

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Chemicals

Precio de Cierre: EUR 2,85 (7 nov 2023)

Fecha del informe: 8 nov 2023 (14:45h)

**Resultados 9m 2023 - Bajamos estimaciones**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 9m 2023**

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

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

Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@lighthouse-ieaf.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.

## Rdos 9m23: débil (y esperado) momentum del sector. Bajamos números.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	260,6	278,4
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	355,7	380,0
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,62 / 3,37 / 2,79	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,46	
Rotación <sup>(3)</sup>	45,4	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Joan Casas Galofre	6,0
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,0
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,6
Free Float	80,4

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,2	93,8	91,4	91,4
Total Ingresos	1.052,5	739,9	759,0	795,8
EBITDA Rec.	142,1	49,1	53,2	77,0
% Var.	52,3	-65,4	8,3	44,7
% EBITDA Rec./Ing.	13,5	6,6	7,0	9,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	14,6	-17,1	13,3	9,1
Beneficio neto	63,0	9,2	12,0	30,3
BPA (EUR)	0,67	0,10	0,13	0,33
% Var.	52,5	-85,4	34,2	153,0
BPA ord. (EUR)	0,92	0,11	0,13	0,33
% Var.	83,1	-88,2	21,0	153,0
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	41,4	-1,9	-4,5	20,6
Pay-out (%)	39,5	22,0	24,0	24,0
DPA (EUR)	0,26	0,02	0,03	0,08
Deuda financiera neta	62,8	90,9	100,2	88,0
DN / EBITDA Rec.(x)	0,4	1,9	1,9	1,1
ROE (%)	18,2	2,6	3,4	8,4
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	16,4	3,0	3,4	7,0

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

PER	4,3	29,2	21,7	8,6
PER Ordinario	3,1	26,3	21,7	8,6
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7
Dividend Yield (%)	9,3	0,8	1,1	2,8
EV/Ventas	0,34	0,48	0,47	0,45
EV/EBITDA Rec.	2,5	7,2	6,7	4,6
EV/EBIT	3,9	19,8	16,8	8,1
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	15,9	n.a.	n.a.	7,9

(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.

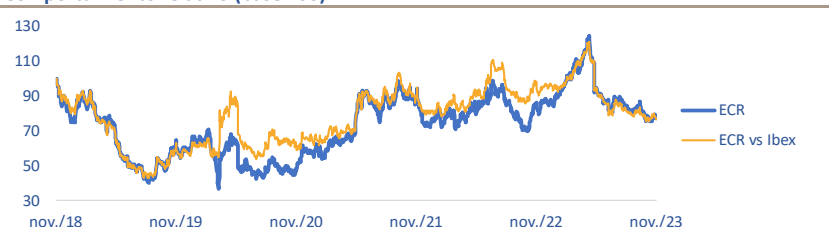
**CONTINÚA LA DÉBIL DEMANDA (YA ANTICIPADA) ...** Durante los 9m23, ECR ha generado unos ingresos totales de EUR 600,7Mn (-26,1% vs 9m22). Un fuerte descenso en ingresos explicado principalmente por la caída en precios, así como por el menor volumen de toneladas vendidas. Que muestra la débil demanda en los 9m23 (y que esperamos que continúe los próximos meses).

**... JUNTO CON UNA FUERTE CAÍDA EN MÁRGENES.** El EBITDA Recurrente se ha situado en EUR 41,7Mn (vs EUR 95,7Mn y EUR 45,2Mn en 9m22 y 1S23 respectivamente). Esta bajada se debe principalmente a la caída en ingresos y prestación de servicios, que contrarresta el efecto positivo por la caída de los costes variables. Acompañado de un incremento de los costes de personal y otros costes de explotación. Lo que nos lleva a revisar a la baja nuestras estimaciones 2023e–2025e.

**CON UN NIVEL DE APALANCAMIENTO CONSERVADOR.** ECR cierra los 9m23 con la misma deuda neta del 1S23 (excluyendo NIIF 16) de EUR 95,9Mn (vs EUR 62,8Mn a cierre de 2022). Un incremento explicado esencialmente por el dividendo (EUR 24,9Mn en 1S23). Estimamos que ECR cierre 2023e con deuda c.EUR 91Mn (DN/EBITDA 1,9x): una estructura de balance sólida (avalada por un FCF próximo a break even pese al mal momento cíclico), y clave para afrontar la desaceleración.

