

Noticia importante

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.

OPA de Bondalti: bajo precio, que no refleja la verdadera capacidad de generar FCF de ECR

BONDALTI HA LANZADO UNA OPA SOBRE EL 100% DE ERC. Bondalti Iberica (100% propiedad de Bondalti Capital, grupo industrial portugués con presencia en el sector químico industrial) ha lanzado una OPA sobre el 100% del capital de ECR, a un precio de EUR 3,6/acc (EUR 329Mn), 41% de prima sobre el precio pre OPA (4 de marzo; EUR 2,56). Y que se pagará en efectivo. En caso de no alcanzar el mínimo del 75%, Bondalti considerará: (i) mantener las acciones de ECR cotizadas o (ii) presentar una nueva oferta de adquisición.

2023: SUELO DEL SECTOR. QUE SE PROLONGA AL 1S24. En 2023, ha quedado patente el mal momento del sector (caída del PMI del sector manufacturero, proceso de reducción de stock más largo de lo normal...). Reflejado en una debilidad muy fuerte de la demanda. Y, aunque esperamos que durante el 1S24 continúe el mal momento del sector, en el 2S24 se debería ver una recuperación de la demanda. Que aún no cotiza. El EBITDA 2023 de ECR ha sido 1/3 del de 2022... La OPA se lanza en el "valle", estricto y objetivo, del ciclo.

PERFORMANCE -12M (PRE OPA) Y VALOR DE MERCADO. Tras la fuerte corrección de la acción (hasta el 4 de marzo, pre OPA, ECR -12M: -36,3%, -40,2% vs Ibex 35, -39,0% vs sector), nuestras estimaciones 2024e (1S24 afectado por mal momento del sector) cotizaban a un múltiplo EV/EBITDA de 4,7x (pre OPA) vs 7,4x de los comparables europeos (múltiplo actual). El precio de la OPA implica un EV/EBITDA implícito de 6,4x (-14% vs sector). Es decir, la prima ofertada (c.+41%) está por debajo del múltiplo sectorial (en el "suelo" del ciclo). Si aplicamos el múltiplo (7,4x) sobre el EBITDA Rec. 2024e obtenemos un precio por acción de EUR 4,3 (+18,2% vs precio OPA), que confirma que el precio de la OPA ni siquiera estaría recogiendo el valor de mercado de ECR en el suelo del ciclo (y de resultados). Sin prima sobre el múltiplo sectorial.

CON UNA VALORACIÓN INTRÍNSECA/REAL DE EUR 4,7 POR ACCIÓN. Si asumimos un FCF Recurrente normalizado (ver pag. 3), es decir, asumiendo un momento del ciclo medio, obtenemos un precio de EUR 4,7/acc (+29,6% vs precio de OPA). Que es el valor real de ECR en base a su potencial de generación de FCF en un año medio (ni "pico" ni "valle") del ciclo. El precio ofertado es muy inferior al valor intrínseco de ECR. Lo que evidencia que el precio de la OPA está basado en el "valle" del ciclo visto en 2023 y arranque de 2024.

EN CONCLUSIÓN, EL PRECIO DE LA OPA ESTARÍA POR DEBAJO DEL VALOR INTRÍNSECO DE ECR.

Tomando como referencia un FCF Recurrente normalizado (punto medio del ciclo) para el cálculo del valor intrínseco o "real" de ECR (ver pag. 3), se llega a un valor de ECR de +29,6% sobre el precio de OPA. Es decir, y de manera muy simple y directa, el precio ofertado: (i) implica "matemáticamente" una prima (+41%), basada en el fuerte underperformance previo del valor, (ii) que está por debajo del múltiplo de mercado de comparables (no hay prima alguna en términos de EV/EBITDA 2024e) y (iii) queda muy lejos del valor intrínseco/estructural de ECR en base a su FCF potencial. Es decir, analizado con frialdad, los "números" dicen que el precio ofertado es bajo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	312,7	341,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	350,7	383,2
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,62 / 3,09 / 2,28	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,47	
Rotación ⁽³⁾	38,1	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

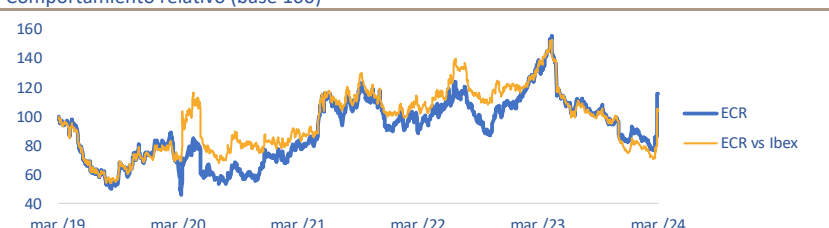
Joan Casas Galofre	6,0
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,5
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,6
Free Float	79,9

