

Noticia importante

 Opinión ⁽¹⁾: Negativa

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

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.

Retirada de la OPA de Esseco y caída del -15%. Todo “lógico”, y sin embargo...

ESSECO SE RETIRA. El pasado 21 de julio la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) aprobaba con condiciones de la OPA de Esseco. Las condiciones parecían asumibles *a priori* por Esseco. El 28 de julio, ECR publicaba sus resultados 6m25, y en los que se ratificaba lo visto en los resultados 3m: un pésimo momento de negocio sectorial, que sufre la combinación de dos factores decisivos: debilidad de la demanda y altos costes energéticos. Con la consecuencia inmediata de prolongar un año más el valle del ciclo. Resultados 6m25 sin recuperación en ingresos (-3,4%), fortísima caída en EBITDA (-81,0%, quedando cerca de break even) y desplome del Beneficio Neto, con pérdidas de EUR -29,3Mn. Ayer (11 de agosto) el Ministro de Economía comunicó a Esseco su decisión de no elevar la operación al Consejo de Ministros. E inmediatamente Esseco anuncia su decisión de retirar su oferta.

¿POR QUÉ? La primera interpretación de la decisión conduce a una combinación de factores, pero en los que las condiciones de la CNMC no serían decisivas. Y sí lo son las pésimas condiciones del sector. Que hacen poco atractiva la operación para una compañía (Esseco) en la que no hay sinergias industriales (costes) con ECR, y únicamente comerciales. Lo que habría llevado a la solución más prudente, eludiendo la compra de una compañía en pérdidas y con escasa visibilidad de negocio. Sin olvidar que la oferta de Esseco era la más alta (EUR 3,745/acc.).

NO HAY QUE OLVIDAR QUE QUEDA BONDALTI. En el caso Bondalti sigue pendiente el dictamen de CNMC: de mayor complejidad en este caso por su carácter de fabricante (y no solo distribuidor, como en el caso de Esseco). Este dictamen debiera producirse en septiembre. Tras la CNMC (y asumiendo la aprobación de la oferta por el Gobierno) solo quedaría pendiente la aprobación de CNMV. La oferta de Bondalti (EUR 3,505/acc.) sigue viva.

¿QUÉ HARÁ BONDALTI? Esta es, obviamente, la clave. Y la decisión de Bondalti no debe ser necesariamente la misma que la de Esseco. Por un lado Bondalti es el primer oferente, y quien tuvo un interés más claro en la compra desde el principio. En segundo lugar, su oferta es la más baja y ahora queda libre de competir y elevar el precio. En tercer lugar, las condiciones del sector (rdos 1S25) y la retirada de Esseco hacen mucho más atractiva su oferta y el éxito es ahora mucho más probable. Y finalmente, se trata de un productor (con fábrica en España) y con la opción de alcanzar verdaderas sinergias industriales con ECR. De modo que en el caso de Bondalti sí puede hablarse de una operación con verdadero sentido estratégico. Es decir, hay razones objetivas para pensar que el escenario central es la no retirada de la oferta de Bondalti. Que además se encuentra en una situación de balance mejor que Esseco de cara a asumir esta operación.

¿QUÉ DEBE HACER UN INVERSOR AHORA? La reacción inicial del mercado ha sido bascular al peor escenario, quizá la reacción más lógica intuitivamente, asumiendo la retirada de Bondalti. Y valorando ECR sin el “doping” de las OPA’s. Es decir, un negocio químico en el peor momento del ciclo, en pérdidas y sin visibilidad (demanda deprimida, costes energéticos disparados, incertidumbre arancelaria). Lo que explica el -15% de la acción al conocerse la noticia. Dejando la cotización con upside del +33% vs la oferta de Bondalti...

Hoy la opción de una guerra de OPA’s ha desaparecido. Pero no la oferta de Bondalti. ¿Qué hacer ahora? La respuesta está en otra pregunta: si Bondalti se retira, ¿hay downside adicional en la acción? Nuestros números apuntan a un 2026 en el punto medio del ciclo, con EBITDA de c.EUR 59Mn (EUR 93Mn, 2021; EUR 142Mn 2022) y EV/EBITDA 2026e 6,5x.

Es decir, y en términos puramente analíticos: 1) la cotización hoy no tendría recorrido a la baja por fundamentales, 2) la oferta de Bondalti ofrece un upside superior al +30% y 3) Bondalti tiene razones de peso para mantener su oferta. La más importante, el valor diferencial que ECR ofrece a Bondalti como opción singular/“única” de crecimiento no orgánico realmente sinérgico.

