

**Resultados 12m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

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

## 2023: "suelo" del sector. 2S24: previsible inicio de la recuperación. No cotizada todavía.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	220,4	238,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	294,7	319,3
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,62 / 3,11 / 2,28	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,40	
Rotación <sup>(3)</sup>	46,6	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Joan Casas Galofre	6,0
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,5
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,6
Free Float	79,9

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	93,8	91,4	91,4	91,4
Total Ingresos	755,4	763,7	805,7	822,1
EBITDA Rec.	47,1	57,4	69,7	73,9
% Var.	-66,8	21,8	21,5	6,0
% EBITDA Rec./Ing.	6,2	7,5	8,7	9,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	-19,4	8,5	7,7	9,9
Beneficio neto	27,6	18,2	27,8	31,0
BPA (EUR)	0,29	0,20	0,30	0,34
% Var.	-56,0	-32,3	52,5	11,7
BPA ord. (EUR)	0,09	0,20	0,30	0,34
% Var.	-89,8	111,4	52,5	11,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	11,4	11,6	16,9	20,1
Pay-out (%)	22,0	24,0	24,0	24,0
DPA (EUR)	0,06	0,05	0,07	0,08
Deuda financiera neta	80,8	77,9	69,0	58,8
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	1,4	1,0	0,8
ROE (%)	7,6	4,9	7,3	7,7
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	2,8	4,5	6,4	6,9

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

PER	8,2	12,1	7,9	7,1
PER Ordinario	25,6	12,1	7,9	7,1
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5
Dividend Yield (%)	2,7	2,0	3,0	3,4
EV/Ventas	0,39	0,39	0,37	0,36
EV/EBITDA Rec.	6,3	5,1	4,2	4,0
EV/EBIT	22,6	11,1	7,7	7,0
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	5,2	5,3	7,7	9,1

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, preveamos una revisión significativa (>5 -10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

**CAÍDA (YA PREVISTA) DE INGRESOS (EUR 755,4MN; -28% VS 2022).** ECR cierra 2023 con unos ingresos de EUR 755,4Mn (-28% vs 2022), completamente en línea con lo esperado. Un fuerte descenso explicado principalmente por la caída en precios, así como por el menor volumen de toneladas vendidas (-11,9% vs 2022). Y que muestra la debilidad de la demanda, que esperamos que se recupere para finales de 2024e (química intermedia ya está dando señales de recuperación). El 82% de las ventas se realizaron en EUR y el 17% en USD, limitando el riesgo de tipo de cambio (impacto de EUR -1,7Mn en EBITDA 2023).

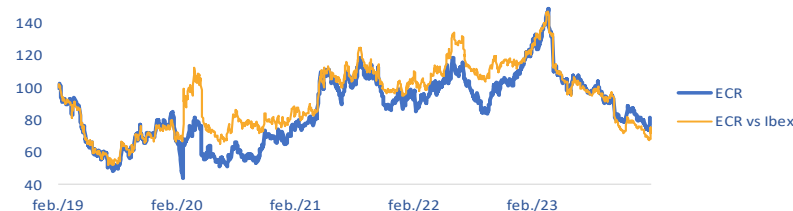
**CON UN EBITDA REC. DE EUR 47,1MN (EN LÍNEA CON NUESTRAS ESTIMACIONES).** El EBITDA Rec. se ha situado en EUR 47,1Mn (vs EUR 142,1Mn y EUR 41,7Mn en 2022 y 9m23). Esta fuerte bajada vs 2022 (año de resultados record) se debe principalmente a la caída en ingresos, que contrarresta el efecto positivo por la caída de los costes variables. Las divisiones de derivados de cloro (-72,9% vs 2022) y farmacia (-75,0%) sufren la mayor caída en EBITDA Rec.

**LA ESTRUCTURA DE BALANCE SIGUE SIENDO SANA.** ECR cierra 2023 con una Deuda Neta (excluyendo NIIF 16) de EUR 80,8Mn (vs EUR 62,8Mn y EUR 95,9Mn en 2022 y 9m23 respectivamente). Lo que se traduce, en un múltiplo DN/EBITDA Rec. de c.1,7x. Es decir, una estructura de balance sana para un momento bajo ("suelo") del ciclo y que le concede capacidad para seguir invirtiendo.

**RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA.** En 2023 la retribución al accionista ascendió a EUR 25,1Mn. En 2024, ECR repartirá un dividendo de EUR 0,07/acc (EUR 6,4Mn) con cargo a los resultados de 2023 y llevará a cabo una recompra de EUR 2,3Mn. Preveamos que se mantenga la política de retribución al accionista en el periodo 2024e – 2026e.