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 ⁽⁴⁾	-23,8	14,1	7,9	9,5
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. ⁽⁵⁾	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 (%) ⁽⁵⁾	2,8	4,5	6,4	6,9

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	11,6	17,2	11,3	10,1
PER Ordinario	36,3	17,2	11,3	10,1
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	1,9	1,4	2,1	2,4
EV/Ventas	0,46	0,46	0,44	0,43
EV/EBITDA Rec.	7,4	6,1	5,0	4,7
EV/EBIT	26,9	13,2	9,2	8,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	3,6	3,7	5,4	6,4

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	42,2	40,7	-15,1	29,5	42,6	15,6
vs Ibex 35	36,3	38,4	-22,6	26,8	14,5	3,6
vs Ibex Small Cap Index	41,6	41,0	-7,3	30,8	54,7	-1,6
vs Eurostoxx 50	33,8	26,6	-27,0	17,8	5,2	-23,1
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	34,3	32,9	-21,9	27,9	20,3	-21,8

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 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.

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

Noticia importante

1. Condiciones para la efectividad de la oferta

Destacar que las condiciones para la efectividad de la oferta son:

- La aceptación mínima de la oferta por al menos, el 75% más una acción del capital de ECR (esto es, 68.577.151 acciones).
- La obtención de las autorizaciones o en su caso, la no oposición (no sujetas a compromisos o condiciones), de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia (CNMC y de la autoridad portuguesa), que resulten necesarias.
- La obtención de la autorización (a efectos del reglamento de subvenciones extranjeras) o en su caso, la no oposición (no sujeta a compromisos o condiciones), de la Comisión Europea, que resulte necesaria.

En caso de que la autorización de la CNMC, AdC o de la Comisión Europea esté sujeta a cualquier condición u obligación impuesta a Bondalti, ésta notificará a la CNMV y al mercado lo antes posible si las acepta o no. Si Bondalti comunica su decisión de no aceptarlas, considerará que no se ha obtenido la autorización correspondiente y, en consecuencia, procederá a retirar la oferta.

Para el caso de que la oferta se liquide, pero Bondalti (previa renuncia a la condición de aceptación mínima) no alcance el 75% del capital social de ECR en la fecha de liquidación, Bondalti analizará la conveniencia de (i) mantener las acciones de ECR cotizadas o (ii) promover la formulación de una nueva oferta de exclusión de negociación de las acciones.

A priori, señalar que en el caso de OPAs lanzadas sobre el 100% del capital de una compañía, para poder realizar una venta forzosa (*squeeze-out*), es necesario alcanzar como mínimo el 90% del capital. Como dicha OPA es aparentemente hostil y no está consensuada con los accionistas de referencia, entre los que se encuentran: Joan Casas Galofre (6,0%), Víctor Manuel Rodríguez Martín (5,5%) y Montserrat Garcia Pruns (3,6%), que sumarían un 15,1% del capital, la posibilidad de alcanzar un 90% del capital y la posibilidad de un squeeze out (exclusión forzosa de cotización) es a día de hoy muy incierta.

2. Valoración por múltiplos de mercado

Para estimar el valor de mercado actual de ECR, tomamos como referencia el múltiplo al que cotizan sus comparables europeos (7,4x; con un margen del +/- 5%), y lo multiplicamos sobre nuestra estimación de EBITDA Recurrente 2024e (impactado todavía por el mal momento del sector) de EUR 57,4Mn. De esta forma obtenemos un rango de EV comprendido entre 405,6 – 448,2Mn, que ajustado (deuda neta, provisiones y otros pasivos a l/p e inmovilizado financiero) llevaría a un rango del precio por acción de EUR 4,0 – 4,5. Es decir, un diferencial entre el 11,7%/24,6% sobre los EUR 3,6 por acción ofrecidos por Bondalti. Es decir, el precio ofertado quedaría claramente por debajo del múltiplo (EV/EBITDA) al que hoy cotiza el resultado 2024e del sector.