**REVISAMOS ESTIMACIONES A LA BAJA (EBITDA 2023E: -35%).** El mal momentum del sector esperamos que se prolongue durante el cuarto trimestre y parte de 2024e. Lo que nos lleva a revisar nuestras estimaciones de ingresos y de margen EBITDA para 2023e - 2025e. Nuevas estimaciones 2023e de: EUR 740Mn en ingresos totales (-7,6% vs estimaciones anteriores) y de EUR 49,1Mn en EBITDA Rec. (-35% vs estimaciones anteriores). Unos números que hoy cotizan a 7,2x EV/EBITDA.

**A FINALES DEL 2024E SE DEBERÍA VER UNA RECUPERACIÓN.** En definitiva, 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. Nuestras estimaciones de EBITDA Recurrente 2024e estarían cotizando a un EV/EBITDA de 6,7x, en línea con sus principales comparables.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,2	-8,9	-9,7	-8,5	64,2	-22,9
vs Ibex 35	-0,2	-7,7	-22,1	-18,5	22,1	-23,5
vs Ibex Small Cap Index	-0,4	-2,8	-16,4	-12,7	43,8	-30,6
vs Eurostoxx 50	-0,4	-4,9	-19,3	-16,5	26,6	-39,8
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-1,0	-4,7	-8,9	-9,5	51,5	-41,2

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

**Resultados 9m 2023**  
**Bajamos estimaciones**
**Tabla 1. Resultados 9m23**

EUR Mn	9m23 Real	9m22	9m23 Real vs 9m22	2023e	2023e vs 2022
<b>Total Ingresos</b>	<b>600,7</b>	<b>813,4</b>	<b>-26,1%</b>	<b>739,9</b>	<b>-29,7%</b>
Derivados del cloro	365,4	516,9	-29,3%		
Química intermedia	154,8	208,8	-25,9%		
Farmacia	51,5	48,5	6,2%		
Otros ingresos	29,0	39,3	-26,0%		
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>41,7</b>	<b>95,7</b>	<b>-56,4%</b>	<b>49,1</b>	<b>-65,4%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>6,9%</i>	<i>11,8%</i>	<i>-4,8 p.p.</i>	<i>6,6%</i>	<i>-6,9 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>38,5</b>	<b>93,1</b>	<b>-58,6%</b>	<b>49,1</b>	<b>-59,7%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>6,4%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-5,0 p.p.</i>	<i>6,6%</i>	<i>-4,9 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>14,1</b>	<b>70,7</b>	<b>-80,0%</b>	<b>18,0</b>	<b>-80,5%</b>
<b>BAI</b>	<b>8,3</b>	<b>69,6</b>	<b>-88,0%</b>	<b>12,7</b>	<b>-85,6%</b>
<b>BN</b>	<b>5,7</b>	<b>50,5</b>	<b>-88,8%</b>	<b>9,2</b>	<b>-85,5%</b>
Toneladas vendidas (miles)	774	868	-10,8%		
Deuda Neta	95,9	74,7	28,2%	90,9	44,8%

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

**Tabla 2. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2023e (Nuevo)	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)
<b>Total Ingresos</b>	<b>739,9</b>	<b>-7,6%</b>	<b>759,0</b>	<b>-10,4%</b>	<b>795,8</b>	<b>-7,8%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>49,1</b>	<b>-35,4%</b>	<b>53,2</b>	<b>-40,3%</b>	<b>77,0</b>	<b>-17,6%</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-65,4%</i>	<i>-19,0 p.p.</i>	<i>8,3%</i>	<i>-8,9 p.p.</i>	<i>44,7%</i>	<i>39,8 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>6,6%</i>	<i>-2,9 p.p.</i>	<i>7,0%</i>	<i>-3,5 p.p.</i>	<i>9,7%</i>	<i>-1,2 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>18,0</b>	<b>-59,9%</b>	<b>21,1</b>	<b>-62,9%</b>	<b>44,0</b>	<b>-27,1%</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>9,2</b>	<b>-70,5%</b>	<b>12,0</b>	<b>-71,2%</b>	<b>30,3</b>	<b>-32,2%</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-108,6%</b>	<b>-4,5</b>	<b>-118,8%</b>	<b>20,6</b>	<b>-39,4%</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>1,9 x</i>	<i>0,9 x</i>	<i>1,9 x</i>	<i>1,2 x</i>	<i>1,1 x</i>	<i>0,6 x</i>