**EN CONCLUSIÓN, DÉBIL MOMENTUN DEL SECTOR. AUNQUE A FINALES DEL 2024 SE DEBERÍA VER UNA RECUPERACIÓN.** El momento del ciclo a corto plazo no acompaña. La razón principal: una debilidad muy fuerte de la demanda. 2023e debería marcar un "suelo" para los resultados de ECR. Y, aunque esperamos que durante el 1S24e continúe el mal momento del sector, en el 2S/finales de 2024e se debería ver una recuperación de la demanda. Que todavía no estaría cotizando. Nuestras estimaciones de EBITDA Recurrente 2024e estarían cotizando a un EV/EBITDA Rec. de 5,1x (vs 7,2x EV/EBITDA de sus principales comparables). ECR -12M: -37,8% (-42,0% vs Ibex 35, -40,5% vs sector). FCF Yield 2024e: 5,3%.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,6	-2,2	-37,8	-8,7	5,9	-21,9
vs Ibex 35	-4,9	-2,9	-42,0	-8,4	-13,5	-28,0
vs Ibex Small Cap Index	-2,0	-2,2	-32,2	-7,6	14,1	-32,3
vs Eurostoxx 50	-8,5	-13,0	-46,0	-15,5	-21,2	-47,2
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-5,6	-7,5	-40,5	-7,4	-9,5	-45,4

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

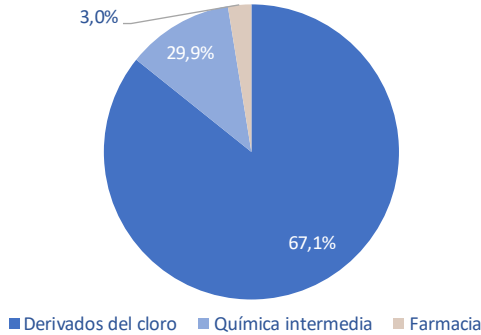
**Resultados 12m 2023**
**Tabla 1. Resultados 2023**

EUR Mn	12m23		12m23 Real		12m23 Real	
	Real	12m22	vs 12m22	2023e	vs 2023e	
<b>Total Ingresos</b>	<b>755,4</b>	<b>1052,5</b>	<b>-28,2%</b>	<b>739,9</b>	<b>2,1%</b>	
Derivados del cloro	460,8	699,5	-34,1%			
Química intermedia	197,4	260,5	-24,2%			
Farmacia	67,1	64,9	3,4%			
Otros ingresos	30,1	27,6	9,3%			
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>47,1</b>	<b>142,1</b>	<b>-66,8%</b>	<b>49,1</b>	<b>-4,1%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>6,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>-7,3 p.p.</i>	<i>6,6%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>43,3</b>	<b>121,9</b>	<b>-64,5%</b>	<b>49,1</b>	<b>-11,8%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>5,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>-5,8 p.p.</i>	<i>6,6%</i>	<i>0,9 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>13,0</b>	<b>92,2</b>	<b>-85,9%</b>	<b>18,0</b>	<b>-27,6%</b>	
<b>BAI</b>	<b>5,0</b>	<b>88,0</b>	<b>-94,3%</b>	<b>12,7</b>	<b>-60,4%</b>	
<b>BN</b>	<b>27,6</b>	<b>63,0</b>	<b>-56,2%</b>	<b>9,2</b>	<b>201,0%</b>	
Toneladas vendidas (miles)	974	1.105	-11,9%			
Deuda Neta	80,8	62,8	28,7%	90,9	-11,1%	

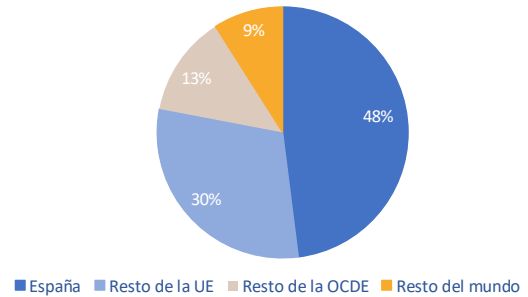
Nota: Hemos excluido de los ingresos totales los gastos capitalizados, reversión de provisiones y otros ingresos extraordinarios. Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

**La compañía en 8 gráficos**

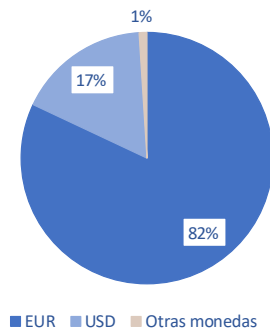
**Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (% s/EBITDA 2023)**



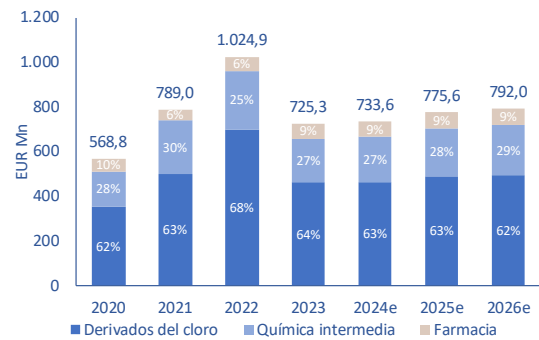
**Con un 52% de las ventas procedentes de fuera de España en 2023**