Tabla 1. Valoración por múltiplo EV/EBITDA 2024e

		Escenario central	
EBITDA recurrente 2024e	57,4	57,4	57,4
Múltiplo Comparables - Europa	7,1x	7,4x	7,8x
Enterprise Value	405,6	426,9	448,2
¹ - Minoritarios	-	-	-
¹ - Provisiones y otros pasivos a LP	(23,6)	(23,6)	(23,6)
¹ - Deuda financiera neta	(80,8)	(80,8)	(80,8)
¹ + Inmovilizado financiero	66,5	66,5	66,5
Equity Value	367,6	389,0	410,3
Nº de acciones	91,4	91,4	91,4
Precio/acc.	4,0	4,3	4,5
Diferencial s/OPA	11,7%	18,2%	24,6%

*El inmovilizado financiero incluye: (i) el valor presente (EUR 43,9Mn) de los activos por impuesto diferido de EUR 40,6Mn registrados y los EUR 28,5Mn pendientes de registrar descontados (hemos asumido un periodo entre 2024 – 2033 para su aplicación) a una WACC del 8,9% (ver pag. 6). Para más detalles consultar epígrafe 6 (o) de las cuentas anuales 2023. Y (ii) otros activos no corrientes que incluye principalmente Hacienda Pública Deudora por importe de EUR 19,4Mn.

3. Valoración intrínseca de Ercros

En segundo lugar, valoramos la compañía en base a su potencial resultado en un año medio del ciclo. Algo clave en una compañía hipercíclica como ECR, en la que el diferencial de resultados obtenidos en las diferentes fases del ciclo es muy grande. Este ejercicio permite estimar un valor intrínseco o estructural: libre del condicionante del momento del ciclo en que se encuentra hoy la compañía (en el “valle” o momento más bajo del ciclo).

Tomamos como referencia un EBITDA Rec. medio de 65Mn y hacemos los correspondientes ajustes: (i) salida de caja promedio 2019 -2026e por la NIIF 16, (ii) el impacto por variación de circulante (en línea con el promedio histórico de entrada/salida de caja por variación de circulante entre 2013-2023), (iii) el Capex de mantenimiento anual (sin considerar inversiones para aumentar la capacidad instalada) y (iv) una tasa impositiva del 25%. Obteniendo un FCF Recurrente normalizado (EUR 34,5 Mn; media del ciclo) que descontamos a perpetuidad para el cálculo del EV.

Estimamos un Equity Value de 426,6Mn. Es decir, un precio por acción de EUR 4,7 (+ 29,6% vs el precio de la OPA).

Para el cálculo del EV, hemos descontado el FCF Recurrente usando una WACC del 8,9% (ver detalle del cálculo en pag. 6 de este informe) y una g del 1,5%. Tasas del 1% y 2% llevarían la valoración a EUR 4,3 y 5,0 por acción, respectivamente.

Tabla 2. Valoración intrínseca

EBIT	33
* Tasa fiscal teórica	25%
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(8,3)
EBITDA recurrente	65
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,2)
+/- Var. Capital circulante	-
= Cash Flow operativo recurrente	57,8
- Capex	(15,0)
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(8,3)
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	34,5
Enterprise Value	464,5
¹ - Minoritarios	-
¹ - Provisiones y otros pasivos a LP	(23,6)
¹ - Deuda financiera neta	(80,8)
¹ + Inmovilizado financiero	66,5
Equity Value	426,6
Nº de acciones	91,4
Precio/acc.	4,7
Precio OPA	329,2
Precio/acc.	3,6
Diferencial s/OPA	29,6%

Nota: Hemos asumido un impacto cero por variación de capital circulante (en línea con el impacto promedio de -0,3Mn entre 2013 - 2023). Respecto al CAPEX, hemos asumido EUR 15Mn/año, que refleja el coste de mantenimiento anual de los últimos ejercicios, eliminado el efecto del Capex de crecimiento o incrementos de capacidad.

4. Conclusión

En definitiva, el precio ofrecido en la OPA queda lejos del valor intrínseco de ECR en base a su FCF potencial en un año medio del ciclo, y que estaría un +29,6% por encima de la oferta. Y, además, quedaría un 15% por debajo del precio de mercado derivado del múltiplo EV/EBITDA de los comparables europeos en el actual momento “suelo” del ciclo (y de resultados).

A título de ejemplo, el EBITDA 2023 de ECR ha sido 1/3 del de 2022... La OPA se lanza en el “valle” estricto del ciclo. Y la prima ofertada (c.+41%) debe ponerse en el contexto de un valor que en el momento del lanzamiento de la OPA (5 de marzo) acumulaba un pésimo comportamiento relativo -12m: -40,2% vs Ibex 35 y -39,0% vs sector.