¿Qué hacer? Es obvio que las incertidumbres son muy altas, pero el precio actual parece más una (gran) oportunidad que un riesgo. En nuestro caso, a día de hoy y con la información disponible, mantendremos a ECR dentro de nuestra Cartera Modelo. El +33% respecto a precios actuales se obtendría antes de 6 meses.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	241,4	279,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	381,6	442,6
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,83 / 3,30 / 2,64	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,17	
Rotación ⁽³⁾	18,4	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	91,4	91,4	91,4	91,4
Total Ingresos	692,8	685,8	787,1	802,6
EBITDA Rec.	28,0	10,0	58,9	62,1
% Var.	-40,6	-64,2	487,7	5,3
% EBITDA Rec./Ing.	4,0	1,5	7,5	7,7
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	-1,3	10,7	11,8	7,5
Beneficio neto	-11,7	-21,8	16,8	19,3
BPA (EUR)	-0,13	-0,24	0,18	0,21
% Var.	-143,4	-85,9	177,5	14,6
BPA ord. (EUR)	-0,14	-0,30	0,18	0,21
% Var.	-250,6	-109,1	162,0	14,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-47,9	-15,6	7,1	11,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	33,0	33,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,06	0,07
Deuda financiera neta	121,6	137,2	130,0	124,4
DN / EBITDA Rec.(x)	4,3	13,7	2,2	2,0
ROE (%)	n.a.	n.a.	5,1	5,6
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	4,4	4,7

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	14,3	12,5
PER Ordinario	n.a.	n.a.	14,3	12,5
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	2,3	2,6
EV/Ventas	0,55	0,56	0,48	0,48
EV/EBITDA Rec.	13,6	38,1	6,5	6,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	14,1	12,8
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	2,9	4,6

(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.

(7) Otros: Francisc Xavier Casas Galofré 1,2%, Santander Small Caps España 1,0%

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

Comportamiento en bolsa

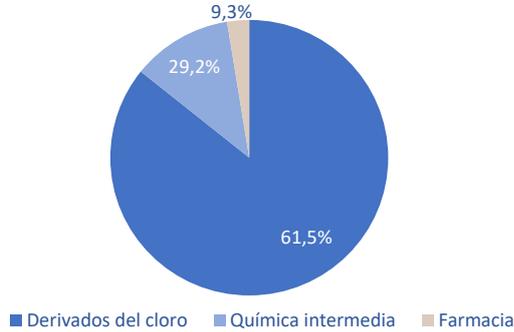
Comportamiento relativo (base 100)



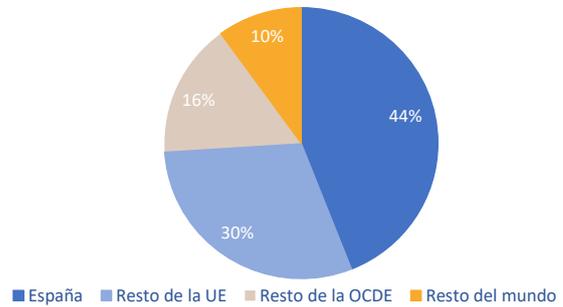
Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-10,2	-12,1	-31,5	-25,2	-15,5	54,1
vs Ibex 35	-15,3	-19,8	-51,0	-41,6	-52,4	-24,6
vs Ibex Small Cap Index	-8,4	-12,4	-42,5	-38,6	-34,2	0,7
vs Eurostoxx 50	-9,3	-12,5	-40,0	-31,3	-40,5	-3,7
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-5,4	-4,7	-27,7	-23,5	-14,5	38,4

La compañía en 8 gráficos

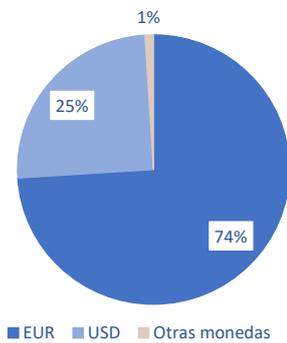
Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (61,5% s/ingresos 2024)



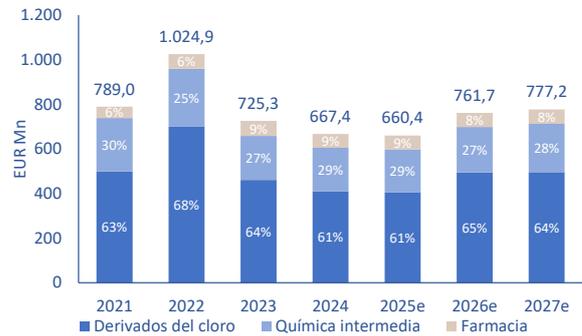
Con un 56% de las ventas procedentes de fuera de España en 2024



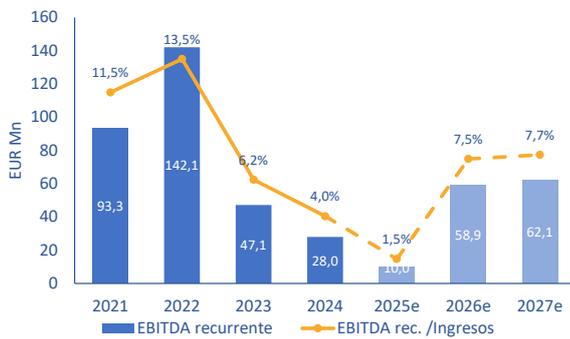
Aunque el 74% de las ventas fueron en EUR y el resto, esencialmente, USD