**Aunque el 82% de las ventas fueron en EUR y el 17% en USD**

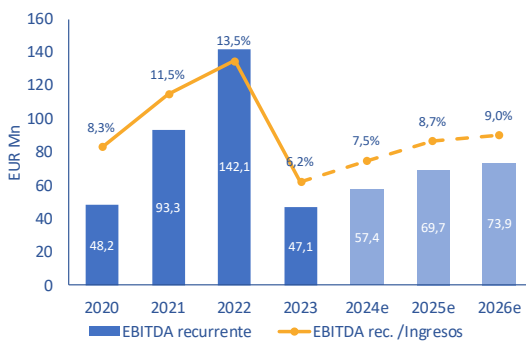


**Tras los resultados récord en 2022, en 2023 hemos visto una menor actividad, que debería empezar a recuperarse en el 2S24**

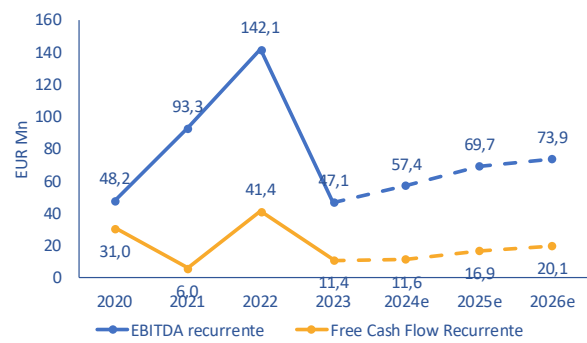


Nota: excluye otros ingresos

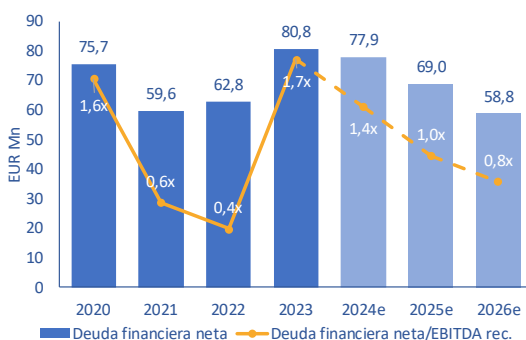
**La reducción de costes energéticos y la recuperación de la actividad debería permitir mantener un margen EBITDA > 7%**



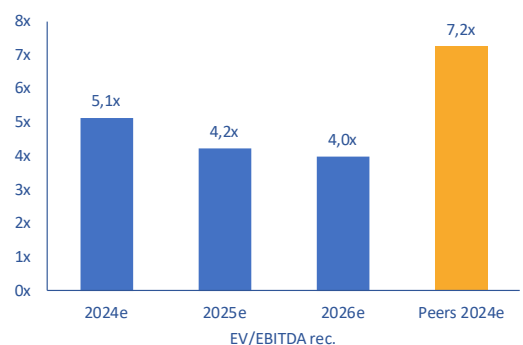
**Y, pese al elevado CAPEX, la capacidad de generación de FCF seguirá siendo positiva**



**Estructura de balance muy robusta (DN/EBITDA 2024e: 1,4x)**



**Cotizando a múltiplos relativamente bajos (EV/EBITDA 2024e: 5,1x)**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	16,3	21,4	24,2	342,7			
<b>Market Cap</b>	<b>220,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>80,8</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,2	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,5%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,4%</b>	<b>11,1%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,8%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,7%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,8%</b>	<b>9,2%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>1,5%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,0%</b>	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
BASF SE	BAS-DE	41.984,4	13,1	16,7%	7,5	10,6%	0,9	4,2%	11,8%	2,5%	74,4%
Solvay	SOLB-BE	2.500,8	6,4	17,5%	5,7	7,5%	1,2	0,5%	20,8%	16,3%	1,9%
Covestro AG	1COV-DE	9.342,3	19,3	26,2%	6,9	11,7%	0,8	2,2%	10,9%	4,6%	26,8%
<b>Europa</b>			<b>12,9</b>	<b>20,2%</b>	<b>6,7</b>	<b>9,9%</b>	<b>0,9</b>	<b>2,3%</b>	<b>14,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>34,4%</b>
DowDuPont	DOW-US	35.715,9	18,1	29,2%	8,2	14,8%	1,1	4,9%	13,8%	5,1%	18,2%
Olin Corp	OLN-US	5.843,4	13,8	34,9%	6,9	10,0%	1,3	4,1%	18,9%	8,9%	29,6%
Westlake	WLK-US	16.081,3	18,9	25,4%	8,2	10,6%	1,6	5,4%	20,1%	5,8%	7,3%
<b>USA</b>			<b>17,0</b>	<b>29,8%</b>	<b>7,8</b>	<b>11,8%</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8%</b>	<b>17,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>18,4%</b>
<b>ECR</b>	<b>ECR-ES</b>	<b>220,4</b>	<b>12,1</b>	<b>30,5%</b>	<b>5,1</b>	<b>13,5%</b>	<b>0,4</b>	<b>3,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,3%</b>	<b>31,5%</b>

### Análisis de sensibilidad (2025e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	9,1%	73,0	4,0x
Central	8,7%	69,7	4,2x
Min	8,3%	66,5	4,4x