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,2	1,3	26,3	358,2			
<b>Market Cap</b>	<b>260,6</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>95,9</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 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)	3,7%	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>10,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,8%</b>	<b>11,5%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,9%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,0%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,1%</b>	<b>9,4%</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 23e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e	23e-25e
BASF SE	BAS-DE	38.860,3	12,3	19,8%	7,6	12,7%	0,8	3,7%	10,9%	7,9%	-15,4%
Solvay	SOLB-BE	10.299,7	7,2	-0,9%	4,5	1,3%	1,1	2,6%	23,4%	9,0%	3,6%
Covestro AG	1COV-DE	9.122,9	n.a.	n.a.	10,2	27,4%	0,8	4,4%	7,7%	1,1%	n.a.
<b>Europa</b>			<b>9,7</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,4</b>	<b>13,8%</b>	<b>0,9</b>	<b>3,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-5,9%</b>
DowDuPont	DOW-US	31.856,6	21,6	41,4%	8,6	18,5%	1,1	4,1%	12,2%	7,0%	-0,1%
Olin Corp	OLN-US	4.967,4	11,6	26,4%	6,3	8,3%	1,2	4,2%	19,7%	12,3%	3,2%
Westlake	WLK-US	14.433,1	14,1	10,5%	6,9	4,8%	1,5	2,7%	21,1%	8,0%	-2,2%
<b>USA</b>			<b>15,8</b>	<b>26,1%</b>	<b>7,3</b>	<b>10,6%</b>	<b>1,2</b>	<b>3,7%</b>	<b>17,7%</b>	<b>9,1%</b>	<b>0,3%</b>
<b>ECR</b>	<b>ECR-ES</b>	<b>260,6</b>	<b>29,2</b>	<b>84,3%</b>	<b>7,2</b>	<b>25,2%</b>	<b>0,5</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	7,4%	56,2	6,3x
Central	7,0%	53,2	6,7x
Min	6,6%	50,2	7,1x