Es decir, analizado con frialdad, el precio ofertado es bajo. La prima ofertada no llega a “empatar” con los múltiplos sectoriales a día de hoy. Y el precio de la OPA queda muy por debajo del valor intrínseco o fundamental de Ercros. Aquel que expresa o refleja el verdadero potencial de generación de FCF de la compañía en un año medio del ciclo.

Aunque la OPA tiene tres grandes virtudes:

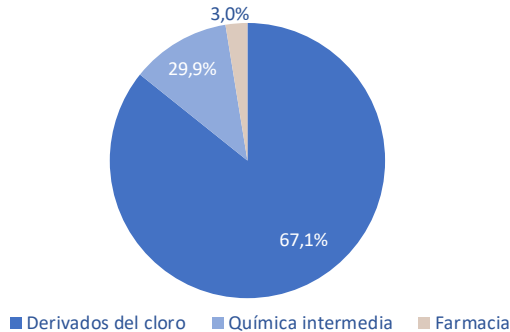
(i) Pone de manifiesto que ECR cotizaba (antes de la OPA) muy lejos de comparables. Y que sus resultados 2024e no estaban cotizados.

(ii) Hace obvio que ECR es “opable” (hoy y en el futuro) porque sus condiciones (tamaño, rentabilidad, bajo nivel de deuda neta) son atractivas para el sector. Lo que implica que su cotización debiera reflejar a partir de ahora esa condición, que no es coyuntural (interés de Bondalti hoy) sino estructural/permanente (interés del sector por compañías de las características de ECR). Una ventaja que los accionistas de ECR seguirán disfrutando en el futuro.

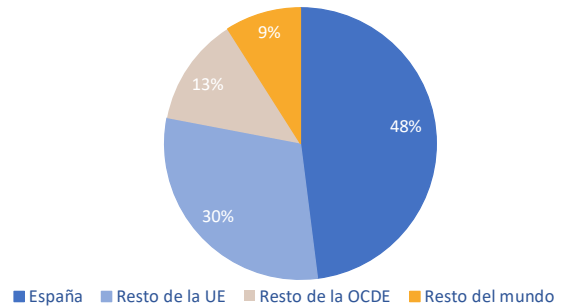
(iii) Evidencia que el valor de mercado de ECR está hoy penalizado (“valle” del ciclo que explica esta OPA), pero que esa circunstancia es temporal, cambiará a muy corto plazo (2S 2024), y debiera ser recogida por la cotización ya en 2024.

La compañía en 8 gráficos

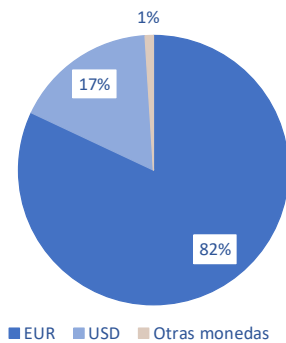
Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (% s/EBITDA 2023)



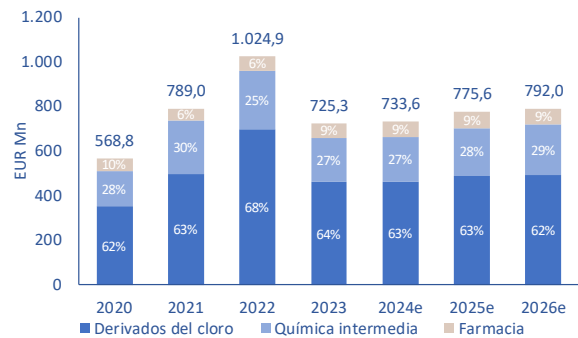
Con un 52% de las ventas procedentes de fuera de España en 2023



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

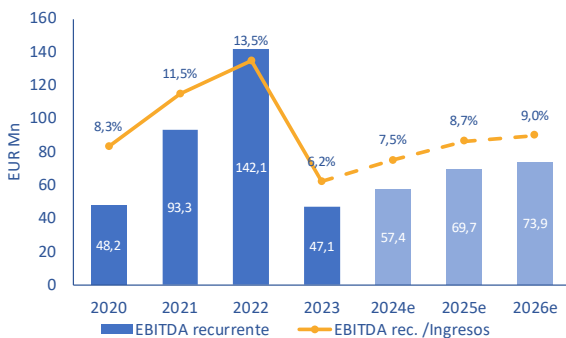


Tras los resultados récord en 2022, en 2023 hemos visto una menor actividad, que debería empezar a recuperarse en el 2024

