

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Chemicals

Precio de Cierre: EUR 3,23 (27 feb 2026)

Fecha del informe: 2 mar 2026 (19:00h)

Resultados 12m 2025 - OPA de Bondalti

Análisis Independiente de Compañías

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	295,3	348,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	419,6	495,8
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,47 / 3,03 / 2,24	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,30	
Rotación ⁽³⁾	26,1	
Refinitiv / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁷⁾

Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,3
Joan Casas Galofré	6,0
Dimensional Fund Advisors, L.P.	4,9
ODDO BHF AIF PLC	4,2
Free Float	72,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	91,4	91,4	91,4	91,4
Total Ingresos	659,9	662,8	715,7	808,9
EBITDA Rec.	5,9	16,9	28,8	52,3
% Var.	-78,7	185,8	70,1	81,3
% EBITDA Rec./Ing.	0,9	2,6	4,0	6,5
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	6,7	0,8	5,8	4,5
Beneficio neto	-53,6	-22,6	-15,6	0,5
BPA (EUR)	-0,59	-0,25	-0,17	0,01
% Var.	-359,6	57,7	31,0	103,2
BPA ord. (EUR)	-0,42	-0,33	-0,23	0,01
% Var.	-197,7	22,0	31,0	102,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-4,5	-37,1	-30,2	-10,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	112,9	150,0	180,1	190,8
DN / EBITDA Rec.(x)	19,0	8,8	6,2	3,7
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	3,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,0	1,1	1,2	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,64	0,63	0,59	0,52
EV/EBITDA Rec.	n.a.	24,8	14,6	8,0
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	22,8
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(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: Montserrat García Pruns 3,6%, Francesc 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, Refinitiv 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.

Tras 2 años de espera, un dilema endiablado

RESULTADOS 2025: “VALLE” DE CICLO INTENSO. Ingresos 2025 de EUR 659,9 Mn (-4,8% vs 2024). El volumen vendido cae hasta 910 mil toneladas (-3% vs 2024; c. -30% vs 2019), con descensos en todas las divisiones. El EBITDA rec. se reduce hasta EUR 5,9 Mn (-78,7% vs 2024), reflejando la presión sobre márgenes en un contexto de costes energéticos todavía elevados y demanda final muy débil. La deuda neta (ex NIIF 16) se reduce hasta los EUR 112,9 Mn (-5,6% vs 2024).

SECTOR QUÍMICO EUROPEO DÉBIL Y CONSENSO DETERIORÁNDOSE. Entorno afectado por demanda contenida (construcción y auto), presión competitiva global (China) y desventaja estructural de costes en Europa (energía/regulación). Aunque se observan señales de racionalización de capacidad, la recuperación depende de la reactivación del ciclo industrial europeo, con baja visibilidad para 2026e. El deterioro se refleja en la evolución del índice sectorial (-2y: c. -6%) y en recortes del consenso en comparables (-2y EBITDA FY2026: -29%).

ESTIMACIONES: VISIBILIDAD LIMITADA, 2026E APUNTA AL 4º AÑO DE CICLO BAJO.

Derivado de una demanda final aún moderada. Con volúmenes y precios aún contenidos y cierta mejora de costes energéticos, estimamos EBITDA rec. 2026e de EUR 16,9 Mn (margen 2,6%). Para 2027e-2028e estimamos recuperación gradual (inicialmente vía volúmenes y después vía precios), sin alcanzar medias históricas en 26e-28e. FCF<0, con incremento de deuda neta, hasta (al menos) 2028e.

OPA: FASE FINAL Y CONDICIONES CLAVE. El periodo de aceptación termina el 13-mar; condición mínima >50% (rebajada desde 75%), a la que Bondalti declara que “no renunciará en ningún caso”. Precio EUR 3,505/acc. (+8,5% vs hoy). El squeeze-out requiere ≥90%, pero el 6,2% del capital ha comunicado que no acudirá. El precio ofertado hace dos años, se ha mantenido.

EN CONCLUSIÓN: la OPA de Bondalti, tras dos años de espera, ha acabado en un dilema para el accionista de ECR, que debe decidir ya. Un dilema provocado por la pésima situación del sector, que enfrenta su cuarto año “valle”. Con la posibilidad de que el sector químico europeo sufra una pérdida de rentabilidad estructural. Este informe analiza con frialdad la situación y concluye que para el accionista ninguna opción es óptima pero la “menos mala” es aceptar la oferta, eludiendo un previsible desplome de la acción. Aunque también se concluye que rechazar la oferta no es algo indefendible. Pero sometido a fuertes “peajes” (el más claro es la probable vuelta de la acción a niveles pre-OPA) que hay que conocer y asumir. Un dilema endiablado.

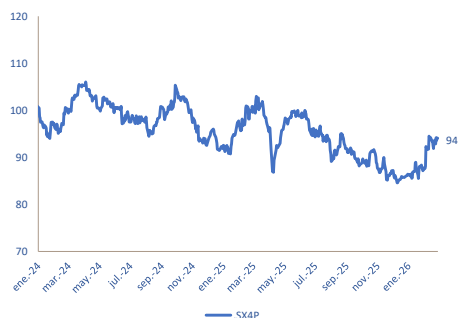
Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,7	-2,4	14,9	-5,7	-20,6	33,7
vs Ibex 35	-8,6	-13,0	-16,9	-11,1	-59,7	-40,1
vs Ibex Small Cap Index	-5,1	-5,9	-1,2	-7,5	-36,7	5,5
vs Eurostoxx 50	-7,9	-10,1	2,5	-11,0	-45,1	-20,8
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-12,0	-10,2	21,6	-13,5	-19,3	20,9

Finalización de la OPA de Bondalti / Resultados 12m 2025

OPA de Bondalti: ¿qué hacer?

Gráfico 1. Comportamiento del índice STOXX Europe 600 Chemicals (base 100 = 04-03-2024)

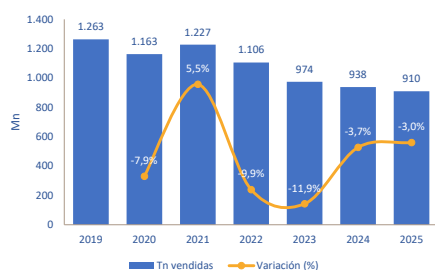


Después de casi dos años desde el lanzamiento de la OPA (4 de marzo de 2024), los accionistas de ECR se enfrentan actualmente a un dilema. Los inversores pueden (i) acudir a la oferta a EUR 3,505/acción en un contexto de debilidad cíclica para la industria química europea y en particular para la química básica (c. 60% de los ingresos de ECR), o (ii) mantener sus acciones asumiendo el riesgo de que, en caso de no prosperar la operación, la cotización ajuste a la baja, en línea con la evolución reciente del sector ante del deterioro de las perspectivas de la industria química europea.

Durante los últimos dos años, la cotización de ECR ha permanecido en gran medida condicionada por los distintos procesos de OPA (primero la oferta lanzada por Bondalti y posteriormente la aparición de Esesco), mostrando una divergencia relevante frente al comportamiento del sector químico europeo. En ausencia de la OPA de Bondalti o en el caso de la desaparición de la misma, no puede descartarse una corrección del precio de ECR convergiendo con la evolución del sector, es decir, un ajuste entre el -25% y el -30% vs precios actuales (EUR 3,23/acción), en línea con el comportamiento de sus comparables europeos en el mismo periodo (desde el 04-03-2024 hasta la actualidad; gráfico 1).

En este contexto, el objetivo es, desde una posición de independencia y a partir del análisis de la realidad económico-financiera de ECR y de los distintos escenarios posibles, proporcionar a los inversores un marco analítico que facilite la toma de decisiones.

Gráfico 2. Toneladas de producto vendidas por ECR



Resultados 2025 que no cotizan, pero que demuestran la debilidad extrema del sector (EBITDA rec. 2025: -78,7% vs 2024)...

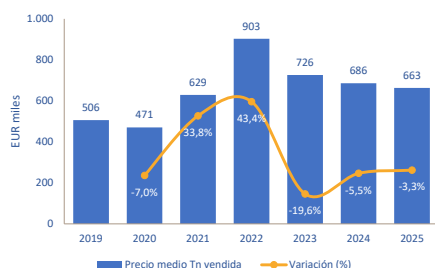
Los ingresos de ECR en 2025 se sitúan en EUR 659,9 Mn (-4,8% vs 2024), en línea con lo esperado y reflejando la persistente debilidad del sector químico europeo y de la química básica en particular.