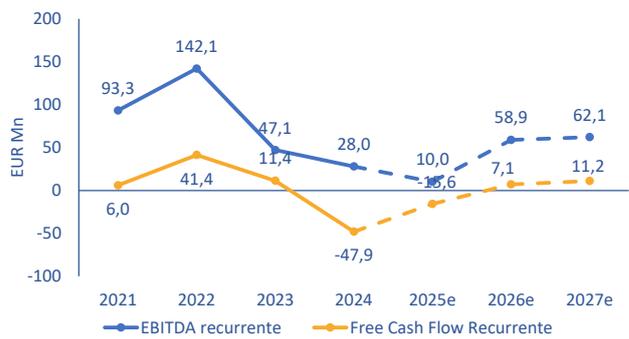
Ingresos por venta de productos: tras el récord en 2022, el "valle" de 2024-2025e, que debería empezar a recuperarse en 2026e



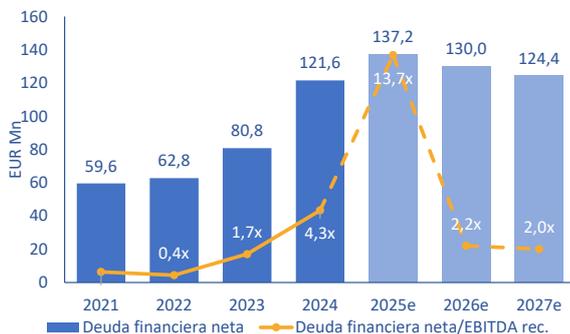
La reducción de costes energéticos y la recuperación de la actividad debería permitir mantener un margen EBITDA > 7% desde 2026e



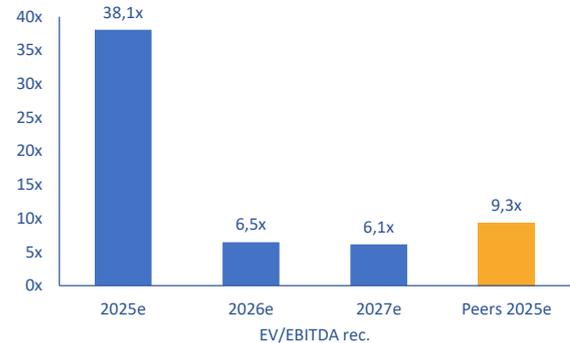
Y, pese al elevado CAPEX, la capacidad de generación de FCF seguirá siendo positiva pasado el "valle" de 2024-2025e.



Estructura de balance robusta (DN/EBITDA 2026e: 2,2x)



Tras el "valle" de 2025e, cotizando a EV/EBITDA 2026e: 6,5x



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(13,5)	13,6	17,4	n.a.			
Market Cap	241,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	128,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2025)					
					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)	3,2%	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	10,4%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,0%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,7%	D			=	=	
WACC	8,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,2%	8,5%	
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	Mkt. Cap	PER 25e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				25e-27e	25e	25e-27e	25e	25e-27e	25e	25e	25e-27e
BASF SE	BAS-DE	40.000,0	16,4	22,8%	8,3	10,9%	1,0	3,7%	11,6%	1,7%	n.a.
Solvay	SOLB-BE	2.968,8	8,7	11,1%	5,4	6,2%	1,1	3,0%	19,9%	8,6%	19,5%
Covestro AG	1COV-DE	11.449,6	n.a.	97,1%	15,5	28,8%	1,1	4,5%	6,9%	0,2%	n.a.
Europa			12,5	43,6%	9,8	15,3%	1,0	3,8%	12,8%	3,5%	19,5%
DowDuPont	DOW-US	12.756,4	n.a.	94,4%	9,8	27,8%	0,8	3,7%	7,8%	n.a.	n.a.
Olin Corp	OLN-US	1.851,5	n.a.	n.a.	7,2	17,9%	0,8	2,9%	10,6%	11,7%	26,8%
Westlake	WLK-US	8.502,9	n.a.	n.a.	9,7	21,9%	1,2	5,7%	12,1%	0,0%	n.a.
USA			n.a.	94,4%	8,9	22,5%	0,9	4,1%	10,2%	5,8%	26,8%
ECR	ECR-ES	241,4	n.a.	69,9%	38,1	n.a.	0,6	8,2%	1,5%	n.a.	64,9%

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	7,9%	62,1	6,1x
Central	7,5%	58,9	6,5x
Min	7,1%	55,8	6,8x

