los EBITDA pre-NIIF 16 proyectados para el periodo 2025-2030, según nuestras proyecciones.

- Para el segmento de derivados del cloro, se ha utilizado la mediana de los múltiplos 2026 de todas las comparables para el rango bajo, y para el rango alto, la mediana de los múltiplos 2026 de aquellas compañías más similares a Ercros en términos de determinadas métricas financieras, como mencionamos previamente.
- Para el segmento de química intermedia, se ha utilizado para el rango bajo el primer cuartil de los múltiplos de 2026 y para el rango alto el tercer cuartil.
- Finalmente, para la división de farmacia se ha utilizado la mediana de los múltiplos de 2026 para ambos rangos, puesto que está en línea con el múltiplo de una de las compañías más similares a Ercros en determinadas métricas (Siegfried Holding AG), como se ha mencionado previamente.

VE/ EBITDA Ponderado	Derivados del cloro	Química intermedia	Farmacia
VE/ EBITDA bajo	5,70x	5,00x	11,50x
VE/ EBITDA alto	7,20x	7,20x	11,50x
Ponderación por división	70%	20%	10%
VE/EBITDA concluido	(6,1x – 7,6x)		

Como se ha mencionado al inicio de esta sección, el análisis de múltiplos de cotizadas ha sido considerado como una referencia de valor válida. Basándonos en los argumentos antes mencionados, hemos considerado que este enfoque es válido para concluir en un valor por acción de Ercros y sirve de contraste con los resultados de otros métodos.

Conclusión de múltiplos de comparables cotizadas (cont.)

(EUR m)	Rango Bajo	Rango Alto
EBITDA 2026 (pre-NIIF 16)	49,6	49,6
VE / EBITDA concluido	6,1x	7,6x
Valor de Empresa concluido	304,3	378,1
Deuda financiera neta (pre-NIIF 16)	(126,1)	(126,1)
Factoring (Fuera de balance)	(54,4)	(54,4)
Total otros activos y pasivos	82,9	84,1
(-) Deuda neta (pre-NIIF 16) y otros activos y pasivos	(84,6)	(83,4)
Valor del Capital Concluido	219,7	294,7
Nº de acciones netos de autocartera (mm)	91,4	91,4
Valor de los Fondos Propios / acción (EUR) - redondeado	EUR 2,40	EUR 3,20

Conclusión del análisis de compañías cotizadas comparables

Considerando las limitaciones descritas anteriormente, estimamos que esta metodología no debe ser una metodología principal de valoración, pero que resulta aplicable como una referencia de valor / contraste.

El rango concluido para el análisis de contraste de múltiplos de compañías cotizadas comparables se sitúa entre EUR 2,40 y EUR 3,20 por acción.

Fuente: Capital IQ, cuentas anuales, análisis Kroll.

¹ EBITDA considerando arrendamientos operativos y Plan 3D.

Transacciones comparables

Descripción de la metodología

El método de múltiplos de transacciones sigue el mismo enfoque básico que el método de compañías cotizadas comparables. Mientras que en este último los múltiplos de mercado se derivan de los precios de la cotización en relación a las ganancias de las compañías (EBITDA, en nuestro caso), en el método de transacciones de mercado, los valores de las operaciones de fusión o adquisición se revisan y se comparan a los EBITDA de las empresas adquiridas en las transacciones para derivar múltiplos implícitos de mercado.

Para la selección de las transacciones comparables, hemos seguido los siguientes pasos:

1. Enfocamos nuestra búsqueda en transacciones que se cerraron entre 1 de enero de 2019 y 30 de septiembre de 2025, donde los negocios objetivo estaban en al menos una de las diferentes divisiones de Ercros (derivados del cloro, química intermedia y farmacia).