La evolución del ejercicio viene marcada por descensos de volumen en todas las divisiones (-0,3% Derivados del Cloro, -9,7% Química intermedia y -7,7% Farmacia). En conjunto, el volumen total vendido cae un -3% vs 2024 (hasta 910 mil toneladas), situándose muy por debajo de los niveles pre-pandemia (c. -30% vs 2019) y del pico del ciclo anterior (-18% vs 2022).

En términos de precios, el entorno continúa siendo débil como consecuencia de la menor demanda (-4,5% en Derivados del Cloro, 0% en Química Intermedia y +4,5% en Farmacia). El precio medio por tonelada se reduce por tercer año consecutivo (-3,3% vs 2024) y acumula una caída de c. -27% desde los máximos alcanzados en 2022 (estallido de la guerra de Ucrania).

En este contexto, el EBITDA rec. se reduce hasta EUR 5,9 Mn (-78,7% vs 2024), reflejando la presión persistente sobre márgenes en un contexto de costes energéticos todavía elevados y demanda final muy débil. La variación interanual del EBITDA se explica principalmente por (i) menores precios de venta y (ii) la caída de volúmenes, en un contexto en el que el conjunto de los costes variables (aprovisionamientos y suministros) se han mantenido estables. Lo que contrae el margen EBITDA rec. hasta el 0,9% (vs 4% en 2024 y vs 8,8% media 2019-2024).

Gráfico 3. Precio medio de las toneladas vendidas por ECR



Pese a la evolución del EBITDA rec. y el CAPEX acometido en el periodo (EUR 29,2 Mn), la deuda neta (ex NIIF 16) se reduce hasta los EUR 112,9 Mn (-5,6% vs 2024) a cierre de 2025, como consecuencia principalmente de (i) la reducción del capital circulante operativo y (ii) del cobro de la deuda de Hacienda (EUR 19,8 Mn). No obstante, a cierre de 2025, ECR incumplía determinados covenants financieros (incluyendo DN/EBITDA <3,5x), si bien obtuvo dispensas (waivers) en 2024 y 2025. En este contexto, la ratio DN/EBITDA rec. se sitúa en c. 19x, mientras que la DN/Patrimonio Neto se mantiene en c. 0,4x (niveles comparables al sector).

En conjunto, se observa un entorno de fuerte presión sobre volúmenes, precios y márgenes, derivado principalmente de la actual situación de "exceso de oferta". En este contexto, ECR sitúa la recuperación de la demanda (primero volúmenes y ulteriormente precios) durante el

2S26, si bien sujeta a una “razonable resolución de la actual crisis arancelaria y la puesta en práctica del Plan de ayuda a la industria química europea.” Lo que implica *de facto* que la visibilidad de una posible recuperación en 2026 es muy escasa. A fecha de este informe esa recuperación no ha comenzado siquiera.

Gráfico 4. Índice de producción industrial de productos químicos en la eurozona

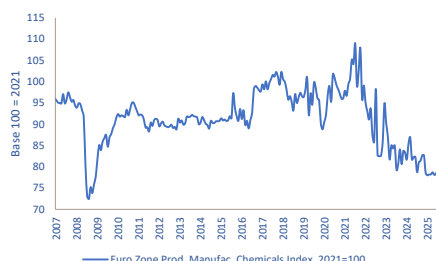
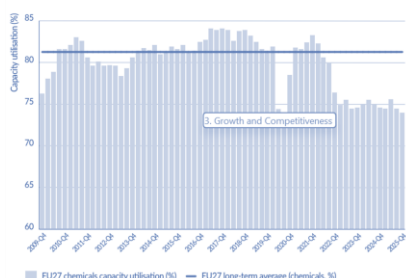
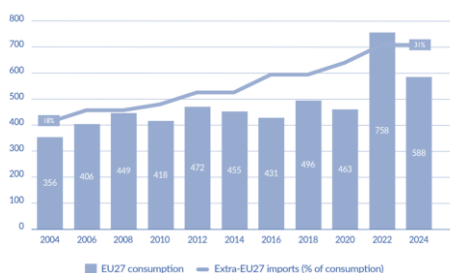


Gráfico 5. Utilización de capacidad química de la UE-27



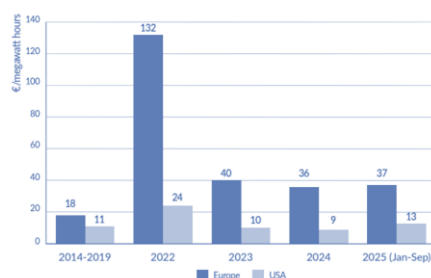
Fuente: Cefic

Gráfico 6. Consumo de productos químicos en UE-27 (EUR Bn)



Fuente: Cefic

Gráfico 7. Comparativa del precio de gas natural (Europa vs EE. UU.; EUR/MWh)



Fuente: Cefic

Tabla 1. Resultados 2025

EUR Mn	12m25 vs		
	12m25	12m24	12m24
Total Ingresos	659,9	692,8	-4,8%
Derivados del cloro	390,6	410,2	-4,8%
Química intermedia	175,8	194,6	-9,6%
Farmacia	60,4	62,6	-3,5%
Otros ingresos	33,0	25,4	30,1%
EBITDA (Recurrente)	5,9	27,8	-78,7%
EBITDA Rec. / Ingresos	0,9%	4,0%	-3,1 p.p.
EBITDA	4,4	28,6	-84,7%
EBITDA / Ingresos	0,7%	4,1%	-3,5 p.p.
EBIT	-28,1	-3,1	n.a.
BAI	-40,3	-12,3	n.a.
BN	-53,6	-11,7	n.a.
Toneladas vendidas (miles)	910	938	-3,0%

	12m25 vs		
	12m25	12m24	12m24
Deuda Neta ⁽¹⁾	112,9	119,6	-5,6%
Deuda Neta / EBITDA rec.	19,0 x	4,3 x	

(1) Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

El sector químico europeo continúa débil...

La industria química europea continúa mostrando un tono débil. Pese a la normalización parcial de los costes energéticos desde los máximos de 2022 (tras el estallido guerra de Ucrania), el contexto permanece condicionado por una combinación de una demanda final moderada, presión competitiva global (exceso de capacidad instalada y fuerte entrada de capacidad principalmente desde China) y desventaja estructural de costes frente a otras regiones (principalmente energéticos y regulaciones medioambientales).

- **Demanda final en Europa aún contenida, especialmente en construcción y determinados bienes duraderos.** Los principales mercados finales del complejo cloro-sosa (en particular aquellos vinculados a PVC y derivados para construcción) continúan mostrando niveles de actividad moderados en Europa. Lo que se traduce en tasas de utilización de las plantas químicas europeas en niveles del c. 75% vs media histórica > 80% (gráfico 5). Adicionalmente, la tasa de utilización en la producción de sosa cáustica se sitúa en niveles < 70% (vs niveles histórico > 80%).
- **Sobrecapacidad global y presión de importaciones.** Más allá del ciclo de demanda, la sobrecapacidad global sigue siendo un lastre estructural para Europa. La expansión de capacidad en Asia y, en menor medida, en EE.UU. durante los últimos años ha incrementado la presión competitiva sobre los productores europeos. El aumento de importaciones limita la recuperación de precios incluso en fases de mejora cíclica (gráfico 6).
- **Coste energético europeo aún elevado en términos relativos.** Aunque los precios de la energía han retrocedido desde los picos de 2022, Europa mantiene una desventaja estructural frente a regiones con acceso a energía más competitiva (por ejemplo EE.UU.). Este factor es particularmente relevante para el negocio cloro-sosa (altamente electro-intensivo) y continúa condicionando su competitividad (gráfico 7). Los precios energéticos siguen siendo hoy superiores a 2019. No obstante, se observa cierto descenso en el precio de la electricidad en España durante el año 2026 (precio medio: ene26 -26% vs ene25 y feb26 -85% vs feb25).
- **Racionalización industrial en curso, con efectos graduales.** El radar sectorial de Cefic (European Chemical Industry Council) muestra una aceleración de anuncios de cierre de capacidad en Europa en los últimos años (37 Mn de Tn en 2022-2025, lo que

representa el c.9% de la capacidad de producción química europea), concentrados en petroquímica y química inorgánica básica. No obstante, su impacto sobre el equilibrio oferta-demanda está siendo progresivo, dado el desfase temporal entre cierres, nuevas inversiones y la capacidad de importación del mercado europeo.

En este sentido, el sector europeo de cloro-sosa está entrando en una fase de racionalización de capacidad. Kem One suspendió temporalmente producción de cloro y sosa en Francia (nov-23) por debilidad de la demanda y presión de márgenes; Vynova anunció la intención de cerrar su planta de PVC en Beek (jul-25) citando sobrecapacidad y competencia de bajo coste; e INEOS ha comunicado su intención de cerrar unidades en Rheinberg (Alemania) por los elevados costes energéticos y de CO₂. En conjunto, los movimientos de estos grandes operadores apuntan a un ajuste de oferta en Europa ante el deterioro de los spreads y la pérdida de competitividad regional.