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

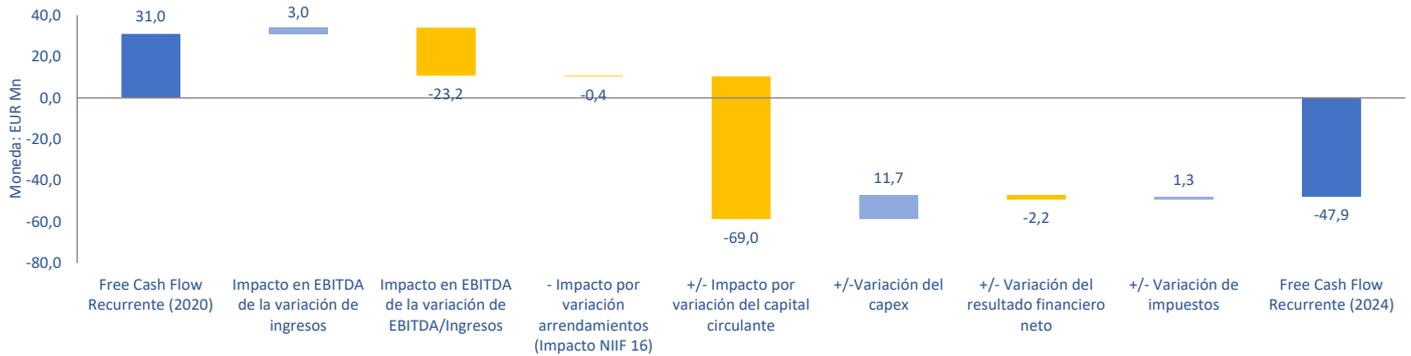
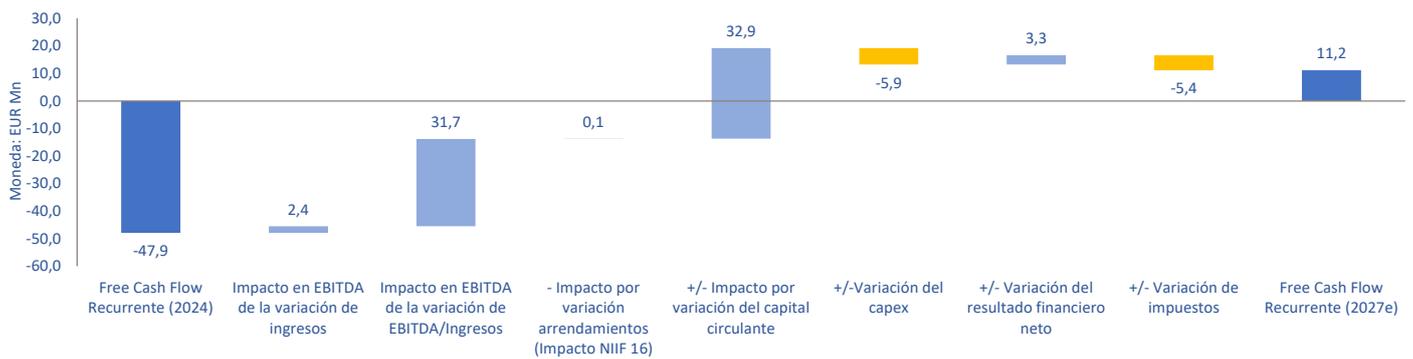
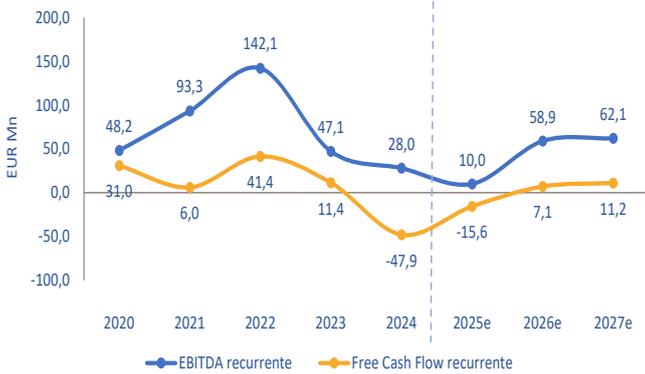
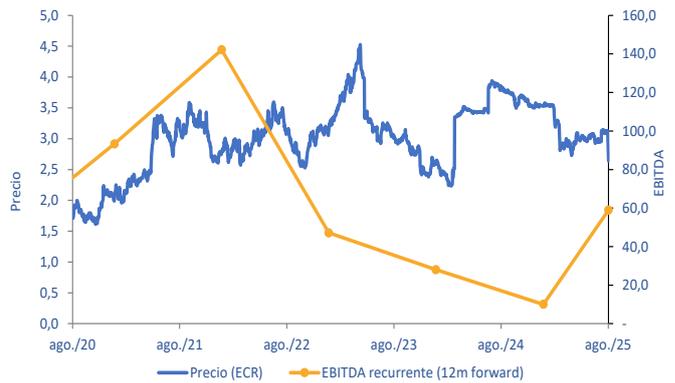
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e			Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
	EBITDA 26e	3,4%	3,8%		4,2%	Max	Central
62,1	13,4	10,3	7,1	Max	5,6%	4,3%	2,9%
58,9	10,3	7,1	4,0	Central	4,3%	2,9%	1,6%
55,8	7,1	4,0	0,8	Min	2,9%	1,6%	0,3%