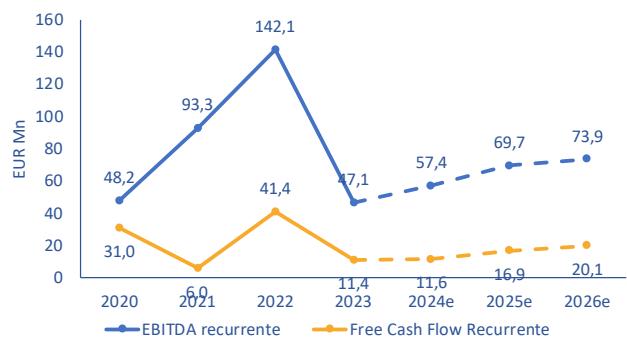


Nota: excluye otros ingresos

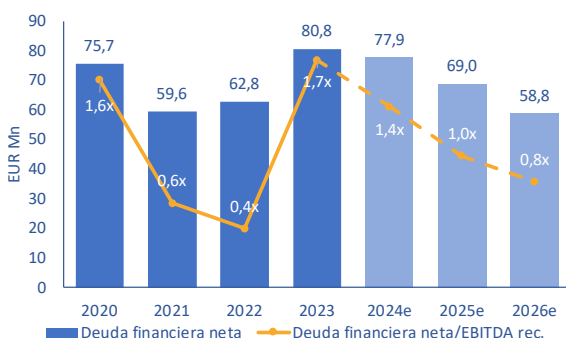
La reducción de costes energéticos y la recuperación de la actividad debería permitir mantener un margen EBITDA > 7%



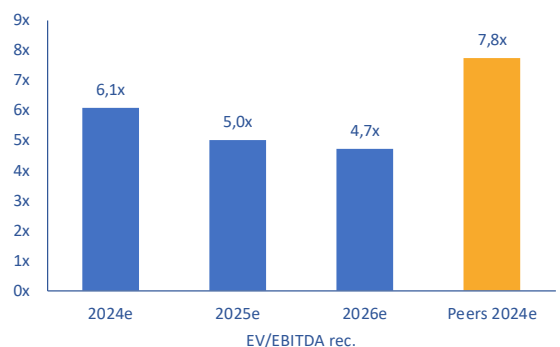
Y, pese al elevado CAPEX, la capacidad de generación de FCF seguirá siendo positiva



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



Cotizando a múltiplos relativamente bajos (EV/EBITDA 2024e: 6,1x)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	16,3	21,4	24,2	n.a.			
Market Cap	312,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	80,8	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)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,1%	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	
Coste del Equity	10,3%	Ke = Rf + (R * B)			9,2%	10,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	79,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	20,5%	D			=	=	
WACC	8,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	9,5%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,0%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
					24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
BASF SE	BAS-DE		43.852,5	13,7	15,7%	7,7	10,1%	0,9	4,1%	11,8%	2,4%	74,4%
Solvay	SOLB-BE		2.488,1	6,4	17,8%	5,8	7,7%	1,2	0,6%	20,7%	16,4%	1,9%
Covestro AG	1COV-DE		9.111,7	61,4	n.a.	8,8	20,5%	0,8	7,5%	9,2%	2,5%	64,4%
Europa				27,1	16,7%	7,4	12,8%	1,0	4,1%	13,9%	7,1%	46,9%
DowDuPont	DOW-US		36.587,8	18,8	29,4%	8,4	15,0%	1,2	4,9%	13,8%	5,0%	18,2%
Olin Corp	OLN-US		6.301,8	15,2	35,3%	7,3	10,0%	1,4	4,1%	18,9%	8,1%	29,6%
Westlake	WLK-US		16.728,7	19,9	25,5%	8,6	11,3%	1,7	5,4%	20,0%	5,1%	13,8%
USA				17,9	30,1%	8,1	12,1%	1,4	4,8%	17,6%	6,1%	20,6%
ECR	ECR-ES		312,7	17,2	30,5%	6,1	13,5%	0,5	3,8%	7,5%	3,7%	31,5%

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	4,8x
Central	8,7%	69,7	5,0x
Min	8,3%	66,5	5,3x