- **Regulación medioambiental como viento de cara estructural.** El marco regulatorio europeo (incluyendo el Emissions Trading System y los objetivos de descarbonización) continúa actuando como factor de presión de fondo para la química, principalmente a través de su impacto en el coste energético y en las necesidades de inversión industrial. Lo que provoca una pérdida relativa de competitividad frente a otras regiones.

En este sentido, la entrada del CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) en fase operativa en 2026, que introduce nuevas exigencias de control y reporte para importadores, marcará el inicio del control efectivo. Lo que podría afectar progresivamente a la competitividad de las importaciones en el mercado europeo.

- **Perspectivas: continuará la debilidad a corto plazo.** De cara a los próximos 12-24 meses, la recuperación de la industria química dependerá de la mejora del ciclo industrial europeo (mayor demanda) y del impacto del Plan de Acción Europeo para la Industria Química (publicado en jul-25), cuya efectividad no se espera que empiece a notarse hasta el 2S 2026. La mejora sostenida de la demanda junto con la materialización efectiva de cierres de capacidad serán claves para una normalización más firme del sector.

Revisamos estimaciones: visibilidad limitada. 2026e apunta a un mal año, por cuarto año consecutivo

Los resultados 2025 confirman que ECR atraviesa un valle de ciclo prolongado (2023-2025) y que la visibilidad de recuperación, hoy, sigue siendo limitada. Estimamos, por tanto, un escenario de continuidad de la debilidad en 2026e, derivado de una demanda final aún moderada/débil. De materializarse, supondría el cuarto año consecutivo de ciclo bajo (frente a una duración media histórica del ciclo químico de 8 años).

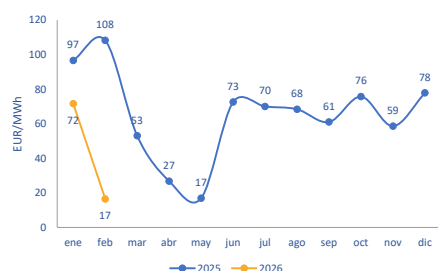
- **Repetición de ingresos en 2026e: EUR 662,8 Mn** (+0,4% vs 2025), consecuencia de una demanda final aún débil (principalmente construcción y otros sectores como la automoción) y un contexto de precios que continuará bajo presión. Lo que se traducirá en una repetición de volúmenes (todavía contenidos, -25% vs 2019) y precios.

Para 2027e-2028e estimamos una recuperación gradual, inicialmente vía volúmenes y posteriormente vía precios, apoyada en la normalización del ciclo: incremento de la demanda final (construcción, bienes duraderos y automoción, entre otros), medidas de apoyo del Plan Europeo para la Industria Química y el efecto de la racionalización industrial en curso junto con un menor CAPEX en Europa.

En este contexto, estimamos un crecimiento medio del volumen 2027e-2028e del +6%, junto a un incremento medio de precios del +5%. Que empujaría los ingresos 2027e hasta EUR 716 Mn (+8%) y 2028e hasta EUR 809 Mn (+13%).

- **Incremento del EBITDA rec. 2026e hasta EUR 17 Mn.** Mejora derivada de un mayor margen bruto, consecuencia de una reducción en los costes de suministro (gráfico 8). En particular, el precio de la electricidad (ECR consume c.1 Mn de MWh/año) muestra

Gráfico 8. Precio del mercado OMIE



una fuerte corrección frente a los niveles de 2025, mientras que la curva de futuros apunta a precios inferiores (c.-5/-10 EUR/MWh vs hace seis meses).

No obstante, la combinación de volúmenes y precios de venta todavía contenidos y el elevado apalancamiento operativo de ECR, continuarán presionando el EBITDA rec., que apuntaría a c.EUR 17 Mn en 2026e (margen EBITDA rec. del 2,6%).

La previsión de unos costes de suministro más competitivos (aunque aún por encima de los niveles de 2019), junto con la recuperación gradual de volúmenes y precios, permitiría elevar el EBITDA rec. hasta c.EUR 29 Mn en 2027e (margen 4%) y c.EUR 52 Mn en 2028e (margen 6,5%), todavía muy por debajo del rango histórico de EUR 60–70 Mn registrado en 2019–2024 (margen c.8–9%)

Nuestras estimaciones consideran unos volúmenes todavía contenidos y alejados de las c.1.260 Tn vendidas en 2019 (2028e: c.-20% vs 2019). Para 2027e-2028e proyectamos una recuperación gradual de la rentabilidad operativa, condicionada a la evolución de la energía y de los niveles de utilización del sector.

- **Continuidad en CAPEX (Plan 3D + inversiones adicionales para ganar competitividad).** ECR está inmersa en el Plan 3D (Diversificación, Digitalización y Descarbonización). Adicionalmente, ECR está llevando a cabo otras inversiones fuera del Plan 3D e invierte recurrentemente en mantenimiento de capacidad. Nuestras estimaciones consideran un CAPEX de c. EUR 30 Mn anuales para el periodo 2026e-2028e, en línea con la guía de ECR. Lo que supone una ratio de CAPEX/Ingresos en el rango 4%-5%, alineada con referencias históricas.
- **Ausencia de generación de FCF.** La evolución esperada del EBITDA (mejora progresiva, pero en niveles contenidos y sin alcanzar medias históricas durante el periodo proyectado 2026e-2028e), junto al mantenimiento del CAPEX con el objetivo de mejorar la competitividad, principalmente, lastrarán significativamente la generación de caja durante 2026e y en menor medida, durante 2027e-2028e. A ello se suma una carga de gastos financieros (c. EUR 13 Mn en 2025) que se ha incrementado durante los últimos años consecuencia del aumento de la deuda neta durante los últimos tres años. Si bien, proyectamos una mejora gradual en 2027e–2028e conforme avance y se normalice el ciclo.
- **Lo que, previsiblemente, incrementará el endeudamiento.** El FCF negativo previsto se traduciría en un incremento de la Deuda Neta de C. EUR 35 Mn en 2026e, hasta EUR 150 Mn (ratio DN/EBITDA rec. 2026e de c. 9x). Lo que es un reflejo más del pésimo momentum de ciclo y situaría a ECR en situación de incumplimiento de los covenants con las entidades financieras. Con todo, y a la vista de precedentes recientes, es previsible que ECR continúe obteniendo los correspondientes waivers. La coincidencia entre entidades financiadoras de ECR y de Bondalti mitiga, en nuestra opinión, el riesgo de tensiones financieras a corto plazo y respalda la expectativa de obtención de waivers, si bien pone de manifiesto un entorno crediticio exigente.

Tabla 2. Revisión de estimaciones (2026e – 2028e)

EUR Mn	2026e (Nuevo)	Revisión (%)	2027e (Nuevo)	Revisión (%)	2028e (Nuevo)
Total Ingresos	662,8	-15,8%	715,7	-10,8%	808,9
EBITDA (Recurrente)	16,9	-71,2%	28,8	-53,6%	52,3
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>185,8%</i>	<i>-301,9 p.p.</i>	<i>70,1%</i>	<i>64,8 p.p.</i>	<i>81,3%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>2,6%</i>	<i>-4,9 p.p.</i>	<i>4,0%</i>	<i>-3,7 p.p.</i>	<i>6,5%</i>
EBIT	-15,8	-158,3%	-4,5	-114,9%	18,4
Beneficio Neto	-22,6	-234,4%	-15,6	-181,0%	0,5
Free Cash Flow (Rec.)	-37,1	-620,9%	-30,2	-369,7%	-10,7
<i>DN / EBITDA</i>	<i>8,8 x</i>	<i>6,6 x</i>	<i>6,2 x</i>	<i>4,2 x</i>	<i>3,7 x</i>

¿Cómo comparan nuestras estimaciones vs el consenso del sector químico europeo?