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

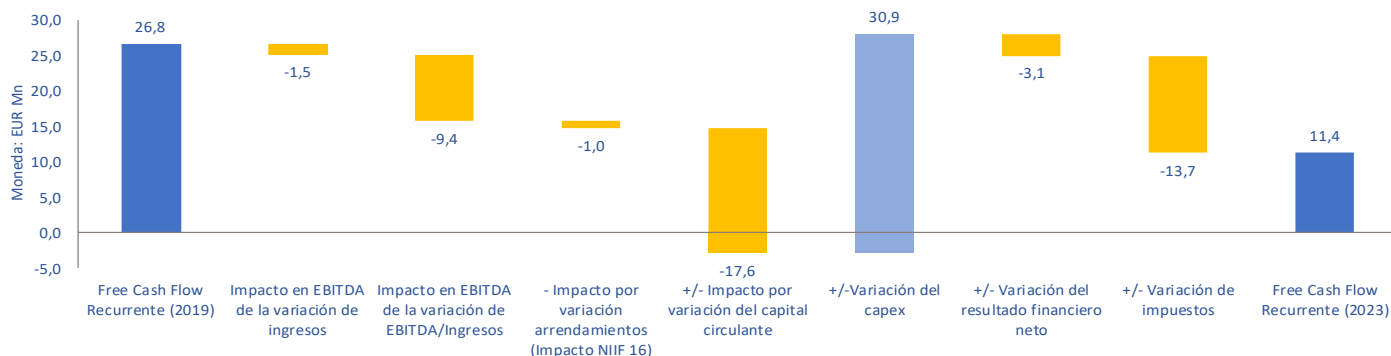
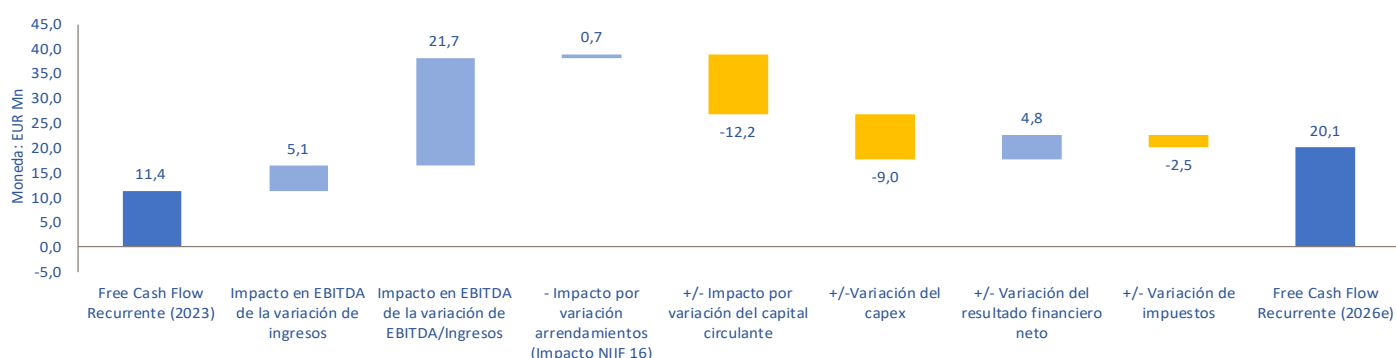
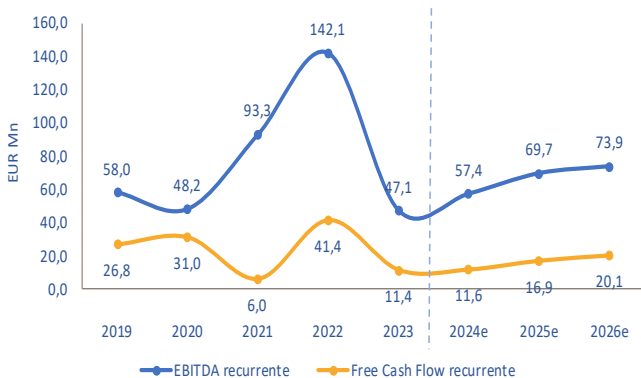
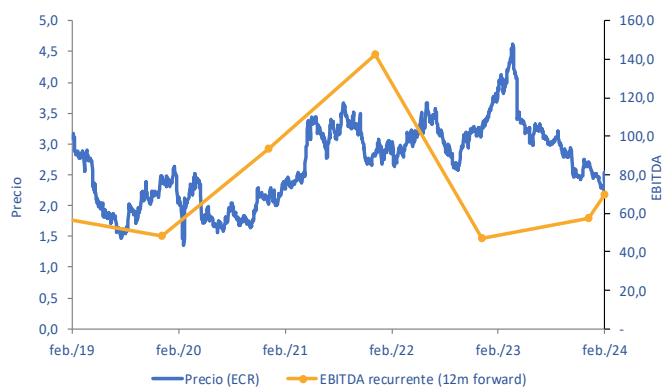
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario			FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	3,4%	3,8%	4,2%		Max	10,6%	9,1%	7,7%	7,7%	7,7%
73,0	23,4	20,1	16,9	➔	Central	9,1%	7,7%	6,2%	6,2%	6,2%
69,7	20,1	13,7	10,5		Min	7,7%	6,2%	4,7%	4,7%	4,7%
66,5	16,9	13,7	10,5							