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

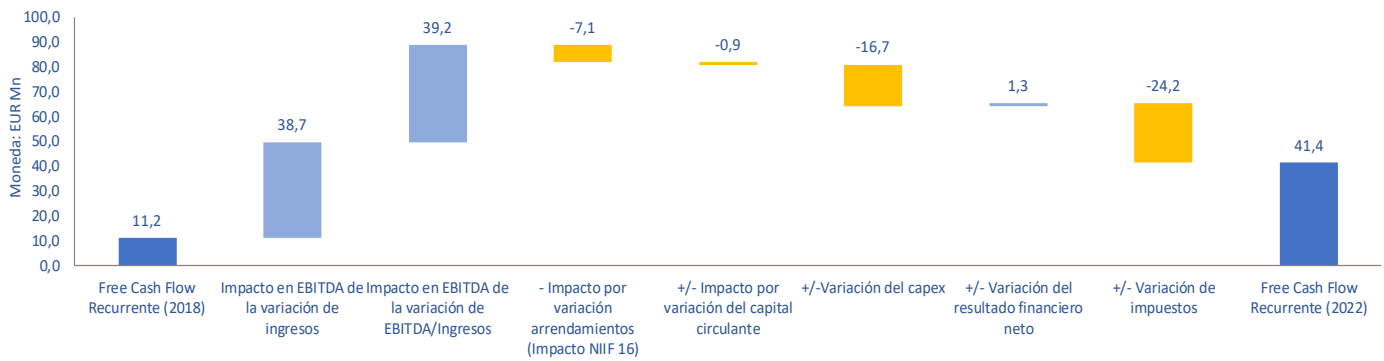
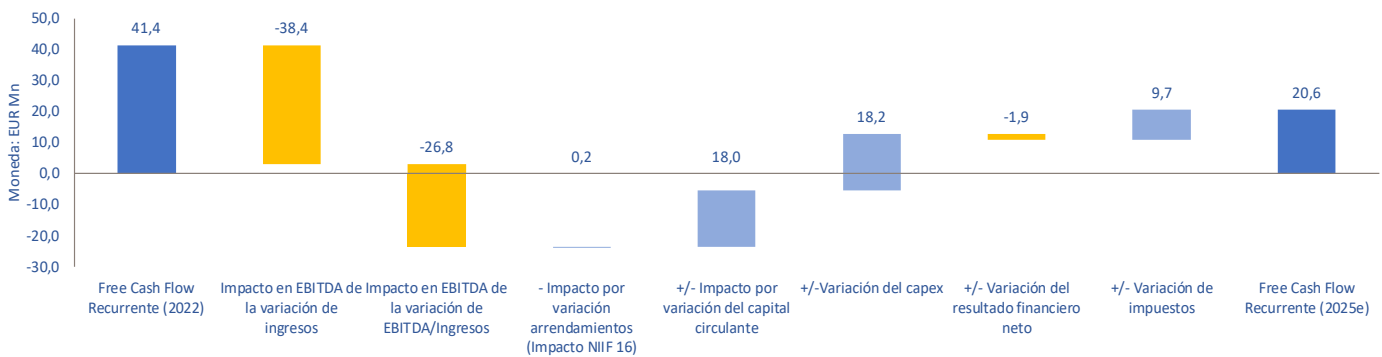
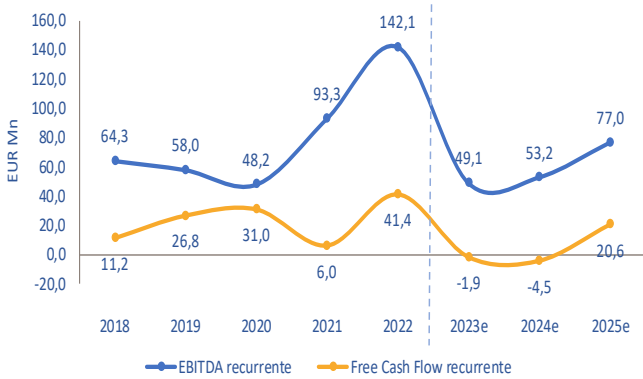
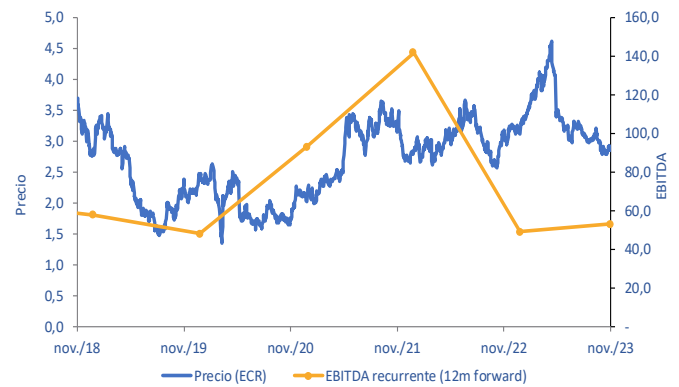
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e			
	EBITDA 24e	4,8%	5,3%		5,8%	Max	0,9%	n.a.
56,2	2,4	(1,4)	(5,2)	Central	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
53,2	(0,7)	(4,5)	(8,3)	Min	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
50,2	(3,7)	(7,5)	(11,3)					