Desde el anuncio de OPA de Bondalti sobre ECR (mar-24), el sector químico europeo ha mostrado un comportamiento débil. El índice sectorial europeo (Stoxx Europe 600 Chemicals)

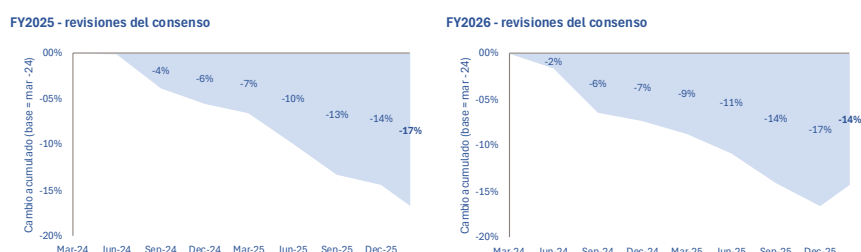
acumula una caída del c. -6% hasta la fecha de este informe (gráfico 1), reflejando el deterioro de las perspectivas del sector en un contexto de demanda industrial débil, exceso de capacidad global, mayor presión competitiva de productores extracomunitarios y costes energéticos elevados en Europa (tanto en términos históricos como en términos relativos vs EE.UU.).

En este mismo periodo, la cotización de ECR ha mostrado una evolución muy diferente (c. +26% desde el anuncio de la OPA), fundamentalmente soportada por el precio y las expectativas de operaciones corporativas (Bondalti y Esseco). En este contexto resulta relevante analizar la evolución de las expectativas del mercado para el sector.

- **Continúa revisión de estimaciones a la baja por parte de analistas para comparables cotizados europeos.** El deterioro del entorno sectorial se ha reflejado de forma clara en las revisiones de estimaciones de analistas para los principales comparables europeos (BASF, Solvay, Covestro y PCC Rokita). Los gráficos siguientes muestran la variación acumulada de las estimaciones de ingresos para FY2025–FY2026 desde la fecha de lanzamiento de la OPA.

La tendencia es consistente entre compañías: las previsiones de ingresos han sido revisadas a la baja de forma progresiva a lo largo de los últimos dos años. A modo ilustrativo, la estimación media de ingresos para FY2026 se sitúa actualmente un c. -14% por debajo del nivel estimado en marzo de 2024. Este patrón sugiere que el ajuste de expectativas ha sido generalizado en el sector químico europeo desde mar-24 (fecha de lanzamiento de la OPA de Bondalti).

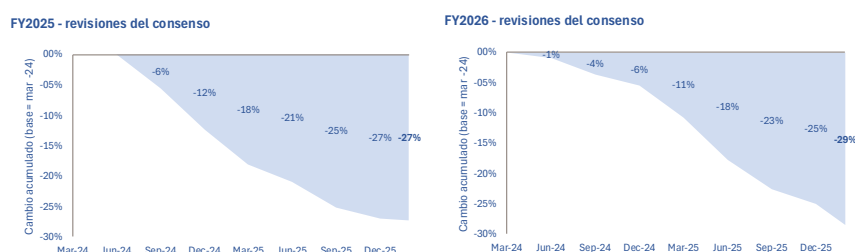
Gráfico 9. Comparables cotizadas: revisiones acumuladas del consenso desde mar-24 (ingresos).



- **La misma dinámica se observa en términos de EBITDA,** con revisiones más acusadas debido al elevado apalancamiento operativo del sector. La estructura de costes fijos característica de la industria química amplifica el impacto de menores ingresos sobre la rentabilidad.

En promedio, las estimaciones de EBITDA para los comparables muestran revisiones negativas de aproximadamente -27% para FY2025 y -29% para FY2026.

Gráfico 10. Comparables cotizadas: revisiones acumuladas del consenso desde mar-24 (EBITDA).



En conjunto, la evolución del consenso pone de manifiesto que el valle del ciclo de la química europea ha resultado mucho más profundo y prolongado de lo inicialmente anticipado por el mercado. Tras tres años de debilidad (2023–2025), las expectativas siguen apuntando a una recuperación gradual, aunque con visibilidad todavía limitada en el corto y medio plazo (2026–2027).

En este contexto, la OPA de Bondalti valora el 100% del capital de ECR en aproximadamente EUR 320,5 Mn. Considerando nuestras estimaciones, la oferta implicaría múltiplos de c. 26x EV/EBITDA 2026e y 15x EV/EBITDA 2027e, frente a 6,7x y 6,0x, respectivamente, en comparables europeos. Por tanto, la oferta valora el negocio de ECR por encima de los múltiplos actuales del sector, lo que refuerza la idea de que, en ausencia de OPA, la cotización podría tender a converger hacia niveles más alineados con comparables.

Gráfico 11. Evolución del precio de ECR y precio de la oferta lanzada por Bondalti

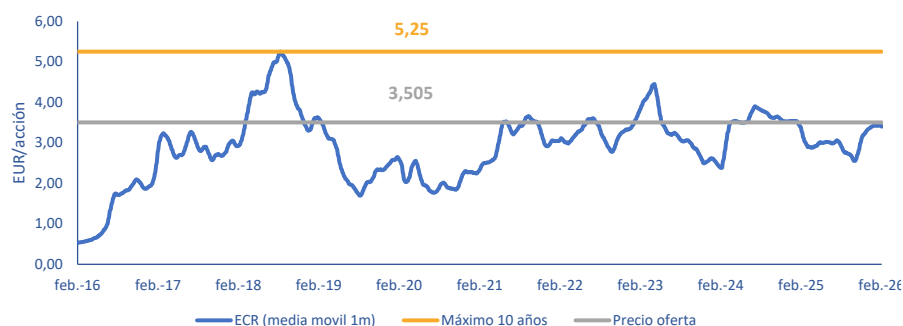


Gráfico 12. Índice de producción industrial de productos químicos en la Eurozona



Tabla 3. Evolución histórica de ECR

EUR Mn	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total Ingresos	606,9	689,3	677,1	682,3	579,3	811,8	1.052,5	755,4	692,8	659,9
Cto. Total ingresos	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,8%	-15,1%	40,1%	29,6%	-28,2%	-8,3%	-4,8%
Margen bruto	247,5	256,1	242,0	243,0	230,9	286,3	359,9	260,8	250,0	231,2
Cto. margen bruto	-24,1%	3,5%	-5,5%	0,4%	-5,0%	24,0%	25,7%	-27,6%	-4,1%	-7,5%
Margen bruto /Ingresos	40,8%	37,2%	35,7%	35,6%	39,9%	35,3%	34,2%	34,5%	36,1%	35,0%
EBITDA	58,2	52,6	62,8	56,8	47,3	92,9	121,9	43,3	28,6	4,4
Cto. EBITDA	79,0%	-9,7%	19,4%	-9,4%	-16,7%	96,3%	31,2%	-64,5%	-34,0%	-84,7%
EBITDA/Ingresos	9,6%	7,6%	9,3%	8,3%	8,2%	11,4%	11,6%	5,7%	4,1%	0,7%

Hoy todo pivota sobre la OPA: elementos clave del folleto y del informe del Consejo

La situación de ECR continúa pivotando en torno a la OPA formulada por Bondalti, cuya estructura y condiciones resultan determinantes para el análisis de la acción en el corto plazo. La oferta presenta características particulares, entre ellas la estabilidad del precio ofrecido en un periodo de claro deterioro del sector químico europeo.

Principales elementos del folleto de la oferta (6 de febrero de 2026):

- **OPA dirigida al 100% del capital social. A un precio de EUR 3,505/acción en efectivo.**
Este precio no está sujeto a las reglas de precio equitativo, pero Bondalti especifica en la solicitud de autorización de la OPA que “La Sociedad Oferente considera que el Precio de la Oferta cumple con los requisitos para ser considerado como “precio equitativo” de conformidad con lo dispuesto en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007...”.
- **Periodo de aceptación:** del 12 de febrero al 13 de marzo de 2026.

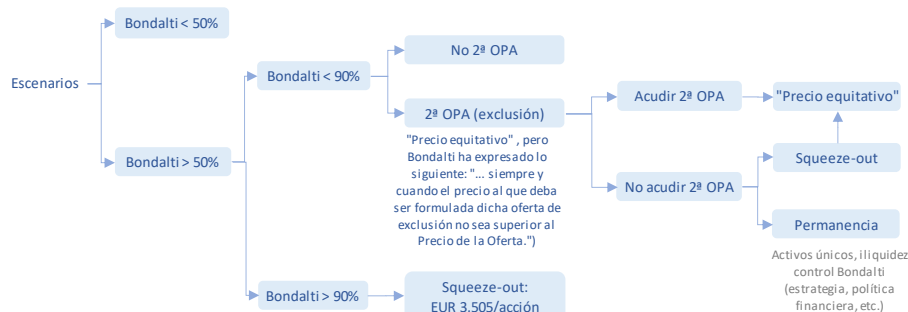
- **Condición de aceptación mínima (50%).** La efectividad de la oferta está condicionada a que el oferente alcance más del 50% de los derechos de voto efectivos, condición a la que ha manifestado que no renunciará (“La Sociedad Oferente no renunciará en ningún caso a la condición de aceptación mínima de la Oferta.”). Es relevante señalar que la condición mínima inicial (75%) fue rebajada muy recientemente al actual nivel del 50%
- **Intención de exclusión:** si el oferente alcanza al menos el 90% del capital, prevé ejercer el derecho de compraventa forzosa (squeeze-out) y promover la exclusión de negociación. Si no alcanza dicho umbral, el oferente ha indicado que valorará promover una oferta pública de exclusión.
- **El precio de la oferta no ha sido sometido a la consideración de la CNMV como “precio equitativo”** de conformidad con las reglas sobre precio equitativo contenidas en el artículo 110 de la LMVSI y en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007. Tampoco ha sido valorado dicho precio por la CNMV como apto para la exclusión conforme a los criterios de valoración establecidos en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007. En consecuencia, entendemos que el oferente no podría promover la exclusión mediante el procedimiento simplificado previsto en el artículo 65 de la LMVSI sin formular, en su caso, una oferta pública de exclusión específica.