Nuestras principales fuentes para el análisis fueron Capital IQ, Mergermarket y los estados financieros de compañías, así como comunicados de prensa e informes relevantes de la industria.
2. Para la selección de los múltiplos a aplicar, consideramos VE/EBITDA como el más adecuado, ya que el EBITDA es una aproximación más cercana a los flujos de caja libres generados por el negocio que otras métricas.
3. Hemos analizado las transacciones seleccionadas, concluyendo que esta metodología no es válida como referencia de valor o método para contrastar la valoración obtenida a través del análisis DFC, explicado anteriormente.

Descripción de la metodología (cont.)

En las siguientes páginas, mostramos una descripción del proceso de selección y resumen de las transacciones analizadas. Todas las transacciones consideradas se presentan en una tabla resumen.

Múltiplos de transacciones - Limitaciones

Con la información disponible y en base a nuestro análisis, existen ciertas limitaciones en la aplicación de esta metodología en el caso de Ercros:

1. La mayoría de las empresas objetivo comercializan otros productos diferentes a los que hace Ercros.
2. Las empresas objetivo son geográficamente poco comparables a Ercros en su conjunto.
3. Las transacciones se negociaron y materializaron en momentos específicos del ciclo económico. Debido al carácter cíclico de esta industria, pensamos que no necesariamente representan lo que se podría asumir como referencias normalizadas, ya que los múltiplos observados podrían estar altamente afectados por la coyuntura en el momento de la transacción, no siendo comparable con la situación de Ercros a Fecha de Valoración.

Conclusión del análisis de transacciones comparables

Teniendo en cuenta las limitaciones descritas anteriormente, consideramos que las compañías adquiridas y sus coyunturas específicas en las transacciones identificadas no son totalmente comparables a Ercros. Por lo tanto, Kroll considera que este método, en este caso y por las razones explicadas anteriormente, no es adecuado ni para valorar las acciones de Ercros.



7. Otros Métodos de Valoración

Valor teórico contable

Balance de situación consolidado (EUR m)	2023	2024	1S'25	9M'25
Propiedades, planta y equipo	345	344	343	
Propiedades de inversión	27	26	25	
Activos intangibles	29	31	24	
Inversiones método de la participación	8	8	8	
Activos financieros	25	4	5	
Activos por impuestos diferidos	41	42	33	
Total activo no corriente	474	454	445	
Inventarios	104	115	97	
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	55	58	76	
Otros activos corrientes	11	35	34	
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	39	37	87	
Total activo corriente	209	245	295	
Total activo	683	699	740	
Total patrimonio neto	363	341	312	300
Préstamos a l/p	95	83	147	
Acreedores por arrendamiento a l/p	5	8	8	
Pasivos por impuestos diferidos	24	23	23	
Provisiones para remediación ambiental a l/p	15	14	18	
Otras provisiones a l/p	2	3	3	
Obligaciones con personal activo	2	2	2	
Ingresos diferidos y subvenciones	13	12	30	
Total pasivo no corriente	156	144	231	
Préstamos a c/p	8	27	48	
Parte corriente de préstamos no corrientes	20	48	23	
Acreedores comerciales	91	95	94	
Provisiones para remediación ambiental a c/p	6	7	9	
Otras provisiones a c/p	21	15	9	
Otros pasivos corrientes	18	15	11	
Total pasivo corriente	164	214	197	
Total pasivo y patrimonio neto	683	699	740	
Valor teórico contable excluyendo intereses minoritarios	363	341	312	300
Número de acciones netas de autocartera (m)	91 ¹	91 ¹	91 ¹	91 ¹
Valor teórico contable por acción	3,97	3,73	3,41	3,28

Descripción general del enfoque

La metodología del valor teórico contable se basa en la estimación del valor de una empresa de acuerdo con el valor en libros atribuible a la sociedad dominante, entendiendo el patrimonio neto como la diferencia entre el valor en libros de los activos de la empresa menos sus pasivos, excluyendo los intereses minoritarios. Una vez calculado, el valor en libros del capital social se divide entre el número de acciones netas de autocartera para calcular el VTC por acción.

$$\text{VTC por acción} = (\text{Total activos} - \text{Total pasivos}) / \text{Total acciones}$$

En la tabla de la izquierda se muestra el VTC por acción de Ercros en 2023, 2024, primer semestre de 2025 y los nueve primeros meses de 2025.