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	4,2	19,7	16,1	17,7	31,3	32,1	32,8	33,6		
Inmovilizado material	281,7	296,9	311,3	324,5	341,5	358,5	372,5	380,6		
Otros activos no corrientes	31,7	40,3	38,9	35,7	34,4	34,4	34,4	34,4		
Inmovilizado financiero	45,2	42,7	28,8	29,0	39,2	40,1	41,0	41,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	218,9	184,5	148,6	248,9	239,9	183,5	187,3	192,9		
<b>Total activo</b>	<b>581,6</b>	<b>584,1</b>	<b>543,6</b>	<b>655,8</b>	<b>686,2</b>	<b>648,5</b>	<b>667,9</b>	<b>683,3</b>		
Patrimonio neto	272,7	292,1	284,2	331,6	360,7	344,7	351,8	373,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	76,5	62,2	55,8	67,6	86,6	86,6	86,6	86,6		
Otros pasivos no corrientes	-	13,4	9,1	6,2	12,3	12,3	12,3	12,3		
Deuda financiera neta	107,3	96,8	75,7	59,6	62,8	90,9	100,2	88,0		
Pasivo circulante	125,2	119,6	118,8	190,8	163,8	113,9	116,9	122,6		
<b>Total pasivo</b>	<b>581,6</b>	<b>584,1</b>	<b>543,6</b>	<b>655,8</b>	<b>686,2</b>	<b>648,5</b>	<b>667,9</b>	<b>683,3</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>677,1</b>	<b>677,9</b>	<b>579,3</b>	<b>811,8</b>	<b>1.052,5</b>	<b>739,9</b>	<b>759,0</b>	<b>795,8</b>	<b>11,7%</b>	<b>-8,9%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-1,8%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>40,1%</i>	<i>29,6%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,9%</i>		
Coste de ventas	(435,1)	(439,3)	(348,3)	(525,5)	(692,6)	(499,5)	(508,5)	(517,3)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>242,0</b>	<b>238,6</b>	<b>230,9</b>	<b>286,3</b>	<b>359,9</b>	<b>240,5</b>	<b>250,5</b>	<b>278,5</b>	<b>10,4%</b>	<b>-8,2%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>35,7%</i>	<i>35,2%</i>	<i>39,9%</i>	<i>35,3%</i>	<i>34,2%</i>	<i>32,5%</i>	<i>33,0%</i>	<i>35,0%</i>		
Gastos de personal	(79,9)	(83,1)	(84,3)	(83,6)	(89,6)	(90,8)	(95,3)	(95,4)		
Otros costes de explotación	(97,9)	(97,5)	(98,4)	(109,4)	(128,2)	(100,5)	(102,0)	(106,1)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>64,3</b>	<b>58,0</b>	<b>48,2</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>49,1</b>	<b>53,2</b>	<b>77,0</b>	<b>21,9%</b>	<b>-18,5%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-9,7%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>93,4%</i>	<i>52,3%</i>	<i>-65,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>44,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>9,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	3,0	4,4	(0,9)	(0,4)	(20,2)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>67,3</b>	<b>62,4</b>	<b>47,3</b>	<b>92,9</b>	<b>121,9</b>	<b>49,1</b>	<b>53,2</b>	<b>77,0</b>	<b>16,0%</b>	<b>-14,2%</b>
Depreciación y provisiones	(24,2)	(25,1)	(27,4)	(25,2)	(23,4)	(25,0)	(26,0)	(26,8)		
Gastos capitalizados	0,2	0,9	2,3	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(6,9)	(6,8)	(6,9)		
<b>EBIT</b>	<b>43,2</b>	<b>31,2</b>	<b>14,9</b>	<b>61,8</b>	<b>92,2</b>	<b>18,0</b>	<b>21,1</b>	<b>44,0</b>	<b>20,8%</b>	<b>-21,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>25,9%</i>	<i>-27,8%</i>	<i>-52,1%</i>	<i>314,0%</i>	<i>49,0%</i>	<i>-80,5%</i>	<i>17,4%</i>	<i>108,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>2,6%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,8%</i>	<i>5,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,3)	(6,5)	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(6,2)	(7,0)	(7,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	1,1	0,4	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>38,0</b>	<b>25,1</b>	<b>7,0</b>	<b>59,3</b>	<b>88,0</b>	<b>12,7</b>	<b>15,0</b>	<b>37,9</b>	<b>23,3%</b>	<b>-24,5%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>32,5%</i>	<i>-34,0%</i>	<i>-72,2%</i>	<i>749,1%</i>	<i>48,3%</i>	<i>-85,6%</i>	<i>18,0%</i>	<i>153,0%</i>		
Extraordinarios	-	(2,5)	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>38,0</b>	<b>22,6</b>	<b>7,0</b>	<b>59,3</b>	<b>88,0</b>	<b>12,7</b>	<b>15,0</b>	<b>37,9</b>	<b>23,3%</b>	<b>-24,5%</b>
Impuestos	6,9	8,4	(0,7)	(9,9)	(17,3)	(2,5)	(3,0)	(7,6)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,4%</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	(6,1)	(7,7)	(1,0)	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>44,9</b>	<b>31,0</b>	<b>6,3</b>	<b>43,3</b>	<b>63,0</b>	<b>9,2</b>	<b>12,0</b>	<b>30,3</b>	<b>8,8%</b>	<b>-21,6%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>0,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>-79,8%</i>	<i>592,0%</i>	<i>45,5%</i>	<i>-85,5%</i>	<i>30,8%</i>	<i>153,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>35,0</b>	<b>20,7</b>	<b>7,1</b>	<b>49,7</b>	<b>86,9</b>	<b>10,2</b>	<b>12,0</b>	<b>30,3</b>	<b>25,5%</b>	<b>-29,6%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-30,6%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>-65,8%</i>	<i>603,6%</i>	<i>74,7%</i>	<i>-88,3%</i>	<i>18,0%</i>	<i>153,0%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>49,1</b>	<b>53,2</b>	<b>77,0</b>	<b>21,9%</b>	<b>-18,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(6,9)	(6,8)	(6,9)		
Var.capital circulante						6,6	(0,9)	0,1		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>48,8</b>	<b>45,5</b>	<b>70,1</b>	<b>25,5%</b>	<b>-15,7%</b>
CAPEX						(42,0)	(40,0)	(35,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,2)	(7,0)	(7,0)		
Impuestos						(2,5)	(3,0)	(7,6)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(1,9)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>20,6</b>	<b>38,7%</b>	<b>-20,8%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(2,9)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>20,6</b>	<i>n.a.</i>	<b>1,9%</b>