Principales elementos destacables del Informe del Consejo de Administración (19 de febrero de 2026)

- **Opinión desfavorable a la oferta** emitida por el Consejo de Administración, aprobada por mayoría (no unanimidad).
- **Reconocimiento del informe de que la oferta proporciona liquidez con prima** (“la Oferta podría presentar una oportunidad de desinversión de los actuales accionistas en la Sociedad que busquen obtener liquidez inmediata para su inversión a una prima sobre su cotización actual.”).
- **El precio ha sido considerado razonable (fair) por el asesor financiero** (Evercore). “si bien el Precio de la Oferta puede ser razonable (fair)... la contraprestación ofrecida podría no agotar el valor intrínseco de las acciones de la Sociedad y lo considera, por tanto, con margen de mejora”.
- **Consejeros titulares de c. 6,2% del capital han manifestado su intención de no acudir a la oferta**, reservándose la posibilidad de reconsiderar dicha decisión si cambian las circunstancias. Lo que reduce la posibilidad de que la OPA alcance el umbral del 90% y se ejecute el squeeze-out.
- **Opinión individual de dos consejeros**, (sin participación accionarial en ECR). (i) D^a. Lourdes Vega (independiente, consejera desde 2016) expresa una opinión favorable a la oferta. ii) D. Eduardo Sánchez señala, entre otros aspectos:
 - “el mercado ante cualquier signo de no continuación del proceso de la OPA, ha reaccionado muy negativamente con aproximaciones al valor que reflejaba la acción hace dos años de EUR 2,5...”. A este respecto, la acción de ECR cayó un c. -16% el día de la retirada de la OPA de Esesco (11-08-25).
 - los asesores financieros han emitido opiniones que respaldan que el precio representa un fair value “La opinión de los advisors y reguladores habría de tenerse en cuenta y estos, los primeros particularmente, después de un exhaustivo y riguroso análisis, han dado señales y opiniones que soportan el hecho de que el valor de la OPA es un fair value...”;
 - “la limitada existencia de alternativas ... así como el hecho de que después de numerosos contactos en el mercado no haya habido ninguna otra oferta ni interés aparte de la de Esesco, retirada en su momento.”

Árbol objetivo de escenarios: elevada dispersión de opciones

Una forma de integrar los distintos elementos de la OPA (revisión de estimaciones, deterioro del sector, condiciones de la propia oferta, etc.) es mediante un análisis de escenarios. Objetivamente, los escenarios posibles a los que se enfrenta todo inversor/accionista en la OPA de ECR, son los siguientes:



- Bondalti no alcanza >50% y la oferta decae.** En este escenario, ECR continuaría como compañía independiente y la prima por OPA desaparecería. Ante la evidencia sectorial, es razonable pensar que el precio tendería a reflejar nuevamente las expectativas fundamentales del negocio “standalone”, en un contexto en el que: (i) el sector químico europeo ha mostrado un deterioro relevante desde mar-24 (c. -6%; gráfico 1; con un relativo vs Eurostoxx 50 del c. -25%), (ii) compañías comparables como PCC Rokita han registrado caídas significativamente superiores (c. -25%) y (iii) los múltiplo implícitos considerando nuestras proyecciones se sitúan por encima del sector.

Bajo estas referencias, la cotización de ECR podría tender a niveles más alineados con la evolución reciente del sector, tomando como referencia el precio previo al anuncio de la OPA (EUR 2,56/acción). Se trataría, por tanto, de un escenario con downside teórico muy material para el accionista.

- Bondalti alcanza ≥90% en la 1ª OPA.** En este supuesto, Bondalti podría ejercer el derecho de venta forzosa (squeeze-out), obligando a los accionistas restantes a vender a EUR 3,505/acción, siempre que se cumplan los requisitos legales. No obstante, el accionariado de ECR presenta un elevado grado de atomización (free float del c.73%), y c. un 6,2% del capital (en manos de consejeros) ha manifestado su intención de no acudir a OPA. En consecuencia, bastaría con que un 3,8% adicional no aceptara la oferta para impedir el ejercicio del squeeze-out.
- Bondalti alcanza >50% pero <90%.** La prima ofrecida frente al precio previo a la OPA (c. +37% vs EUR 2,56/acción del 4 de marzo de 2024), unida al deterioro de las perspectivas del sector químico europeo (especialmente en química básica) desde el lanzamiento de la oferta, reduce, objetivamente, el atractivo relativo de mantener la posición en ECR standalone.

Pese a que el sector se encuentra en un punto bajo del ciclo (apuntando a un cuarto año consecutivo de debilidad), la visibilidad sobre la recuperación es, a día de hoy, limitada y existen factores estructurales adversos: (i) costes energéticos más elevados en Europa (vs niveles históricos y vs otras geografías), presión competitiva de capacidad asiática, debilidad de la demanda industrial europea y mayor carga regulatoria medioambiental.

En este contexto, la oferta proporciona una oportunidad de liquidez inmediata (en palabras del propio Consejo de ECR: “la Oferta podría presentar una oportunidad de desinversión de los actuales accionistas en la Sociedad que busquen obtener liquidez inmediata para su inversión a una prima sobre su cotización actual”), si bien implica renunciar a un eventual upside futuro, que consideramos real, pero cuyo grado de visibilidad a día de hoy, es muy reducido. A partir de aquí se abren tres posibles escenarios.

- a. **ECR permanece cotizada bajo control de Bondalti.** ECR pasaría a ser una cotizada controlada, previsiblemente con (i) un free float más reducido y menor liquidez, dos factores que penalizan la valoración y (ii) mayor incertidumbre sobre estrategia y política financiera (lo que incluye, muy especialmente, el dividendo). En el folleto, Bondalti expresa:

“... tras la liquidación de la Oferta, la Sociedad Oferente llevará a cabo un proceso de revisión estratégica de Ercros (incluyendo el Plan 3D) y su grupo y promoverá la preparación de un nuevo plan estratégico...”.

Y “La Sociedad Oferente tiene intención de modificar la política de distribución de dividendos con respecto a la actual, reduciéndolos a los efectos de financiar las crecientes necesidades de inversión de Ercros y su grupo anteriormente mencionadas...”.

No obstante, este escenario teórico, en la práctica es incompatible con la intención expresada por Bondalti en el folleto de promover la exclusión, condicionada a que el precio exigido no supere el de la oferta actual.

- b. **Acumulación progresiva en mercado hasta $\geq 90\%$.** Bondalti podría incrementar su participación mediante compras en mercado tras la OPA. No obstante, no parece razonable esperar ventas relevantes a precios inferiores por parte de accionistas que no hayan acudido a la primera oferta.

- c. **Lanzamiento de una 2ª OPA (de exclusión).** En cuyo caso aparecerían tres subescenarios.

- **Acudir a la OPA de exclusión.** El precio debería cumplir el requisito de “precio equitativo” conforme a la normativa aplicable y ser considerado por la CNMV.

Sin embargo, destacamos que: (i) Bondalti ha manifestado que promovería la exclusión solo si el precio no supera el de la oferta actual, (ii) el oferente considera que EUR 3,505/acción ya cumple los criterios de equidad (respaldado por informe de Kroll), y (iii) el entorno sectorial se ha deteriorado desde el lanzamiento. Adicionalmente, los compromisos propuestos y asumidos frente a la CNMC, posteriores a la fijación del precio, reducen la rentabilidad potencial de Bondalti. Los compromisos incluyen, esencialmente, el suministro de hasta 85 mil Tn/año de hipoclorito a terceros a precio de coste, bajo una oferta marco supervisada por un administrador independiente y con una duración inicial de 5 años (prorrogable hasta 15). Bondalti ha estimado que el impacto del cumplimiento de los compromisos ascenderá a c. EUR 3,3 Mn/año.