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

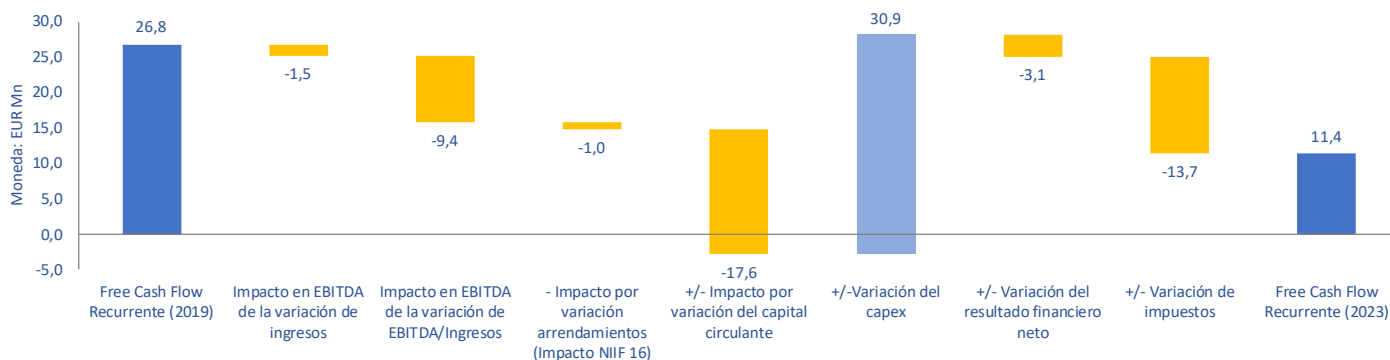
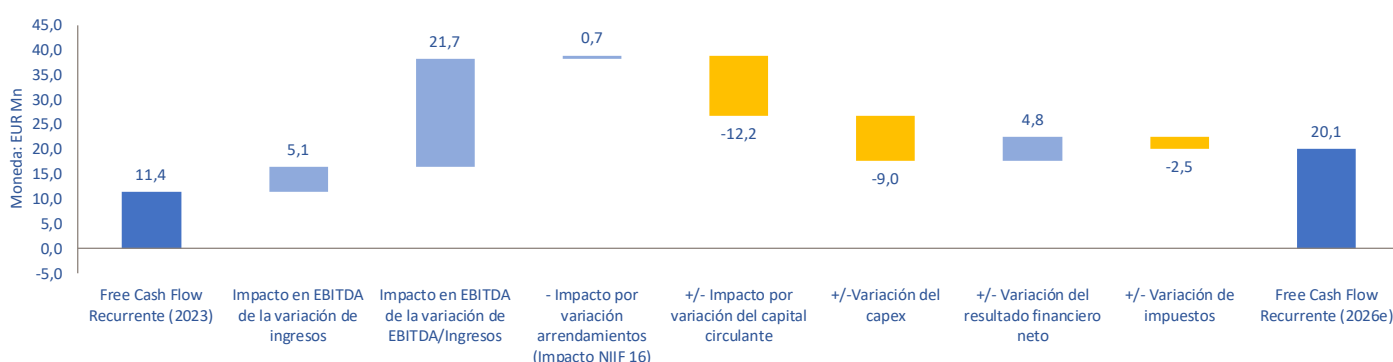
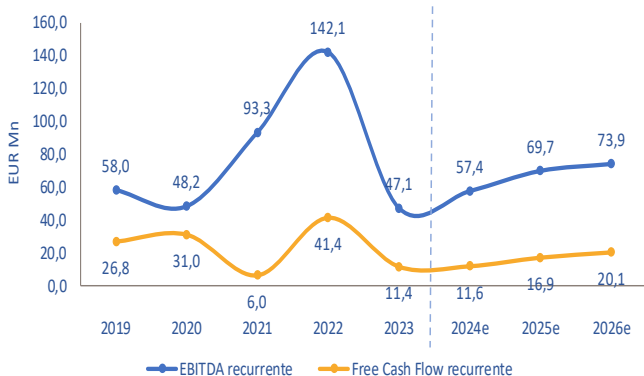
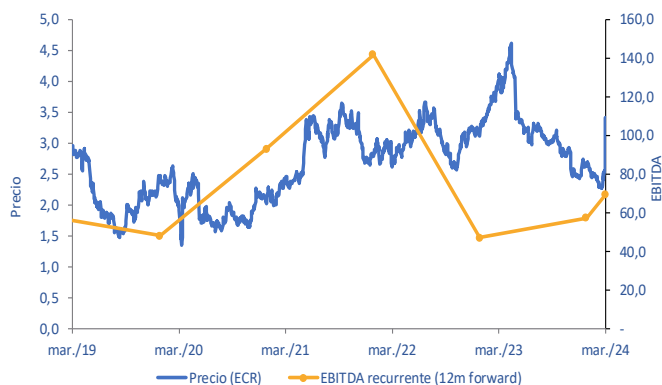
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	3,4%	3,8%	4,2%		Max	7,5%	6,4%
EBITDA 25e	23,4	20,1	16,9	Central	6,4%	5,4%	4,4%
73,0	20,1	16,9	13,7	Min	5,4%	4,4%	3,3%
69,7	16,9	13,7	10,5				
66,5							