Ampliaciones de capital						(0,3)	(2,8)	(5,5)		
Dividendos						(24,9)	(2,0)	(2,9)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>28,1</b>	<b>9,3</b>	<b>(12,2)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>58,0</b>	<b>48,2</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>49,1</b>	<b>53,2</b>	<b>77,0</b>	<b>34,8%</b>	<b>-18,5%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-9,7%	-16,9%	93,4%	52,3%	-65,4%	8,3%	44,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,6%	8,3%	11,5%	13,5%	6,6%	7,0%	9,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(6,9)	(6,8)	(6,9)		
+/- Var. Capital circulante	28,8	35,0	(28,3)	(18,0)	6,6	(0,9)	0,1		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>79,8</b>	<b>76,0</b>	<b>58,7</b>	<b>117,0</b>	<b>48,8</b>	<b>45,5</b>	<b>70,1</b>	<b>13,6%</b>	<b>-15,7%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	69,1%	-4,8%	-22,7%	99,4%	-58,3%	-6,6%	53,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	11,8%	13,1%	7,2%	11,1%	6,6%	6,0%	8,8%		
- CAPEX	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(42,0)	(40,0)	(35,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,5)	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(6,2)	(7,0)	(7,0)		
- Impuestos	8,4	(0,7)	(9,9)	(17,3)	(2,5)	(3,0)	(7,6)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>26,8</b>	<b>31,0</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>20,6</b>	<b>15,7%</b>	<b>-20,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	138,9%	15,8%	-80,5%	585,0%	-104,7%	-131,0%	560,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	3,9%	5,4%	0,7%	3,9%	n.a.	n.a.	2,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,0)	4,2	16,5	(22,0)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>21,7</b>	<b>35,2</b>	<b>22,6</b>	<b>19,4</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>20,6</b>	<b>-3,7%</b>	<b>1,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	n.a.	62,1%	-35,9%	-14,0%	-115,1%	-52,3%	560,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,3%	11,9%	2,3%	15,9%	n.a.	n.a.	7,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	8,3%	13,5%	8,7%	7,5%	n.a.	n.a.	7,9%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>11,2</b>	<b>26,8</b>	<b>31,0</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(4,5)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	(8,4)	19,4	27,7	(42,2)	1,3	2,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(6,3)	(1,4)	25,7	21,1	(50,8)	2,8	21,2		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(6,2)</b>	<b>(9,8)</b>	<b>45,1</b>	<b>48,8</b>	<b>(93,0)</b>	<b>4,1</b>	<b>23,8</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(0,2)	1,0	(0,8)	0,2	0,1	(0,1)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	45,9	6,2	(63,3)	10,3	24,5	(7,4)	0,9		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>32,6</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(17,3)</b>	<b>58,3</b>	<b>(68,2)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>24,6</b>		
+/- Variación del CAPEX	(18,4)	19,2	(3,8)	(13,6)	11,2	2,0	5,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	(2,0)	5,3	(1,9)	(1,1)	(0,8)	0,1		
+/- Variación de impuestos	1,5	(9,1)	(9,2)	(7,4)	14,8	(0,5)	(4,6)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>15,6</b>	<b>4,2</b>	<b>(24,9)</b>	<b>35,4</b>	<b>(43,4)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>25,0</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>26,8</b>	<b>31,0</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>20,6</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>31,2</b>	<b>14,9</b>	<b>61,8</b>	<b>92,2</b>	<b>18,0</b>	<b>21,1</b>	<b>44,0</b>	<b>43,5%</b>	<b>-21,8%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	10,4%	16,7%	19,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(1,6)	(10,3)	(18,1)	(3,6)	(4,2)	(8,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>58,0</b>	<b>48,2</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>49,1</b>	<b>53,2</b>	<b>77,0</b>	<b>34,8%</b>	<b>-18,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(6,9)	(6,8)	(6,9)		
+/- Var. Capital circulante	28,8	35,0	(28,3)	(18,0)	6,6	(0,9)	0,1		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>79,8</b>	<b>76,0</b>	<b>58,7</b>	<b>117,0</b>	<b>48,8</b>	<b>45,5</b>	<b>70,1</b>	<b>13,6%</b>	<b>-15,7%</b>
- CAPEX	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(42,0)	(40,0)	(35,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(1,6)	(10,3)	(18,1)	(3,6)	(4,2)	(8,8)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>24,9</b>	<b>38,6</b>	<b>8,8</b>	<b>45,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>26,3</b>	<b>22,5%</b>	<b>-16,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	132,8%	55,4%	-77,3%	421,5%	-93,0%	-58,6%	n.a.		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	3,7%	6,7%	1,1%	4,3%	0,4%	0,2%	3,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,0)	4,2	16,5	(22,0)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>19,8</b>	<b>42,9</b>	<b>25,3</b>	<b>23,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>26,3</b>	<b>6,1%</b>	<b>3,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	72,2%	116,3%	-41,0%	-6,5%	-86,6%	-58,6%	n.a.		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	7,0%	10,9%	2,5%	12,8%	0,9%	0,4%	7,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	5,6%	12,1%	7,1%	6,7%	0,9%	0,4%	7,4%		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