Todo ello reduce, a día de hoy, tanto la probabilidad de una mejora de precio como su potencial magnitud; aunque es teóricamente posible. A este respecto, debemos señalar que el precio de la primera OPA (EUR 3,505/acción) constituiría una referencia muy fuerte.

- **No acudir a la OPA de exclusión.** (i) Si Bondalti $< 90\%$: ECR podría ser excluida de cotización permaneciendo el accionista como minoritario, con riesgos relevantes de iliquidez estructural, menor transparencia de valoración y una capacidad limitada de influencia sobre la estrategia y la asignación de capital. (ii) Si Bondalti $\geq 90\%$: se podría ejecutar squeeze-out al precio de la OPA de exclusión (“precio equitativo”).

Conclusión: el accionista enfrenta un dilema endiablado, ¿qué debe hacer?

Ahora, tras dos años de espera, el accionista de ECR ha llegado al final del proceso de OPA y se enfrenta a un dilema. Un dilema endiablado. Literalmente. Y al hablar de dilema lo hacemos en los términos estrictos de la RAE. Porque en castellano un dilema es una “situación en la que es necesario elegir entre dos opciones igualmente buenas o malas”. Y, desgraciadamente, en este caso, esas opciones son igualmente malas.

¿Por qué? Porque, de algún modo, el accionista siempre pierde algo. Y debe escoger qué “peaje” le cuesta menos soportar.

El planteamiento de este informe ha sido el de presentar los elementos clave a tomar en cuenta a la hora de decidir qué hacer en la OPA, si aceptar el precio ofertado o no. Estos elementos son seis:

- El pésimo momentum de resultados de ECR. Que nuestras estimaciones reflejan con un 2026 que prolongaría el “valle” de los últimos tres años. Y sin generación de FCF positivo hasta más allá de 2028.
- El pésimo momentum del sector y los cambios que ha experimentado, algunos de ellos estructurales. Y que han conducido a una fuerte pérdida de rentabilidad en los operadores europeos. Lo que explica la singularidad de un “valle” del ciclo que encara su cuarto año. Y sin visibilidad sobre su finalización.
- La reacción del mercado, penalizando con fuerza la cotización del sector. Y con bajadas sistemáticas de las estimaciones de los analistas, incorporando a sus números la fuerte depresión en que se halla el sector y la ausencia de visibilidad.
- Las condiciones específicas de la oferta. En la que destaca la permanencia del precio ofertado hace dos años (pese a las condiciones impuestas por CNMC) y la exigencia inequívoca de un 50% de aceptación para no retirar la oferta.
- El comportamiento histórico del precio ajustado de ECR y que indica que -10y ha habido escenarios de un mayor reconocimiento de la capacidad de generación de FCF de la compañía. Es decir, mayores precios que el ofertado por Bondalti. Pero que esos momentos han sido muy escasos. Siendo difícil ver precios por encima de EUR 3,5/acc. Y casi nunca por encima de EUR 4,0/acc.
- El excelente track record de ECR cuya serie de EBITDA 2016-2021 (en años que pueden ser considerados normales o medios, a excepción de 2020) ofrece dos números autoexplicativos de la capacidad real de generación de EBITDA de los activos y management de ECR: alcanzando un EBITDA medio de EUR 62 Mn y un margen medio del 9,0%. Muy lejos de los EUR 5,9 Mn de EBITDA rec. obtenidos en 2025. O de nuestra expectativa de EUR 17 Mn en 2026 (margen del 2,6%). Es decir, la alta calidad de los activos de ECR sufre hoy una combinación de factores (depresión de demanda y precios, altos costes de la energía) que esconde su capacidad real de generar resultados. Y que la oferta de Bondalti pagaría por debajo de 8x EV/EBITDA.

Estos son los argumentos a considerar. Y que explican el dilema al que se enfrenta el accionista de Ercros. Un dilema en el que, en nuestra opinión, el aspecto más importante es el fuerte deterioro sufrido por el sector los dos últimos años, la nula visibilidad sobre la recuperación (que nosotros no vemos hasta más allá de 2028) y, muy especialmente, la posibilidad (no seguridad) de que el sector químico europeo sufra una pérdida de rentabilidad estructural. Que implique una menor capacidad de generación de FCF en todas las fases del ciclo y, por tanto, un menor valor intrínseco.

Este punto es clave y explica que el precio ofertado hace 2 años (y que Bondalti no ha tocado) no puede juzgarse hoy igual que entonces. En marzo 2024 había una expectativa de salida rápida del “valle” del ciclo y una percepción de un sector más rentable que hoy. Dos años después el contexto ha cambiado radicalmente y, por tanto, también cambia la opinión sobre el precio de la OPA. El inversor no puede pasar esto por alto.

En este contexto, ¿qué gana y qué pierde el accionista de ECR?

- Si acude a la oferta el accionista escapa a un precio razonable de las pésimas perspectivas del sector. Y hace lo más racional: evitar que la oferta se retire y el precio registre una caída que podría alcanzar el -30%, volviendo a la “casilla de salida” (el precio previo a la OPA: EUR 2,56/acc). Pero paga un peaje que no puede ocultarse: renuncia a que el potencial valor intrínseco de ERC (explicado por la calidad de sus activos y track record) sea superior a la oferta. Aunque esa renuncia se produce en un contexto especial: la pésima situación del sector, la nula visibilidad y, lo más importante, la posibilidad de que la rentabilidad del sector haya sufrido un recorte estructural. Para siempre.
- Si no acude a la oferta, el accionista afronta el riesgo (elevadísimo) de una retirada de la oferta y desplome de la cotización. Con el agravante de que, muy probablemente, el mercado retiraría a ERC la prima por valor “opable”, asumiendo que la oferta de Bondalti (tras la retirada de Esseco) es una oportunidad casi única. Pero a cambio el accionista retendría la propiedad de una compañía de alta calidad (EBITDA positivo en la totalidad del “valle”) y la posibilidad de obtener en el futuro un precio que reconozca el mayor valor intrínseco de la compañía. Aunque hemos visto que ese mayor valor es hoy significativamente más incierto que hace dos años. Y, probablemente, menor.

Por eso hablamos de dilema. Y por eso decimos que el accionista, en esta ocasión, siempre pierde. El mejor reflejo de que ambas opciones (vender o quedarse) son defendibles está en el propio Consejo de Administración de ECR. Con una posición de rechazo a la OPA (motivada por el argumento impecable del mayor valor intrínseco de ECR) pero con dos votos discrepantes muy significativos que ven en la OPA un precio razonable con el que evitar el enorme riesgo de desplome de la cotización.

Racionalmente, y desde un punto de vista del inversor, todo apunta a que es más prudente aceptar la oferta. Ya que es más seguro y cierto el riesgo de fuerte caída de la cotización que el potencial de revalorización por la recuperación del ciclo y vuelta a niveles de EBITDA de un “año medio” (algo que, hoy, Lighthouse no estima hasta más allá de 2028).

Y sin embargo...Sin embargo la opción de no acudir no es indefendible. Desde un punto de vista estricto de mercado, no es lo racional. Pero ese no es el único punto de vista. Y cabe la apuesta porque el valor fundamental de la compañía y, muy especialmente, la calidad y singularidad de los activos, cristalice en una mejor oferta en el futuro, incluso de la propia Bondalti. Para la que ECR es un “mirlo blanco”.

Cabe no vender, pero asumiendo todos los peajes: la caída de la cotización a corto plazo, la posibilidad de un “valle” del ciclo aún más prolongado y que implique una generación continuada de FCF negativo, el incremento del apalancamiento (y del riesgo financiero, que ya es elevado), la ausencia de dividendo... Si todo eso se asume, en este dilema, también la opción de no vender es posible. Y realmente defendible.