Aspectos cualitativos del VTC

El VTC constituye un método estático de valoración que presenta una imagen puntual de la situación patrimonial de una compañía e indica los recursos propios que dispone la sociedad. Proviene del reflejo contable de operaciones históricas como aportaciones de los socios, rendimientos históricos del negocio no distribuidos u otros aspectos. Este método, no refleja la rentabilidad exigida a futuro por los accionistas a los recursos aportados. Además, no considera las posibles ganancias de capital o pérdidas de activos que pudieran existir.

Se ha concluido con un VTC de EUR 3,28 por acción, en base a la nota de resultados del 30 de septiembre de 2025 publicada por la Compañía.

Conclusión de la metodología del VTC:

No consideramos adecuada la metodología del valor teórico contable, ya que se trata de un enfoque de valoración estático y no refleja las expectativas futuras. En este caso, el valor resulta en un valor inferior a la Oferta y el rango alto obtenido aplicando la metodología DFC, que consideramos más adecuada como principal.

El resultado de la aplicación de esta metodología es de EUR 3,28 por acción.

¹ En el 2023, 2024 y el primer semestre de 2025, Ercros no mantenía acciones en autocartera. Fuente: Cuentas anuales de Ercros y estados financieros del primer semestre de 2025.

Valor Liquidativo

Valor Liquidativo (“VL”)

El Valor Liquidativo refleja el valor neto de una compañía en caso de disolución o de cese definitivo de sus actividades. Por lo tanto, es una metodología de valoración estática que no tiene en cuenta el principio de *going concern* (empresa en funcionamiento). El Valor Liquidativo se calcula como el valor que resultaría en caso de liquidación de todos los activos y pasivos de la compañía, teniendo en cuenta las ganancias o pérdidas de capital que pudieran surgir en ese contexto, así como cualquier posible contingencia.

$$\text{VL} = \text{valor de mercado de los activos} - \text{pasivos} - \text{costes de cierre}$$

El Valor Liquidativo no tiene en cuenta el valor de los rendimientos futuros ni las cargas generadas por los diferentes activos y pasivos. Debe tenerse en cuenta que ciertos activos, como el fondo de comercio y los activos por impuestos diferidos, entre otros, no podrían ser recuperados.

Algunos puntos clave en el cálculo del Valor Liquidativo son los siguientes:

- El valor de liquidación de algunos activos, como las existencias o las cuentas a cobrar, podría ser inferior a su valor contable, ya que el vendedor podría verse obligado a aceptar un precio inferior en el proceso de liquidación a pesar de tratarse de una transacción ordenada, a fin de obtener rápidamente dinero en efectivo, y los compradores de esos activos podrían aprovechar esta situación al hacer sus ofertas sobre dichos activos.
- El balance de Ercros a 30 de junio de 2025 considera activos intangibles por importe de EUR 15,4m¹ relacionados con concesiones de patentes y marcas, aplicaciones informáticas y derechos de emisión. En un escenario de liquidación, este elemento podría tener un valor muy limitado o nulo. Por otro lado, otros activos, como por ejemplo los activos por impuesto diferido de diferencias temporarias y base imponibles negativas de ejercicios anteriores, podrían no ser recuperados.

Valor Liquidativo (“VL”) (cont.)

- Además, en un potencial escenario de liquidación, Ercros incurriría en ciertos costes de liquidación, como los costes por despido de empleados y rescisión de ciertos contratos de alquiler, de suministro y de maquinaria, etc., que podrían incluso acarrear pagos que hicieran necesario vender ciertos activos con un descuento respecto a su valor contable.