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
Inmovilizado inmaterial	19,7	16,1	17,7	31,3	29,2	30,2	31,1	32,1		
Inmovilizado material	296,9	311,3	324,5	341,5	345,1	350,4	356,3	363,6		
Otros activos no corrientes	40,3	38,9	35,7	34,4	40,6	40,6	40,6	40,6		
Inmovilizado financiero	42,7	28,8	29,0	39,2	57,0	58,6	60,2	61,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	184,5	148,6	248,9	239,9	170,2	181,2	190,1	193,6		
<b>Total activo</b>	<b>584,1</b>	<b>543,6</b>	<b>655,8</b>	<b>686,2</b>	<b>642,1</b>	<b>661,0</b>	<b>678,3</b>	<b>691,8</b>		
Patrimonio neto	292,1	284,2	331,6	360,7	363,1	372,6	392,4	413,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	62,2	55,8	67,6	86,6	83,6	83,6	83,6	83,6		
Otros pasivos no corrientes	13,4	9,1	6,2	12,3	9,3	9,3	9,3	9,3		
Deuda financiera neta	96,8	75,7	59,6	62,8	80,8	77,9	69,0	58,8		
Pasivo circulante	119,6	118,8	190,8	163,8	105,3	117,6	124,1	126,6		
<b>Total pasivo</b>	<b>584,1</b>	<b>543,6</b>	<b>655,8</b>	<b>686,2</b>	<b>642,1</b>	<b>661,0</b>	<b>678,3</b>	<b>691,8</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>677,9</b>	<b>579,3</b>	<b>811,8</b>	<b>1.052,5</b>	<b>755,4</b>	<b>763,7</b>	<b>805,7</b>	<b>822,1</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>0,1%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>40,1%</i>	<i>29,6%</i>	<i>-28,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>2,0%</i>		
Coste de ventas	(439,3)	(348,3)	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(492,6)	(517,3)	(527,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>238,6</b>	<b>230,9</b>	<b>286,3</b>	<b>359,9</b>	<b>260,8</b>	<b>271,1</b>	<b>288,5</b>	<b>295,1</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,2%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>35,2%</i>	<i>39,9%</i>	<i>35,3%</i>	<i>34,2%</i>	<i>34,5%</i>	<i>35,5%</i>	<i>35,8%</i>	<i>35,9%</i>		
Gastos de personal	(83,1)	(84,3)	(83,6)	(89,6)	(91,6)	(92,5)	(93,7)	(94,7)		
Otros costes de explotación	(97,5)	(98,4)	(109,4)	(128,2)	(122,0)	(121,2)	(125,0)	(126,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>58,0</b>	<b>48,2</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>47,1</b>	<b>57,4</b>	<b>69,7</b>	<b>73,9</b>	<b>-5,1%</b>	<b>16,2%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-9,7%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>93,4%</i>	<i>52,3%</i>	<i>-66,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,5%</i>	<i>6,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>6,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	4,4	(0,9)	(0,4)	(20,2)	(3,8)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>62,4</b>	<b>47,3</b>	<b>92,9</b>	<b>121,9</b>	<b>43,3</b>	<b>57,4</b>	<b>69,7</b>	<b>73,9</b>	<b>-8,7%</b>	<b>19,5%</b>
Depreciación y provisiones	(25,1)	(27,4)	(25,2)	(23,4)	(23,5)	(24,7)	(25,1)	(25,6)		
Gastos capitalizados	0,9	2,3	0,5	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(7,8)	(7,1)	(7,3)	(7,4)		
<b>EBIT</b>	<b>31,2</b>	<b>14,9</b>	<b>61,8</b>	<b>92,2</b>	<b>13,0</b>	<b>26,6</b>	<b>38,3</b>	<b>41,9</b>	<b>-19,6%</b>	<b>47,6%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-27,8%</i>	<i>-52,1%</i>	<i>314,0%</i>	<i>49,0%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>104,1%</i>	<i>43,9%</i>	<i>9,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>4,6%</i>	<i>2,6%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,5)	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(5,4)	(5,2)	(4,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,4	0,5	0,6	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>25,1</b>	<b>7,0</b>	<b>59,3</b>	<b>88,0</b>	<b>5,0</b>	<b>22,8</b>	<b>34,7</b>	<b>38,8</b>	<b>-33,1%</b>	<b>97,5%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-34,0%</i>	<i>-72,2%</i>	<i>749,1%</i>	<i>48,3%</i>	<i>-94,3%</i>	<i>352,1%</i>	<i>52,5%</i>	<i>11,7%</i>		
Extraordinarios	(2,5)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>22,6</b>	<b>7,0</b>	<b>59,3</b>	<b>88,0</b>	<b>5,0</b>	<b>22,8</b>	<b>34,7</b>	<b>38,8</b>	<b>-31,3%</b>	<b>97,5%</b>
Impuestos	8,4	(0,7)	(9,9)	(17,3)	23,8	(4,6)	(6,9)	(7,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,4%</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>31,0</b>	<b>6,3</b>	<b>43,3</b>	<b>63,0</b>	<b>27,6</b>	<b>18,2</b>	<b>27,8</b>	<b>31,0</b>	<b>-2,9%</b>	<b>4,0%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-30,8%</i>	<i>-79,8%</i>	<i>592,0%</i>	<i>45,5%</i>	<i>-56,2%</i>	<i>-34,0%</i>	<i>52,5%</i>	<i>11,7%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>20,7</b>	<b>7,1</b>	<b>49,7</b>	<b>86,9</b>	<b>8,8</b>	<b>18,2</b>	<b>27,8</b>	<b>31,0</b>	<b>-19,2%</b>	<b>52,0%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-40,9%</i>	<i>-65,8%</i>	<i>603,6%</i>	<i>74,7%</i>	<i>-89,8%</i>	<i>106,1%</i>	<i>52,5%</i>	<i>11,7%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>57,4</b>	<b>69,7</b>	<b>73,9</b>	<b>-5,1%</b>	<b>16,2%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,1)	(7,3)	(7,4)		
Var.capital circulante						1,3	(2,4)	(1,0)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>51,6</b>	<b>60,0</b>	<b>65,6</b>	<b>-10,9%</b>	<b>9,3%</b>
CAPEX						(30,0)	(31,0)	(33,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,4)	(5,2)	(4,7)		
Impuestos						(4,6)	(6,9)	(7,8)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>11,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,1</b>	<b>-19,2%</b>	<b>20,9%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>11,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,1</b>	<b>-26,4%</b>	<b>46,7%</b>