**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	260,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	39,0	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	95,9	Rdos. 9m 2023
- Inmovilizado financiero	39,8	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>355,7</b>	



## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e	
Total Ingresos	677,5	625,0	603,7	618,3	602,5	686,0	677,1	677,9	579,3	811,8	1.052,5	739,9	759,0	795,8	4,5%	-8,9%	
Cto. Total ingresos	-1,2%	-7,8%	-3,4%	2,4%	-2,5%	13,8%	-1,3%	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-29,7%	2,6%	4,9%			
EBITDA	8,4	24,5	16,9	32,9	61,5	61,0	67,3	62,4	47,3	92,9	121,9	49,1	53,2	77,0	30,6%	-14,2%	
Cto. EBITDA	-48,2%	190,5%	-31,1%	95,3%	87,0%	-0,9%	10,3%	-7,2%	-24,2%	96,3%	31,2%	-59,7%	8,3%	44,7%			
EBITDA/Ingresos	1,2%	3,9%	2,8%	5,3%	10,2%	8,9%	9,9%	9,2%	8,2%	11,4%	11,6%	6,6%	7,0%	9,7%			
Beneficio neto	(12,1)	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,6	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	9,2	12,0	30,3	21,8%	-21,6%	
Cto. Beneficio neto	n.a.	97,4%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,3%	0,7%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-85,5%	30,8%	153,0%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,8	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			
BPA (EUR)	-0,12	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,44	0,67	0,10	0,13	0,33	22,4%	-20,8%	
Cto. BPA	n.a.	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-28,9%	-79,1%	n.a.	52,5%	-85,4%	34,2%	n.a.			
BPA ord. (EUR)	-0,12	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,32	0,19	0,07	0,50	0,92	0,11	0,13	0,33	25,5%	-28,9%	
Cto. BPA ord.	n.a.	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	-19,3%	-39,2%	-64,7%	n.a.	83,1%	-88,2%	21,0%	n.a.			
CAPEX	(16,1)	(4,4)	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(36,5)	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(42,0)	(40,0)	(35,0)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	2,4%	0,7%	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	5,4%	8,1%	6,2%	4,9%	5,1%	5,7%	5,3%	4,4%			
Free Cash Flow	3,4	19,6	23,4	6,6	20,5	1,1	(1,4)	21,7	35,2	22,6	19,4	(2,9)	(4,5)	20,6	19,1%	1,9%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	17,3x	5,2x	6,1x	2,8x	1,3x	1,6x	1,6x	1,6x	1,6x	0,6x	0,5x	1,9x	1,9x	1,1x			
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	8,6x	4,1x	6,4x	6,8x	8,1x	33,3x	6,4x	4,7x	29,2x	21,7x	8,6x			
EV/Vtas (x)	0,27x	0,28x	0,24x	0,26x	0,48x	0,60x	0,69x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,48x	0,47x	0,45x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	22,1x	7,3x	8,7x	5,0x	4,7x	6,8x	6,9x	6,2x	6,5x	3,9x	3,1x	7,2x	6,7x	4,6x			
Comport. Absoluto	-41,2%	18,7%	-17,3%	56,7%	198,7%	57,0%	9,9%	-15,8%	-14,0%	37,8%	11,3%	-8,5%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	46,2%	29,2%	-24,7%	1,7%	27,7%	17,9%	-18,5%					