Un dilema endiablado.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(21,5)	(12,6)	3,8	n.a.		
Market Cap	295,3	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	112,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	5,8%	Coste de la deuda neta			5,5%	6,0%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	4,6%	$K_d = \text{Coste de Deuda Neta} * (1-T)$			4,4%	4,8%
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)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,3
Coste del Equity	10,9%	$K_e = R_f + (R * B)$			9,7%	11,5%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	72,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	27,7%	D			=	=
WACC	9,1%	$WACC = K_d * D + K_e * E$			8,2%	9,7%
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 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
BASF	BASFn.DE	43.066,6	18,8	18,7%	9,0	8,1%	1,1	3,6%	11,9%	4,9%	18,8%
Solvay	SOLB.BR	2.930,9	10,2	11,2%	5,7	6,2%	1,1	1,7%	18,6%	7,9%	19,2%
PCC Rokita	PCR.WA	331,7	10,6	-41,4%	5,3	7,1%	0,9	3,1%	16,9%	0,0%	n.a.
Europa			13,2	-3,8%	6,6	7,1%	1,0	2,8%	15,8%	4,3%	19,0%
DowDuPont	DOW	18.720,1	n.a.	n.a.	10,5	19,9%	1,0	3,6%	9,2%	2,4%	19,7%
Olin Corp	OLN	2.440,5	n.a.	94,1%	10,7	29,5%	0,8	2,7%	7,7%	4,9%	67,8%
Westlake	WLK	11.410,5	n.a.	n.a.	10,8	15,3%	1,5	4,4%	13,5%	2,4%	41,2%
Chemtrade Logistics	CHE_u.TO	1.082,6	11,5	7,3%	6,0	5,1%	1,4	-41,4%	22,7%	8,2%	-41,4%
Norteamérica			11,5	50,7%	9,5	17,4%	1,2	-7,7%	13,3%	4,4%	21,8%
ECR	ECR.MC	295,3	n.a.	42,2%	24,8	75,6%	0,6	10,5%	2,6%	n.a.	46,3%

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	4,2%	30,3	13,9x
Central	4,0%	28,8	14,6x
Min	3,8%	27,4	15,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	3,8%	4,2%	4,6%
30,3	(25,9)	(28,7)	(31,6)
28,8	(27,3)	(30,2)	(33,0)
27,4	(28,7)	(31,6)	(34,4)

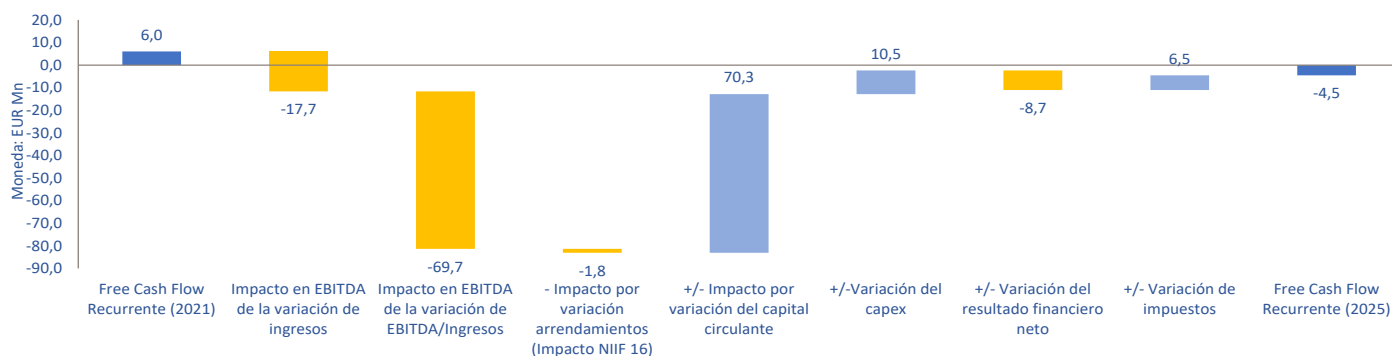
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Inmovilizado inmaterial	17,7	31,3	29,2	30,7	33,2	35,1	37,0	38,9		
Inmovilizado material	324,5	341,5	345,1	343,6	345,6	349,2	352,5	355,4		
Otros activos no corrientes	35,7	34,4	40,6	41,5	28,1	35,6	40,9	40,9		
Inmovilizado financiero	29,0	39,2	57,0	55,8	39,9	41,1	42,3	43,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	248,9	239,9	170,2	188,9	149,4	150,1	162,1	183,2		
Total activo	655,8	686,2	642,1	660,4	596,2	611,1	634,7	661,8		
Patrimonio neto	331,6	360,7	363,1	341,2	287,2	264,6	249,0	249,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	67,6	86,6	83,6	75,7	71,4	71,4	71,4	71,4		
Otros pasivos no corrientes	6,2	12,3	9,3	14,0	12,1	12,1	12,1	12,1		
Deuda financiera neta	59,6	62,8	80,8	119,6	112,9	150,0	180,1	190,8		
Pasivo circulante	190,8	163,8	105,3	110,0	112,6	113,1	122,1	138,0		
Total pasivo	655,8	686,2	642,1	660,4	596,2	611,1	634,7	661,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Total Ingresos	811,8	1.052,5	755,4	692,8	659,9	662,8	715,7	808,9	-5,0%	7,0%
Cto.Total Ingresos	40,1%	29,6%	-28,2%	-8,3%	-4,8%	0,4%	8,0%	13,0%		
Coste de ventas	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(442,8)	(428,7)	(419,7)	(454,0)	(515,0)		
Margen Bruto	286,3	359,9	260,8	250,0	231,2	243,1	261,7	293,9	-5,2%	8,3%
Margen Bruto / Ingresos	35,3%	34,2%	34,5%	36,1%	35,0%	36,7%	36,6%	36,3%		
Gastos de personal	(83,6)	(89,6)	(91,6)	(101,0)	(104,7)	(104,8)	(107,9)	(111,2)		
Otros costes de explotación	(109,4)	(128,2)	(122,0)	(121,2)	(120,5)	(121,3)	(124,9)	(130,5)		
EBITDA recurrente	93,3	142,1	47,1	27,8	5,9	16,9	28,8	52,3	-49,8%	n.a.
Cto.EBITDA recurrente	93,4%	52,3%	-66,8%	-40,9%	-78,7%	185,8%	70,1%	81,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	11,5%	13,5%	6,2%	4,0%	0,9%	2,6%	4,0%	6,5%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	(20,2)	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
EBITDA	92,9	121,9	43,3	28,6	4,4	16,9	28,8	52,3	-53,4%	n.a.
Depreciación y provisiones	(25,2)	(23,4)	(23,5)	(24,9)	(26,3)	(26,4)	(26,7)	(27,1)		
Gastos capitalizados	0,5	0,8	1,0	0,8	1,9	1,9	1,9	1,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,3)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(8,1)	(8,3)	(8,4)	(8,6)		
EBIT	61,8	92,2	13,0	(3,1)	(28,1)	(15,8)	(4,5)	18,4	-25,2%	38,5%
Cto.EBIT	314,0%	49,0%	-85,9%	-124,1%	-796,5%	43,8%	71,8%	513,7%		
EBIT / Ingresos	7,6%	8,8%	1,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(10,7)	(13,3)	(15,6)	(17,6)	(18,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,9	1,6	1,6	1,2	1,2	1,2	1,2		
Beneficio ordinario	59,3	88,0	5,0	(12,3)	(40,3)	(30,2)	(20,8)	0,7	-27,9%	26,3%
Cto.Beneficio ordinario	749,1%	48,3%	-94,3%	-343,5%	-228,6%	25,0%	31,0%	103,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	59,3	88,0	5,0	(12,3)	(40,3)	(30,2)	(20,8)	0,7	-27,9%	26,3%
Impuestos	(9,9)	(17,3)	23,8	0,6	(13,3)	7,5	5,2	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva	16,7%	19,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	43,3	63,0	27,6	(11,7)	(53,6)	(22,6)	(15,6)	0,5	-34,1%	26,2%
Cto.Beneficio neto	592,0%	45,5%	-56,2%	-142,3%	-359,7%	57,7%	31,0%	103,2%		
Beneficio ordinario neto	49,7	86,9	8,8	(13,0)	(38,7)	(30,2)	(20,8)	0,5	-29,1%	26,3%
Cto. Beneficio ordinario neto	603,6%	74,7%	-89,8%	-247,2%	-197,7%	22,0%	31,0%	102,4%		
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBITDA recurrente						16,9	28,8	52,3	-49,8%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,3)	(8,4)	(8,6)		
Var.capital circulante						(0,2)	(3,0)	(5,2)		
Cash Flow operativo recurrente						8,5	17,4	38,4	-9,2%	-1,2%
CAPEX						(30,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(15,6)	(17,6)	(18,9)		
Impuestos						-	-	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						(37,1)	(30,2)	(10,7)	-28,8%	-33,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(37,1)	(30,2)	(10,7)	-26,2%	-53,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						37,1	30,2	10,7		