Ampliaciones de capital						(2,3)	(3,0)	(5,0)		
Dividendos						(6,4)	(5,0)	(5,0)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(2,9)</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(10,1)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>48,2</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>47,1</b>	<b>57,4</b>	<b>69,7</b>	<b>73,9</b>	<b>-0,8%</b>	<b>16,2%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-16,9%	93,4%	52,3%	-66,8%	21,8%	21,5%	6,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,3%	11,5%	13,5%	6,2%	7,5%	8,7%	9,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,1)	(7,3)	(7,4)		
+/- Var. Capital circulante	35,0	(28,3)	(18,0)	11,2	1,3	(2,4)	(1,0)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>76,0</b>	<b>58,7</b>	<b>117,0</b>	<b>50,2</b>	<b>51,6</b>	<b>60,0</b>	<b>65,6</b>	<b>-12,9%</b>	<b>9,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-4,8%	-22,7%	99,4%	-57,1%	2,7%	16,3%	9,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	13,1%	7,2%	11,1%	6,6%	6,8%	7,4%	8,0%		
- CAPEX	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(30,0)	(31,0)	(33,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(5,4)	(5,2)	(4,7)		
- Impuestos	(0,7)	(9,9)	(17,3)	(5,3)	(4,6)	(6,9)	(7,8)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>31,0</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,1</b>	<b>-28,4%</b>	<b>20,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	15,8%	-80,5%	585,0%	-72,5%	2,1%	45,4%	19,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	5,4%	0,7%	3,9%	1,5%	1,5%	2,1%	2,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(1,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	4,2	16,5	(22,0)	(3,8)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>35,2</b>	<b>22,6</b>	<b>19,4</b>	<b>6,4</b>	<b>11,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,1</b>	<b>-43,4%</b>	<b>46,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	62,1%	-35,9%	-14,0%	-67,2%	82,4%	45,4%	19,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	14,1%	2,7%	18,8%	5,2%	5,3%	7,7%	9,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	16,0%	10,3%	8,8%	2,9%	5,3%	7,7%	9,1%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>26,8</b>	<b>31,0</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>16,9</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(8,4)	19,4	27,7	(40,1)	0,5	3,2	1,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,4)	25,7	21,1	(54,9)	9,8	9,2	2,8		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(9,8)</b>	<b>45,1</b>	<b>48,8</b>	<b>(95,0)</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>	<b>4,2</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	1,0	(0,8)	(1,0)	1,0	(0,2)	(0,1)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	6,2	(63,3)	10,3	29,2	(9,9)	(3,7)	1,5		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(17,3)</b>	<b>58,3</b>	<b>(66,8)</b>	<b>1,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,6</b>		
+/- Variación del CAPEX	19,2	(3,8)	(13,6)	29,2	(6,0)	(1,0)	(2,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(2,0)	5,3	(1,9)	(4,5)	4,2	0,3	0,4		
+/- Variación de impuestos	(9,1)	(9,2)	(7,4)	12,0	0,7	(2,4)	(0,8)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>4,2</b>	<b>(24,9)</b>	<b>35,4</b>	<b>(30,0)</b>	<b>0,2</b>	<b>5,3</b>	<b>3,2</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>31,0</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>16,9</b>	<b>20,1</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>14,9</b>	<b>61,8</b>	<b>92,2</b>	<b>13,0</b>	<b>26,6</b>	<b>38,3</b>	<b>41,9</b>	<b>-4,4%</b>	<b>47,6%</b>
* Tasa fiscal teórica	10,4%	16,7%	19,7%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,6)	(10,3)	(18,1)	-	(5,3)	(7,7)	(8,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>48,2</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>47,1</b>	<b>57,4</b>	<b>69,7</b>	<b>73,9</b>	<b>-0,8%</b>	<b>16,2%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,1)	(7,3)	(7,4)		
+/- Var. Capital circulante	35,0	(28,3)	(18,0)	11,2	1,3	(2,4)	(1,0)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>76,0</b>	<b>58,7</b>	<b>117,0</b>	<b>50,2</b>	<b>51,6</b>	<b>60,0</b>	<b>65,6</b>	<b>-12,9%</b>	<b>9,3%</b>
- CAPEX	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(30,0)	(31,0)	(33,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,6)	(10,3)	(18,1)	-	(5,3)	(7,7)	(8,4)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>38,6</b>	<b>8,8</b>	<b>45,7</b>	<b>26,2</b>	<b>16,3</b>	<b>21,4</b>	<b>24,2</b>	<b>-12,1%</b>	<b>-2,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	55,4%	-77,3%	421,5%	-42,6%	-37,9%	31,1%	13,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	6,7%	1,1%	4,3%	3,5%	2,1%	2,7%	2,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	4,2	16,5	(22,0)	(3,8)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>42,9</b>	<b>25,3</b>	<b>23,7</b>	<b>22,4</b>	<b>16,3</b>	<b>21,4</b>	<b>24,2</b>	<b>-19,4%</b>	<b>2,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	116,3%	-41,0%	-6,5%	-5,2%	-27,4%	31,1%	13,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	13,1%	3,0%	15,5%	8,9%	5,5%	7,2%	8,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	14,5%	8,6%	8,0%	7,6%	5,5%	7,2%	8,2%		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)**