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	16,1	17,7	31,3	29,2	30,6	31,4	32,2	33,0		
Inmovilizado material	311,3	324,5	341,5	345,1	343,6	346,9	352,0	356,7		
Otros activos no corrientes	38,9	35,7	34,4	40,6	41,5	41,5	41,5	41,5		
Inmovilizado financiero	28,8	29,0	39,2	57,0	37,9	39,5	41,1	42,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	148,6	248,9	239,9	170,2	208,9	192,5	210,4	213,8		
Total activo	543,6	655,8	686,2	642,1	662,4	651,9	677,2	687,7		
Patrimonio neto	284,2	331,6	360,7	363,1	341,2	319,5	336,3	350,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	55,8	67,6	86,6	83,6	75,6	75,6	75,6	75,6		
Otros pasivos no corrientes	9,1	6,2	12,3	9,3	14,0	14,0	14,0	14,0		
Deuda financiera neta	75,7	59,6	62,8	80,8	121,6	137,2	130,0	124,4		
Pasivo circulante	118,8	190,8	163,8	105,3	110,0	105,6	121,2	123,6		
Total pasivo	543,6	655,8	686,2	642,1	662,4	651,8	677,2	687,7		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	20-24	24-27e
Total Ingresos	579,3	811,8	1.052,5	755,4	692,8	685,8	787,1	802,6	4,6%	5,0%
Cto.Total Ingresos	-14,6%	40,1%	29,6%	-28,2%	-8,3%	-1,0%	14,8%	2,0%		
Coste de ventas	(348,3)	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(442,7)	(462,9)	(504,5)	(514,5)		
Margen Bruto	230,9	286,3	359,9	260,8	250,1	222,9	282,6	288,1	2,0%	4,8%
Margen Bruto / Ingresos	39,9%	35,3%	34,2%	34,5%	36,1%	32,5%	35,9%	35,9%		
Gastos de personal	(84,3)	(83,6)	(89,6)	(91,6)	(101,0)	(95,6)	(97,1)	(98,1)		
Otros costes de explotación	(98,4)	(109,4)	(128,2)	(122,0)	(121,1)	(117,3)	(126,5)	(127,9)		
EBITDA recurrente	48,2	93,3	142,1	47,1	28,0	10,0	58,9	62,1	-12,7%	30,4%
Cto.EBITDA recurrente	-16,9%	93,4%	52,3%	-66,8%	-40,6%	-64,2%	487,7%	5,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	8,3%	11,5%	13,5%	6,2%	4,0%	1,5%	7,5%	7,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,9)	(0,4)	(20,2)	(3,8)	0,7	-	-	-		
EBITDA	47,3	92,9	121,9	43,3	28,7	10,0	58,9	62,1	-11,8%	29,3%
Depreciación y provisiones	(27,4)	(25,2)	(23,4)	(23,5)	(25,0)	(24,6)	(25,0)	(25,3)		
Gastos capitalizados	2,3	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(7,5)	(7,7)	(7,6)		
EBIT	14,9	61,8	92,2	13,0	(3,2)	(21,3)	27,1	29,9	-22,0%	n.a.
Cto.EBIT	-52,1%	314,0%	49,0%	-85,9%	-124,5%	-566,2%	227,2%	10,3%		
EBIT / Ingresos	2,6%	7,6%	8,8%	1,7%	n.a.	n.a.	3,4%	3,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(10,7)	(7,5)	(7,7)	(7,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,5	0,6	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6		
Beneficio ordinario	7,0	59,3	88,0	5,0	(12,3)	(27,2)	21,1	24,1	-39,3%	58,2%
Cto.Beneficio ordinario	-72,2%	749,1%	48,3%	-94,3%	-344,3%	-121,1%	177,5%	14,6%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	7,0	59,3	88,0	5,0	(12,3)	(27,2)	21,1	24,1	-39,3%	58,2%
Impuestos	(0,7)	(9,9)	(17,3)	23,8	0,6	5,4	(4,2)	(4,8)		
Tasa fiscal efectiva	10,4%	16,7%	19,7%	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-	-		
Beneficio neto	6,3	43,3	63,0	27,6	(11,7)	(21,8)	16,8	19,3	-40,3%	54,0%
Cto.Beneficio neto	-79,8%	592,0%	45,5%	-56,2%	-142,4%	-85,9%	177,5%	14,6%		
Beneficio ordinario neto	7,1	49,7	86,9	8,8	(13,0)	(27,2)	16,8	19,3	-40,0%	51,6%
Cto. Beneficio ordinario neto	-65,8%	603,6%	74,7%	-89,8%	-247,1%	-109,2%	162,0%	14,6%		
Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	20-24	24-27e
EBITDA recurrente						10,0	58,9	62,1	-12,7%	30,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,5)	(7,7)	(7,6)		
Var.capital circulante						12,0	(2,3)	(1,1)		
Cash Flow operativo recurrente						14,5	49,0	53,4	-21,5%	80,7%
CAPEX						(28,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(7,5)	(7,7)	(7,4)		
Impuestos						5,4	(4,2)	(4,8)		
Free Cash Flow Recurrente						(15,6)	7,1	11,2	-37,2%	30,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(15,6)	7,1	11,2	-35,2%	30,8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	(5,6)		
Variación de Deuda financiera neta						15,6	(7,1)	(5,6)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
								21-24	24-27e