Conclusión de la metodología del valor liquidativo

Las razones expuestas en esta página nos llevan a considerar que la aplicación de la metodología del valor liquidativo daría lugar a una valoración significativamente inferior al resto de los métodos, por lo que no hemos procedido a su cálculo.

¹ Detalle no disponible en la nota de resultados del 9M'25.

Cotización media ponderada

Introducción

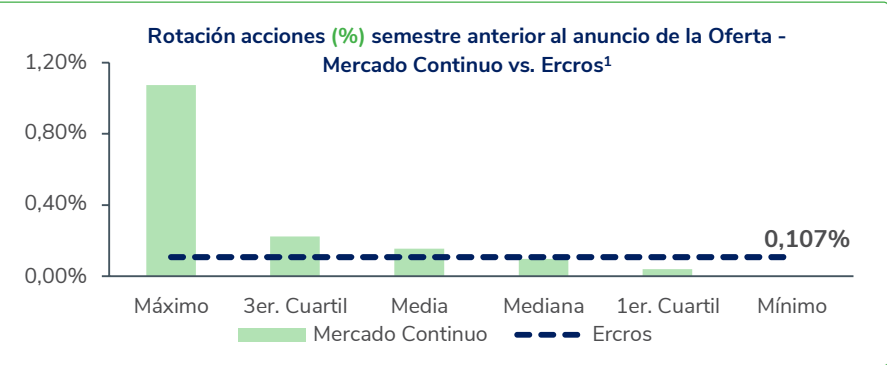
El Artículo 10 del RD 1066/2007 incluye como método de valoración la Cotización Media Ponderada ("CMP") de las acciones objeto de la oferta durante los seis meses inmediatamente anteriores a la fecha del anuncio (Artículo 10 del RD 1066/2007), siendo el 5 de marzo, 2024 la fecha del anuncio y solicitud de autorización de la Opa que se realizó antes de la apertura del mercado.

Nuestro análisis se ha centrado en la evolución del precio de las acciones, analizando los principales eventos que pudieran haber afectado a su cotización.

Análisis de liquidez

La medida cuantitativa seleccionada para evaluar la liquidez de la acción ha sido la rotación de las acciones. A continuación, mostramos las métricas de rotación diaria de las acciones de Ercros. Siguiendo las directrices establecidas en el artículo 10 del RD 1066/2007, consideramos como referencia de valor el horizonte del semestre anterior a 4 de marzo de 2024.

La rotación de las acciones de Ercros fue de 0,107% durante los seis meses anteriores al anuncio de la oferta del Oferente. Consideramos que esta rotación es suficiente, por encontrarse entre la media y la mediana del ratio de rotación de las 119 compañías que cotizan en el mercado continuo español, de acuerdo al análisis de Kroll a partir de datos obtenidos de Capital IQ.



Fuente: Capital IQ, análisis Kroll

¹ Rotación de las acciones = volumen negociado / acciones en circulación.

Análisis de liquidez (cont.)

Además de la rotación de las acciones, que es una medida cuantitativa seleccionada para evaluar la liquidez de la acción de Ercros, hemos revisado las directrices europeas publicadas por ESMA ("European Securities and Markets Authority"), las cuales establecen los criterios de determinación de un mercado líquido para un emisor en particular.

Código ISIN	Metodología	Cálculo desde la fecha	Cálculo hasta la fecha	Análisis de liquidez
ES0125140A14	YEAR	2017-01-01	2017-12-31	Líquida
ES0125140A14	YEAR	2018-01-01	2018-12-31	Líquida
ES0125140A14	YEAR	2019-01-01	2019-12-31	Líquida
ES0125140A14	YEAR	2020-01-01	2020-12-31	No líquida
ES0125140A14	YEAR	2021-01-01	2021-12-31	No líquida
ES0125140A14	YEAR	2022-01-01	2022-12-31	No líquida
ES0125140A14	YEAR	2023-01-01	2023-12-31	No líquida
ES0125140A14	YEAR	2024-01-01	2024-12-31	No líquida

Fuente: Página web oficial de la ESMA, análisis Kroll.