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	220,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	23,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	80,8	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	30,1	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>294,7</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e	
Total Ingresos	633,7	607,3	624,5	606,9	689,3	677,1	677,9	579,3	811,8	1.052,5	755,4	763,7	805,7	822,1	1,8%	2,9%	
Cto. Total ingresos	-8,2%	-4,2%	2,8%	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-28,2%	1,1%	5,5%	2,0%			
EBITDA	24,5	16,9	32,9	61,5	61,0	59,6	62,4	47,3	92,9	121,9	43,3	57,4	69,7	73,9	5,9%	19,5%	
Cto. EBITDA	190,5%	-31,1%	95,3%	87,0%	-0,9%	-2,3%	4,8%	-24,2%	96,3%	31,2%	-64,5%	32,5%	21,5%	6,0%			
EBITDA/Ingresos	3,9%	2,8%	5,3%	10,1%	8,8%	8,8%	9,2%	8,2%	11,4%	11,6%	5,7%	7,5%	8,7%	9,0%			
Beneficio neto	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,6	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	27,6	18,2	27,8	31,0	56,5%	4,0%	
Cto. Beneficio neto	97,4%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,3%	0,7%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-56,2%	-34,0%	52,5%	11,7%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	98,8	94,2	93,8	91,4	91,4	91,4			
BPA (EUR)	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,44	0,67	0,29	0,20	0,30	0,34	58,0%	4,9%	
Cto. BPA	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-28,9%	-79,1%	n.a.	52,5%	-56,0%	-32,3%	52,5%	11,7%			
BPA ord. (EUR)	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,19	0,07	0,50	0,92	0,09	0,20	0,30	0,34	41,6%	53,3%	
Cto. BPA ord.	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-52,6%	-64,7%	n.a.	83,1%	-89,8%	n.a.	52,5%	11,7%			
CAPEX	(4,4)	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(30,0)	(31,0)	(33,0)			
CAPEX/Vtas %	0,7%	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	6,2%	8,1%	6,2%	4,9%	5,1%	3,2%	3,9%	3,8%	4,0%			
Free Cash Flow	19,6	23,4	6,6	20,5	1,1	2,9	21,7	35,2	22,6	19,4	6,4	11,6	16,9	20,1	-10,6%	46,7%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	5,2x	6,1x	2,8x	1,3x	1,6x	1,9x	1,6x	1,6x	0,6x	0,5x	1,9x	1,4x	1,0x	0,8x			
PER (x)	n.a.	n.a.	8,6x	4,1x	6,4x	6,8x	8,1x	33,3x	6,4x	4,7x	9,0x	12,1x	7,9x	7,1x			
EV/Vtas (x)	0,28x	0,24x	0,26x	0,47x	0,60x	0,69x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,45x	0,39x	0,37x	0,36x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	7,3x	8,7x	5,0x	4,7x	6,8x	7,8x	6,2x	6,5x	3,9x	3,1x	7,8x	5,1x	4,2x	4,0x			
Comport. Absoluto	18,7%	-17,3%	56,7%	198,7%	57,0%	9,9%	-15,8%	-14,0%	37,8%	11,3%	-15,3%	-8,7%					
Comport. Relativo vs Ibex 35	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	46,2%	29,2%	-24,7%	1,7%	27,7%	17,9%	-31,0%	-8,4%					