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
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		
Total activo	584,1	543,6	655,8	686,2	642,1	661,0	678,3	691,8		
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		
Total pasivo	584,1	543,6	655,8	686,2	642,1	661,0	678,3	691,8		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	677,9	579,3	811,8	1.052,5	755,4	763,7	805,7	822,1	2,7%	2,9%
<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)		
Margen Bruto	238,6	230,9	286,3	359,9	260,8	271,1	288,5	295,1	2,2%	4,2%
<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)		
EBITDA recurrente	58,0	48,2	93,3	142,1	47,1	57,4	69,7	73,9	-5,1%	16,2%
<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)	-	-	-		
EBITDA	62,4	47,3	92,9	121,9	43,3	57,4	69,7	73,9	-8,7%	19,5%
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)		
EBIT	31,2	14,9	61,8	92,2	13,0	26,6	38,3	41,9	-19,6%	47,6%
<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		
Beneficio ordinario	25,1	7,0	59,3	88,0	5,0	22,8	34,7	38,8	-33,1%	97,5%
<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)	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	22,6	7,0	59,3	88,0	5,0	22,8	34,7	38,8	-31,3%	97,5%
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)	-	-	-		
Beneficio neto	31,0	6,3	43,3	63,0	27,6	18,2	27,8	31,0	-2,9%	4,0%
<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>		
Beneficio ordinario neto	20,7	7,1	49,7	86,9	8,8	18,2	27,8	31,0	-19,2%	52,0%
<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>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						57,4	69,7	73,9	-5,1%	16,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,1)	(7,3)	(7,4)		
Var.capital circulante						1,3	(2,4)	(1,0)		
Cash Flow operativo recurrente						51,6	60,0	65,6	-10,9%	9,3%
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)		
Free Cash Flow Recurrente						11,6	16,9	20,1	-19,2%	20,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						11,6	16,9	20,1	-26,4%	46,7%
Ampliaciones de capital						(2,3)	(3,0)	(5,0)		
Dividendos						(6,4)	(5,0)	(5,0)		
Variación de Deuda financiera neta						(2,9)	(8,9)	(10,1)		

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
EBITDA recurrente	48,2	93,3	142,1	47,1	57,4	69,7	73,9	-0,8%	16,2%
<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)		
= Cash Flow operativo recurrente	76,0	58,7	117,0	50,2	51,6	60,0	65,6	-12,9%	9,3%
<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)		
= Free Cash Flow recurrente	31,0	6,0	41,4	11,4	11,6	16,9	20,1	-28,4%	20,9%
<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)	-	-	-		
= Free Cash Flow	35,2	22,6	19,4	6,4	11,6	16,9	20,1	-43,4%	46,7%
<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>	9,9%	1,9%	13,2%	3,6%	3,7%	5,4%	6,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,3%	7,2%	6,2%	2,0%	3,7%	5,4%	6,4%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	26,8	31,0	6,0	41,4	11,4	11,6	16,9		
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		
= Variación EBITDA recurrente	(9,8)	45,1	48,8	(95,0)	10,3	12,4	4,2		
- 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		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(3,8)	(17,3)	58,3	(66,8)	1,4	8,4	5,6		
+/- 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)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,2	(24,9)	35,4	(30,0)	0,2	5,3	3,2		
Free Cash Flow Recurrente	31,0	6,0	41,4	11,4	11,6	16,9	20,1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	14,9	61,8	92,2	13,0	26,6	38,3	41,9	-4,4%	47,6%
* 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)		
EBITDA recurrente	48,2	93,3	142,1	47,1	57,4	69,7	73,9	-0,8%	16,2%
- 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)		
= Cash Flow operativo recurrente	76,0	58,7	117,0	50,2	51,6	60,0	65,6	-12,9%	9,3%
- 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)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	38,6	8,8	45,7	26,2	16,3	21,4	24,2	-12,1%	-2,6%
<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)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	42,9	25,3	23,7	22,4	16,3	21,4	24,2	-19,4%	2,6%
<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>	11,0%	2,5%	13,0%	7,5%	4,6%	6,1%	6,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	12,2%	7,2%	6,7%	6,4%	4,6%	6,1%	6,9%		