EBITDA recurrente	93,3	142,1	47,1	28,0	10,0	58,9	62,1	-33,0%	30,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	93,4%	52,3%	-66,8%	-40,6%	-64,2%	487,7%	5,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	11,5%	13,5%	6,2%	4,0%	1,5%	7,5%	7,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,7)	(7,5)	(7,7)	(7,6)		
+/- Var. Capital circulante	(28,3)	(18,0)	11,2	(34,0)	12,0	(2,3)	(1,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	58,7	117,0	50,2	(13,7)	14,5	49,0	53,4	-30,7%	80,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-22,7%	99,4%	-57,1%	-127,2%	205,8%	238,4%	9,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,2%	11,1%	6,6%	n.a.	2,1%	6,2%	6,7%		
- CAPEX	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(24,1)	(28,0)	(30,0)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(10,7)	(7,5)	(7,7)	(7,4)		
- Impuestos	(9,9)	(17,3)	(5,3)	0,6	5,4	(4,2)	(4,8)		
= Free Cash Flow recurrente	6,0	41,4	11,4	(47,9)	(15,6)	7,1	11,2	n.a.	30,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-80,5%	585,0%	-72,5%	-520,4%	67,5%	145,7%	57,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,7%	3,9%	1,5%	n.a.	n.a.	0,9%	1,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	16,5	(22,0)	(3,8)	0,7	-	-	-		
= Free Cash Flow	22,6	19,4	6,4	(47,2)	(15,6)	7,1	11,2	-59,9%	30,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-35,9%	-14,0%	-67,2%	-839,9%	67,0%	145,7%	57,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,5%	17,2%	4,7%	n.a.	n.a.	2,9%	4,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,4%	8,0%	2,6%	n.a.	n.a.	2,9%	4,6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	31,0	6,0	41,4	11,4	(47,9)	(15,6)	7,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	19,4	27,7	(40,1)	(3,9)	(0,3)	1,5	1,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	25,7	21,1	(54,9)	(15,2)	(17,7)	47,4	2,0		
= Variación EBITDA recurrente	45,1	48,8	(95,0)	(19,1)	(18,0)	48,9	3,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	1,0	(0,8)	(1,0)	0,4	0,2	(0,1)	0,0		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(63,3)	10,3	29,2	(45,2)	45,9	(14,3)	1,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(17,3)	58,3	(66,8)	(63,9)	28,2	34,5	4,4		
+/- Variación del CAPEX	(3,8)	(13,6)	29,2	(0,1)	(3,9)	(2,0)	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	5,3	(1,9)	(4,5)	(1,1)	3,2	(0,2)	0,3		
+/- Variación de impuestos	(9,2)	(7,4)	12,0	5,9	4,8	(9,7)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(24,9)	35,4	(30,0)	(59,3)	32,3	22,7	4,1		
Free Cash Flow Recurrente	6,0	41,4	11,4	(47,9)	(15,6)	7,1	11,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
EBIT	61,8	92,2	13,0	(3,2)	(21,3)	27,1	29,9	-27,1%	n.a.
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	16,7%	19,7%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(10,3)	(18,1)	-	-	-	(5,4)	(6,0)		
EBITDA recurrente	93,3	142,1	47,1	28,0	10,0	58,9	62,1	-33,0%	30,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,7)	(7,5)	(7,7)	(7,6)		
+/- Var. Capital circulante	(28,3)	(18,0)	11,2	(34,0)	12,0	(2,3)	(1,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	58,7	117,0	50,2	(13,7)	14,5	49,0	53,4	-30,7%	80,7%
- CAPEX	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(24,1)	(28,0)	(30,0)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(10,3)	(18,1)	-	-	-	(5,4)	(6,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	8,8	45,7	26,2	(37,8)	(13,5)	13,6	17,4	-84,8%	35,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-77,3%	421,5%	-42,6%	-244,1%	64,2%	200,3%	28,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,1%	4,3%	3,5%	n.a.	n.a.	1,7%	2,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	16,5	(22,0)	(3,8)	0,7	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	25,3	23,7	22,4	(37,1)	(13,5)	13,6	17,4	-51,3%	35,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-41,0%	-6,5%	-5,2%	-265,4%	63,6%	200,3%	28,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,3%	12,0%	6,9%	n.a.	n.a.	3,6%	4,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	6,6%	6,2%	5,9%	n.a.	n.a.	3,6%	4,6%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)