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales comparables 2024e

		Europa				USA				ECR	
EUR Mn		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Average	ECR	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BAS-DE	SOLB-BE	1COV-DE		DOW-US	OLN-US	WLK-US		ECR-ES	
	País	Germany	Belgium	Germany		USA	USA	USA		Spain	
	Market cap	41.984,4	2.500,8	9.342,3		35.715,9	5.843,4	16.081,3		220,4	
	Enterprise value (EV)	62.022,4	5.460,0	11.778,5		47.345,4	8.509,0	18.733,0		294,7	
Información financiera básica	Total Ingresos	70.063,5	4.564,7	15.572,0		41.946,2	6.518,7	11.396,8		763,7	
	Cto.Total Ingresos	1,7%	-11,2%	5,5%	-1,3%	1,8%	3,4%	-1,6%	1,2%	1,1%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,2%	0,5%	2,2%	2,3%	4,9%	4,1%	5,4%	4,8%	3,8%	
	EBITDA	8.242,3	950,7	1.702,4		5.793,8	1.235,2	2.286,2		57,4	
	Cto. EBITDA	12,3%	-22,8%	24,5%	4,7%	22,4%	-5,4%	6,4%	7,8%	32,5%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,6%	7,5%	11,7%	9,9%	14,8%	10,0%	10,6%	11,8%	13,5%	
	EBITDA/Ingresos	11,8%	20,8%	10,9%	14,5%	13,8%	18,9%	20,1%	17,6%	7,5%	
	EBIT	4.301,6	635,0	802,0		3.236,9	715,1	1.237,9		26,6	
	Cto. EBIT	25,8%	-30,1%	68,2%	21,3%	39,4%	-9,3%	8,9%	13,0%	104,1%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	18,3%	10,7%	21,2%	16,7%	23,2%	17,5%	23,6%	21,4%	25,5%	
	EBIT/Ingresos	6,1%	13,9%	5,2%	8,4%	7,7%	11,0%	10,9%	9,8%	3,5%	
	Beneficio Neto	2.810,8	354,7	507,1		1.952,8	411,6	855,7		18,2	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	-33,8%	96,9%	31,5%	266,0%	-3,1%	94,8%	119,2%	-34,0%	
2y TACC (2024e - 2026e)	19,6%	15,7%	22,7%	19,3%	29,6%	25,8%	27,8%	27,7%	30,5%		
CAPEX/Ventas	8,5%	8,4%	5,9%	7,6%	6,6%	3,3%	8,0%	6,0%	3,9%		
Free Cash Flow	1.065,3	408,4	431,7		1.829,4	518,0	930,7		11,6		
Deuda financiera Neta	18.432,2	1.654,0	2.060,2		11.641,1	2.332,9	1.354,4		77,9		
DN/EBITDA (x)	2,2	1,7	1,2	1,7	2,0	1,9	0,6	1,5	1,4		
Pay-out	104,9%	68,3%	52,3%	75,2%	96,5%	23,5%	24,0%	48,0%	24,0%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,1	6,4	19,3	12,9	18,1	13,8	18,9	17,0	12,1	
	P/BV (x)	1,2	1,0	1,3	1,1	2,1	2,8	1,2	2,0	0,6	
	EV/Ingresos (x)	0,9	1,2	0,8	0,9	1,1	1,3	1,6	1,4	0,4	
	EV/EBITDA (x)	7,5	5,7	6,9	6,7	8,2	6,9	8,2	7,8	5,1	
	EV/EBIT (x)	14,4	8,6	14,7	12,6	14,6	11,9	15,1	13,9	11,1	
	ROE	9,0	15,7	6,6	10,4	11,5	20,4	6,4	12,8	4,9	
	FCF Yield (%)	2,5	16,3	4,6	7,8	5,1	8,9	5,8	6,6	5,3	
	DPA	3,30	2,33	1,39	2,34	2,67	0,77	1,61	1,68	0,05	
Dvd Yield	7,0%	9,9%	2,8%	6,6%	5,2%	1,6%	1,3%	2,7%	2,0%		

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).



## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

---

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

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

**Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o** distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

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

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
29-Feb-2024	n.a.	2,41	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
08-Nov-2023	n.a.	2,85	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Bajamos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
27-Jul-2023	n.a.	3,22	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
14-Jun-2023	n.a.	3,22	n.a.	n.a.	Noticia importante - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	3,19	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
03-May-2023	n.a.	4,03	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
11-Abr-2023	n.a.	4,31	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
22-Feb-2023	n.a.	3,81	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
09-Nov-2022	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Ago-2022	n.a.	3,32	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
15-Jun-2022	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
04-May-2022	n.a.	3,19	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
25-Feb-2022	n.a.	2,85	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
10-Nov-2021	n.a.	3,32	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
29-Jul-2021	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
12-May-2021	n.a.	2,98	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
26-Feb-2021	n.a.	2,27	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	1,89	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,63	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,80	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,45	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,10	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,23	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,77	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	2,00	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