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	312,7	
+ 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	66,5	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	350,7	

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) ⁽²⁾	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	17,2x	11,3x	10,1x			
EV/Vtas (x)	0,28x	0,24x	0,26x	0,47x	0,60x	0,69x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,44x	0,46x	0,44x	0,43x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	7,3x	8,7x	5,0x	4,7x	6,8x	7,8x	6,2x	6,5x	3,9x	3,1x	7,7x	6,1x	5,0x	4,7x			
Compart. Absoluto	18,7%	-17,3%	56,7%	198,7%	57,0%	9,9%	-15,8%	-14,0%	37,8%	11,3%	-15,3%	29,5%	5,0x	4,7x			
Compart. 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%	26,8%					

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				
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	43.852,5	2.488,1	9.111,7		36.587,8	6.301,8	16.728,7		312,7
	Enterprise value (EV)	63.890,5	5.447,6	11.892,2		48.116,2	8.944,2	19.357,3		350,7
Información financiera básica	Total Ingresos	70.043,7	4.571,4	14.705,2		41.616,6	6.462,0	11.296,1		763,7
	Cto.Total Ingresos	1,7%	-11,2%	2,3%	-2,4%	1,9%	3,4%	-1,6%	1,2%	1,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,1%	0,6%	7,5%	4,1%	4,9%	4,1%	5,4%	4,8%	3,8%
	EBITDA	8.249,9	946,7	1.348,5		5.722,8	1.224,4	2.258,1		57,4
	Cto. EBITDA	12,4%	-22,2%	41,5%	10,6%	22,0%	-5,4%	6,0%	7,5%	32,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,1%	7,7%	20,5%	12,8%	15,0%	10,0%	11,3%	12,1%	13,5%
	EBITDA/Ingresos	11,8%	20,7%	9,2%	13,9%	13,8%	18,9%	20,0%	17,6%	7,5%
	EBIT	4.302,1	635,0	468,1		3.208,7	708,9	1.221,4		26,6
	Cto. EBIT	25,8%	-30,1%	485,1%	160,3%	39,4%	-9,3%	8,4%	12,8%	104,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	17,5%	10,7%	50,6%	26,3%	23,2%	17,5%	23,5%	21,4%	25,5%
	EBIT/Ingresos	6,1%	13,9%	3,2%	7,7%	7,7%	11,0%	10,8%	9,8%	3,5%
	Beneficio Neto	2.815,2	354,7	141,0		1.935,8	408,0	840,0		18,2
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	-33,8%	171,2%	68,7%	266,0%	-3,1%	92,9%	118,6%	-34,0%
2y TACC (2024e - 2026e)	18,7%	15,7%	n.a.	17,2%	29,6%	25,8%	26,1%	27,2%	30,5%	
CAPEX/Ventas	8,6%	8,4%	5,5%	7,5%	6,6%	3,3%	8,2%	6,0%	3,9%	
Free Cash Flow	1.065,3	408,4	226,8		1.813,5	513,5	847,4		11,6	
Deuda financiera Neta	18.483,3	1.654,0	2.548,0		11.539,9	2.312,6	1.369,3		77,9	
DN/EBITDA (x)	2,2	1,7	1,9	2,0	2,0	1,9	0,6	1,5	1,4	
Pay-out	104,7%	68,3%	43,0%	72,0%	96,5%	23,5%	24,8%	48,3%	24,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,7	6,4	61,4	27,1	18,8	15,2	19,9	17,9	17,2
	P/BV (x)	1,2	1,0	1,4	1,2	2,1	3,1	1,3	2,2	0,8
	EV/Ingresos (x)	0,9	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	1,4	0,5
	EV/EBITDA (x)	7,7	5,8	8,8	7,4	8,4	7,3	8,6	8,1	6,1
	EV/EBIT (x)	14,9	8,6	25,4	16,3	15,0	12,6	15,8	14,5	13,2
	ROE	9,1	15,7	2,2	9,0	11,4	20,2	6,4	12,7	4,9
	FCF Yield (%)	2,4	16,4	2,5	7,1	5,0	8,1	5,1	6,1	3,7
	DPA	3,30	2,33	0,32	1,99	2,65	0,76	1,63	1,68	0,05
Dvd Yield	6,7%	9,9%	0,7%	5,8%	5,1%	1,5%	1,2%	2,6%	1,4%	

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

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) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <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
08-Mar-2024	n.a.	3,42	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
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