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	241,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	23,2	Rdos. 6m 2025
+ Deuda financiera neta	128,5	Rdos. 6m 2025
- Inmovilizado financiero	11,5	Rdos. 6m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	381,6	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	14-24	24-27e	
Total Ingresos	607,3	624,5	606,9	689,3	677,1	677,9	579,3	811,8	1.052,5	755,4	692,8	685,8	787,1	802,6	1,3%	5,0%	
Cto. Total ingresos	-4,2%	2,8%	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-28,2%	-8,3%	-1,0%	14,8%	2,0%			
EBITDA	16,9	32,9	61,5	61,0	59,6	56,0	47,3	92,9	121,9	43,3	28,7	10,0	58,9	62,1	5,5%	29,3%	
Cto. EBITDA	-31,1%	95,3%	87,0%	-0,9%	-2,3%	-6,1%	-15,4%	96,3%	31,2%	-64,5%	-33,7%	-65,1%	487,7%	5,3%			
EBITDA/Ingresos	2,8%	5,3%	10,1%	8,8%	8,8%	8,3%	8,2%	11,4%	11,6%	5,7%	4,1%	1,5%	7,5%	7,7%			
Beneficio neto	(7,1)	7,2	45,2	44,6	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	27,6	(11,7)	(21,8)	16,8	19,3	-5,1%	54,0%	
Cto. Beneficio neto	n.a.	202,0%	523,8%	-1,3%	0,7%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-56,2%	-142,4%	-85,9%	177,5%	14,6%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	98,8	94,2	93,6	91,4	91,4	91,4	91,4			
BPA (EUR)	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,44	0,67	0,29	-0,13	-0,24	0,18	0,21	-7,2%	54,0%	
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-28,9%	-79,1%	n.a.	52,5%	-55,9%	n.a.	-85,9%	n.a.	14,6%			
BPA ord. (EUR)	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,07	0,50	0,92	0,09	-0,14	-0,30	0,18	0,21	-8,4%	51,6%	
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-28,9%	-76,4%	n.a.	83,1%	-89,8%	n.a.	n.a.	n.a.	14,6%			
CAPEX	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(24,1)	(28,0)	(30,0)	(30,0)			
CAPEX/Vtas %	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	6,2%	5,5%	6,2%	4,9%	5,1%	3,2%	3,5%	4,1%	3,8%	3,7%			
Free Cash Flow	23,4	6,6	20,5	1,1	2,9	22,3	35,2	22,6	19,4	6,4	(47,2)	(15,6)	7,1	11,2	-14,9%	30,8%	
DN/EBITDA (x) (2)	6,1x	2,8x	1,3x	1,6x	1,9x	2,1x	1,6x	0,6x	0,5x	1,9x	4,2x	13,7x	2,2x	2,0x			
PER (x)	n.a.	8,4x	4,0x	6,3x	6,7x	7,9x	32,7x	6,3x	4,6x	8,8x	n.a.	n.a.	14,3x	12,5x			
EV/Vtas (x)	0,24x	0,26x	0,47x	0,60x	0,69x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,44x	0,66x	0,56x	0,48x	0,48x			
EV/EBITDA (x) (2)	8,7x	5,0x	4,7x	6,8x	7,8x	6,9x	6,5x	3,9x	3,1x	7,7x	16,0x	38,1x	6,5x	6,1x			
Comport. Absoluto	-17,3%	56,7%	198,7%	57,0%	9,9%	-15,8%	-14,0%	37,8%	11,3%	-15,3%	36,4%	-25,2%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	-20,2%	68,8%	204,8%	46,2%	29,2%	-24,7%	1,7%	27,7%	17,9%	-31,0%	18,8%	-41,6%					