A la fecha de 31 de diciembre 2023, Ercros establece los siguientes criterios de liquidez de la metodología ESMA.

- Efectivo medio diario negociado:** EUR 675.829 diarios ✖
No alcanza el mínimo de EUR 1.000.000 diarios
- Número medio de operaciones:** 369 operaciones diarias ✔
- Número medio de operaciones en los principales mercados:** 230 operaciones diarias ✔

Cotización media ponderada

Conclusión

El precio de cotización de las acciones es, en circunstancias normales, un buen indicador de valor, ya que representa transacciones entre compradores que quieren comprar y vendedores que quieren vender acciones en la empresa objeto de valoración.

La cotización de Ercros a principios de 2023 alcanzó un máximo cercano a EUR 4,70 por acción. Este repunte se vio impulsado principalmente por la presentación de resultados positivos del ejercicio 2022, los cuales mostraron una correlación positiva entre el beneficio por acción y la cotización. Posteriormente, se normalizó durante la segunda mitad del año, a medida que se publicaban los resultados de 2023, impactado por el cambio de ciclo.

Por un lado, la rotación de acciones de Ercros fue del 0,107% durante los últimos 6 meses anteriores a la Oferta, en línea con el promedio observado para las empresas españolas cotizadas, lo que podría indicar que las acciones de Ercros son suficientemente líquidas de cara a considerar el precio de mercado como una referencia válida.

Por otro, la aplicación de las directrices europeas que establecen criterios de determinación de un mercado líquido, a través de los últimos cálculos de la ESMA, determinan que los títulos de Ercros no son líquidos.

Conclusión de la metodología de la cotización media ponderada

La rotación observada de la acción de Ercros, está en línea con la media y mediana observada en el mercado continuo español. Adicionalmente, a pesar de que el resultado de la aplicación del criterio de ESMA indique que la acción no es líquida, observamos que la acción de la Compañía cumple con dos de los tres criterios definidos. Por todo ello, consideramos que la metodología de la Cotización Media Ponderada puede ser considerada una referencia válida de valor / contraste en el caso de Ercros.

El resultado de la aplicación de esta metodología con un periodo de seis meses anteriores a la fecha de la Oferta es de EUR 2,67 por acción.



8. Resumen de resultados

Resumen de resultados

Resumen de resultados

A Fecha de Valoración, el valor por acción de Ercros puede concluirse razonablemente en el rango de EUR 2,80 a EUR 3,60, obtenido mediante la metodología del DFC para el rango bajo y alto, siendo esta conclusión válida a la fecha de emisión de este Informe.¹



¹ Rango de valor de acuerdo con el Capex en el año terminal: 5,0% de ingresos en el rango bajo y 4,0% de ingresos en el rango alto. Ver la Sección 5 para más detalle.

Nota importante

A continuación, detallamos un listado de notas importantes a tener en consideración, alguna de las cuales ya han sido mencionadas a lo largo del presente Informe:

- El Informe no ha sido objeto de revisión por parte de la CNMV, ni forma parte del folleto ni de sus anexos.
- Kroll no ha tenido acceso al equipo directivo de Ercros ni a información que no sea de conocimiento público.
- Este informe no se ha realizado para dar cumplimiento a ningún aspecto del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- El Informe no constituye una recomendación de inversión ni un análisis financiero en el sentido del Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado (MAR), y en particular en su artículo 20.1 y disposiciones de desarrollo. Asimismo, Kroll no tiene intereses particulares ni conflictos de interés en relación con las acciones de Ercros, S.A. El contenido del informe no debe interpretarse como una sugerencia para comprar, vender o mantener valores ni como planteamiento de una estrategia de inversión. El informe ha sido preparado sobre la base de la información obtenida por fuentes públicas, financieras y de la industria.
- La información utilizada en la preparación del presente Informe se obtuvo de diferentes fuentes públicas, financieras y de la industria. No se otorga ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, sobre la veracidad o integridad de dicha información y nada de lo aquí contenido debe considerarse como una declaración en relación con el pasado ni el futuro. Kroll no ha llevado a cabo, ni se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada. Kroll no ha tenido acceso al consejo de administración ni a la dirección de Ercros, y no ha recibido proyecciones financieras de ninguno de ellos.
- Debido a que el Informe ha sido preparado para su utilización en el contexto mencionado anteriormente, Kroll no asume ninguna responsabilidad en relación con la exactitud o integridad de nuestro Informe frente a otras partes distintas de Bondalti.
- Ninguna de las otras compañías y transacciones seleccionadas que han sido utilizadas en nuestro análisis es directa y totalmente comparable a la Compañía. En cualquier caso, se han considerado las compañías más relevantes y similares para el propósito de nuestro trabajo.
- La Valoración se ha elaborado sobre la base de determinadas condiciones de mercado, tipos de interés, primas de riesgo, variables macroeconómicas y circunstancias sectoriales vigentes en la fecha de referencia de la valoración. Cualquier cambio relevante en dichas condiciones podría afectar de manera significativa a los resultados de la Valoración.
- Nuestra Valoración i) no aborda el fondo de la decisión empresarial subyacente del Oferente de llevar a cabo la Transacción Propuesta (tal y como se define en la carta de valoración adjunta); ii) no constituye una recomendación sobre cómo el Oferente o cualquier otro accionista de la Compañía debería votar o actuar en relación con ninguna cuestión relacionada con la Oferta o sobre si proceder con la Oferta o cualquier otra operación; y iii) no origina ninguna obligación de carácter fiduciario por parte de Kroll con ninguna parte.
- El presente Informe constituye un ejercicio de valoración financiera elaborado con fines exclusivamente informativos en el contexto de la Transacción Propuesta y no pretende constituir, ni debe interpretarse como, una tasación independiente de activos, un informe de experto independiente ni una opinión de equidad ("fairness opinion") en el sentido estricto del término.
- La Valoración se facilita exclusivamente para el uso y en beneficio de Bondalti en relación con su consideración de la Transacción Propuesta y no podrá ser utilizada por ninguna otra persona sin el consentimiento expreso de Kroll. No obstante, Kroll acepta que el Informe final se publique por Bondalti tras la aprobación de la OPA por parte de la CNMV. El Informe constituye el material de apoyo sobre el que Kroll ha realizado la Valoración. Kroll no asume ninguna responsabilidad en lo relacionado a la actualización o revisión de la información proporcionada en el Informe en función de las circunstancias, desarrollos o eventos que ocurran después de la fecha de valoración (30 de septiembre de 2025).
- El Informe no deberá ser utilizado con fines distintos de los previstos en la carta de encargo correspondiente ni extrapolado a otros contextos, escenarios o fechas de referencia, y no podrá incorporarse, de forma total o parcial, en ningún otro documento sin el consentimiento previo y por escrito de Kroll, salvo en lo expresamente previsto en este Informe.



Sobre Kroll

Como proveedor independiente líder de soluciones de asesoramiento financiero y de riesgo, Kroll aprovecha sus conocimientos, datos y tecnología únicos para ayudar a sus clientes a mantenerse a la vanguardia de demandas complejas. El equipo de Kroll, de más de 6.500 profesionales en todo el mundo, continúa la historia de casi 100 años de experiencia confiable de la firma, que abarca riesgos, gobernanza, transacciones y valoración. Nuestras soluciones avanzadas e inteligencia proporcionan a los clientes la previsión que necesitan para crear una ventaja competitiva duradera. En Kroll, nuestros valores definen quiénes somos y cómo nos asociamos con los clientes y las comunidades. Obtenga más información en www.kroll.com.