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 2023e

Datos Mercado	EUR Mn	Europa				USA			Average	ECR
		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake		
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	38.860,3	10.299,7	9.122,9		31.856,6	4.967,4	14.433,1		260,6	
Enterprise value (EV)	59.079,4	13.103,6	11.523,3		43.807,0	7.784,9	17.139,7		355,7	
Total Ingresos	71.341,2	12.426,6	14.763,5		41.672,7	6.276,0	11.807,5		739,9	
Cto. Total Ingresos	-18,3%	-22,7%	-17,8%	-19,6%	-21,7%	-28,5%	-20,1%	-23,4%	-29,7%	
2y TACC (2023e - 2025e)	3,7%	2,6%	4,4%	3,6%	4,1%	4,2%	2,7%	3,7%	3,7%	
EBITDA	7.799,9	2.905,5	1.134,5		5.086,6	1.238,3	2.487,0		49,1	
Cto. EBITDA	-26,8%	-5,3%	0,7%	-10,5%	-32,8%	-44,5%	-35,8%	-37,7%	-59,7%	
2y TACC (2023e - 2025e)	12,7%	1,3%	27,4%	13,8%	18,5%	8,3%	4,8%	10,6%	25,2%	
EBITDA/Ingresos	10,9%	23,4%	7,7%	14,0%	12,2%	19,7%	21,1%	17,7%	6,6%	
EBIT	3.969,4	1.926,4	212,9		2.629,1	731,0	1.425,8		18,0	
Cto. EBIT	-41,3%	-9,2%	-10,9%	-20,5%	-47,3%	-55,7%	-50,6%	-51,2%	-80,5%	
2y TACC (2023e - 2025e)	21,0%	3,4%	n.a.	12,2%	31,3%	12,0%	10,0%	17,7%	56,3%	
EBIT/Ingresos	5,6%	15,5%	1,4%	7,5%	6,3%	11,6%	12,1%	10,0%	2,4%	
Beneficio Neto	2.617,8	1.040,5	(77,6)		1.459,3	448,3	1.026,9		9,2	
Cto. Beneficio Neto	517,5%	-45,4%	71,5%	181,2%	-65,8%	-63,9%	-50,9%	-60,2%	-85,5%	
2y TACC (2023e - 2025e)	24,8%	13,9%	n.a.	19,4%	40,9%	17,1%	8,5%	22,1%	81,9%	
CAPEX/Ventas	7,7%	9,0%	5,4%	7,4%	4,9%	3,5%	8,0%	5,4%	5,7%	
Free Cash Flow	3.058,7	924,8	99,4		2.237,4	611,2	1.153,4		(2,9)	
Deuda financiera Neta	16.751,4	2.359,4	2.634,2		11.400,6	2.447,0	1.706,3		90,9	
DN/EBITDA (x)	2,1	0,8	2,3	1,8	2,2	2,0	0,7	1,6	1,9	
Pay-out	116,8%	41,2%	-9,5%	49,5%	130,3%	25,2%	16,7%	57,4%	22,0%	
P/E (x)	12,3	7,2	n.a.	9,7	21,6	11,6	14,1	15,8	29,2	
P/BV (x)	1,0	0,9	1,3	1,1	1,8	2,6	1,4	1,9	0,8	
EV/Ingresos (x)	0,8	1,1	0,8	0,9	1,1	1,2	1,5	1,2	0,5	
EV/EBITDA (x)	7,6	4,5	10,2	7,4	8,6	6,3	6,9	7,3	7,2	
EV/EBIT (x)	14,9	6,8	n.a.	10,8	16,7	10,7	12,0	13,1	19,8	
ROE	7,9	12,9	n.a.	10,4	8,2	22,4	9,9	13,5	2,6	
FCF Yield (%)	7,9	9,0	1,1	6,0	7,0	12,3	8,0	9,1	n.a.	
DPA	3,39	4,13	0,04	2,52	2,64	0,78	1,34	1,58	0,02	
Dvd Yield	7,8%	4,2%	0,1%	4,0%	5,8%	1,9%	1,2%	3,0%	0,8%	

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  
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<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
08-Nov-2023	n.a.	2,85	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Bajamos estimaciones	Enrique Andres Abad
27-Jul-2023	n.a.	3,22	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andres Abad
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