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 2025e

Dato	EUR Mn	Europa				USA				ECR
		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Average	
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	40.000,0	2.968,8	11.449,6		12.756,4	1.851,5	8.502,9		241,4
	Enterprise value (EV)	62.368,4	4.886,2	14.619,9		27.106,6	4.516,8	11.763,2		381,6
Información financiera básica	Total Ingresos	64.371,9	4.520,4	13.630,2		35.334,8	5.898,1	9.973,4		685,8
	Cto. Total Ingresos	-1,4%	-11,9%	-3,9%	-5,7%	-4,6%	4,6%	-4,7%	-1,6%	-1,0%
	2y TACC (2025e - 2027e)	3,7%	3,0%	4,5%	3,8%	3,7%	2,9%	5,7%	4,1%	8,2%
	EBITDA	7.492,9	898,7	942,0		2.761,8	624,7	1.206,5		10,0
	Cto. EBITDA	-3,7%	-10,5%	23,3%	3,0%	-35,4%	-18,5%	-32,7%	-28,9%	-65,1%
	2y TACC (2025e - 2027e)	10,9%	6,2%	28,8%	15,3%	27,8%	17,9%	21,9%	22,5%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	11,6%	19,9%	6,9%	12,8%	7,8%	10,6%	12,1%	10,2%	1,5%
	EBIT	3.495,1	568,3	(0,5)		213,6	164,3	109,7		(21,3)
	Cto. EBIT	-7,8%	-17,3%	99,4%	24,8%	-88,0%	-44,4%	-86,8%	-73,1%	-566,2%
	2y TACC (2025e - 2027e)	19,0%	10,0%	n.a.	14,5%	n.a.	57,9%	n.a.	57,9%	84,5%
	EBIT/Ingresos	5,4%	12,6%	n.a.	9,0%	0,6%	2,8%	1,1%	1,5%	n.a.
	Beneficio Neto	2.015,4	276,6	(199,6)		(620,8)	11,1	(7,8)		(21,8)
	Cto. Beneficio Neto	55,3%	24,1%	25,0%	34,8%	-165,2%	-88,1%	-101,5%	-118,3%	-85,9%
	2y TACC (2025e - 2027e)	28,2%	19,5%	n.a.	23,9%	79,4%	n.a.	n.a.	79,4%	69,9%
	CAPEX/Ventas	7,8%	7,0%	5,5%	6,8%	6,1%	2,9%	7,9%	5,6%	4,1%
	Free Cash Flow	684,8	254,5	25,8		(316,5)	216,0	0,3		(15,6)
	Deuda financiera Neta	20.386,5	1.563,5	2.731,8		11.263,4	2.364,0	1.866,3		137,2
	DN/EBITDA (x)	2,7	1,7	2,9	2,5	4,1	3,8	1,5	3,1	13,7
	Pay-out	101,5%	92,9%	0,0%	64,8%	-201,5%	736,0%	-3072,0%	-845,8%	0,0%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,4	8,7	n.a.	12,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	P/BV (x)	1,1	2,2	1,8	1,7	0,9	1,1	0,8	0,9	0,8
	EV/Ingresos (x)	1,0	1,1	1,1	1,0	0,8	0,8	1,2	0,9	0,6
	EV/EBITDA (x)	8,3	5,4	15,5	9,8	9,8	7,2	9,7	8,9	38,1
	EV/EBIT (x)	17,8	8,6	n.a.	13,2	n.a.	27,5	n.a.	27,5	n.a.
	ROE	7,0	25,6	n.a.	16,3	n.a.	0,7	0,1	0,4	n.a.
	FCF Yield (%)	1,7	8,6	0,2	3,5	n.a.	11,7	0,0	5,8	n.a.
	DPA	2,29	2,45	0,00	1,58	1,78	0,69	1,85	1,44	0,00
	Dvd Yield	5,1%	8,7%	0,0%	4,6%	9,9%	4,3%	2,8%	5,7%	0,0%

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 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti

Equity research

lighthouse@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
12-Ago-2025	n.a.	2,64	n.a.	n.a.	Noticia importante	Alfredo Echevarría Otegui
29-Jul-2025	n.a.	3,08	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
17-Jun-2025	n.a.	3,06	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
13-May-2025	n.a.	3,05	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
26-Feb-2025	n.a.	3,04	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
07-Nov-2024	n.a.	3,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
30-Jul-2024	n.a.	3,88	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024 - Bajamos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
28-Jun-2024	n.a.	3,42	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
27-May-2024	n.a.	3,43	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
30-Abr-2024	n.a.	3,46	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Enrique Andrés Abad, CFA
08-Mar-2024	n.a.	3,35	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Feb-2024	n.a.	2,36	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
08-Nov-2023	n.a.	2,79	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Bajamos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
27-Jul-2023	n.a.	3,15	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
14-Jun-2023	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Noticia importante - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	3,13	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
03-May-2023	n.a.	3,96	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
11-Abr-2023	n.a.	4,22	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
22-Feb-2023	n.a.	3,73	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
09-Nov-2022	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Ago-2022	n.a.	3,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
15-Jun-2022	n.a.	3,11	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
04-May-2022	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
25-Feb-2022	n.a.	2,79	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
10-Nov-2021	n.a.	3,25	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
29-Jul-2021	n.a.	3,10	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
12-May-2021	n.a.	2,92	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
26-Feb-2021	n.a.	2,23	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	1,86	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,76	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,40	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,06	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,19	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	1,96	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