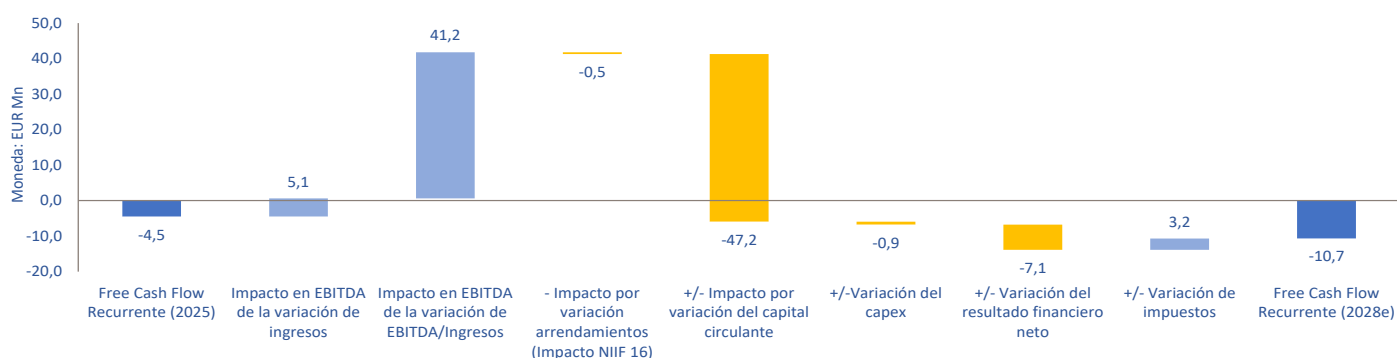
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

								TACC	
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	22-25	25-28e
EBITDA recurrente	142,1	47,1	27,8	5,9	16,9	28,8	52,3	-65,3%	n.a.
Cto.EBITDA recurrente	52,3%	-66,8%	-40,9%	-78,7%	185,8%	70,1%	81,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	13,5%	6,2%	4,0%	0,9%	2,6%	4,0%	6,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(8,1)	(8,3)	(8,4)	(8,6)		
+/- Var. Capital circulante	(18,0)	11,2	(14,0)	42,0	(0,2)	(3,0)	(5,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	117,0	50,6	6,2	39,8	8,5	17,4	38,4	-30,2%	-1,2%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	99,4%	-56,8%	-87,8%	543,1%	-78,6%	104,9%	120,6%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	11,1%	6,7%	0,9%	6,0%	1,3%	2,4%	4,8%		
- CAPEX	(53,2)	(24,0)	(26,6)	(29,2)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,1)	(9,6)	(8,3)	(11,8)	(15,6)	(17,6)	(18,9)		
- Impuestos	(17,3)	(5,3)	(1,7)	(3,4)	-	-	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	41,4	11,7	(30,4)	(4,5)	(37,1)	(30,2)	(10,7)	-28,2%	-33,1%
Cto. Free Cash Flow recurrente	585,0%	-71,7%	-358,9%	85,1%	-719,1%	18,6%	64,6%		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	3,9%	1,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(22,0)	(1,2)	1,3	12,8	-	-	-		
= Free Cash Flow	19,4	6,7	(28,4)	6,7	(37,1)	(30,2)	(10,7)	-29,9%	-53,2%
Cto. Free Cash Flow	-14,0%	-65,4%	-521,5%	123,6%	-653,3%	18,6%	64,6%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	14,0%	4,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	6,6%	2,3%	n.a.	2,3%	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	6,0	41,4	11,7	(30,4)	(4,5)	(37,1)	(30,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	27,7	(40,1)	(3,9)	(1,3)	0,0	1,4	3,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	21,1	(54,9)	(15,4)	(20,6)	11,0	10,5	19,7		
= Variación EBITDA recurrente	48,8	(95,0)	(19,3)	(21,9)	11,0	11,9	23,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,8)	(0,6)	0,1	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	10,3	29,2	(25,2)	56,0	(42,2)	(2,8)	(2,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	58,3	(66,4)	(44,4)	33,6	(31,3)	8,9	21,0		
+/-Variación del CAPEX	(13,6)	29,2	(2,6)	(2,5)	(0,9)	-	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,9)	(4,5)	1,3	(3,5)	(3,8)	(2,0)	(1,4)		
+/- Variación de impuestos	(7,4)	12,0	3,6	(1,7)	3,4	-	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	35,4	(29,7)	(42,1)	25,9	(32,5)	6,9	19,5		
Free Cash Flow Recurrente	41,4	11,7	(30,4)	(4,5)	(37,1)	(30,2)	(10,7)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBIT	92,2	13,0	(3,1)	(28,1)	(15,8)	(4,5)	18,4	-32,1%	38,5%
* Tasa fiscal teórica	19,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(18,1)	-	-	-	-	-	(4,6)		
EBITDA recurrente	142,1	47,1	27,8	5,9	16,9	28,8	52,3	-65,3%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(8,1)	(8,3)	(8,4)	(8,6)		
+/- Var. Capital circulante	(18,0)	11,2	(14,0)	42,0	(0,2)	(3,0)	(5,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	117,0	50,6	6,2	39,8	8,5	17,4	38,4	-30,2%	-1,2%
- CAPEX	(53,2)	(24,0)	(26,6)	(29,2)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(18,1)	-	-	-	-	-	(4,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	45,7	26,6	(20,4)	10,7	(21,5)	(12,6)	3,8	-38,4%	-29,0%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	421,5%	-41,8%	-176,9%	152,2%	-301,3%	41,5%	130,5%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	4,3%	3,5%	n.a.	1,6%	n.a.	n.a.	0,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(22,0)	(1,2)	1,3	12,8	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	23,7	21,6	(18,4)	21,9	(21,5)	(12,6)	3,8	-2,6%	-44,1%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-6,5%	-8,9%	-185,4%	218,9%	-198,2%	41,5%	130,5%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	10,9%	6,3%	n.a.	2,5%	n.a.	n.a.	0,9%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	5,6%	5,1%	n.a.	5,2%	n.a.	n.a.	0,9%		

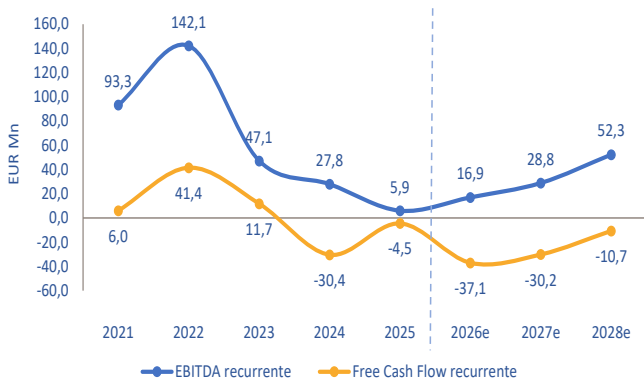
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



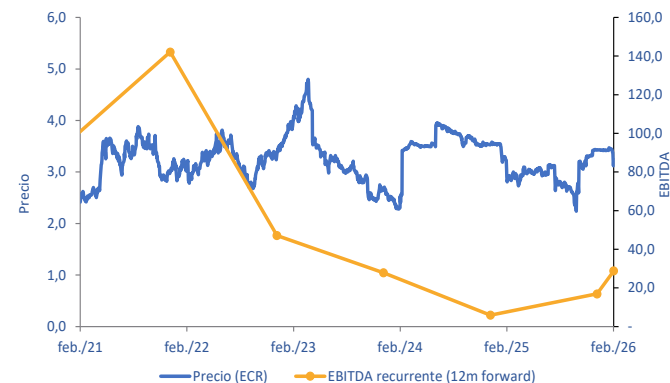
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



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	295,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	21,9	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	112,9	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	10,5	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	419,6	

Anexo 4. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Total Ingresos	624,5	606,9	689,3	677,1	682,3	579,3	811,8	1.052,5	755,4	692,8	659,9	662,8	715,7	808,9	0,6%	7,0%
Cto. Total ingresos	2,8%	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,8%	-15,1%	40,1%	29,6%	-28,2%	-8,3%	-4,8%	0,4%	8,0%	13,0%		
EBITDA	32,5	58,2	52,6	62,8	56,8	47,3	92,9	121,9	43,3	28,6	4,4	16,9	28,8	52,3	-18,2%	n.a.
Cto. EBITDA	125,5%	79,0%	-9,7%	19,4%	-9,4%	-16,7%	96,3%	31,2%	-64,5%	-34,0%	-84,7%	287,4%	70,1%	81,3%		
EBITDA/Ingresos	5,2%	9,6%	7,6%	9,3%	8,3%	8,2%	11,4%	11,6%	5,7%	4,1%	0,7%	2,6%	4,0%	6,5%		
Beneficio neto	7,2	45,2	44,5	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	27,6	(11,7)	(53,6)	(22,6)	(15,6)	0,5	-25,1%	26,2%
Cto. Beneficio neto	215,1%	523,8%	-1,5%	0,9%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-56,2%	-142,3%	-359,7%	57,7%	31,0%	103,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	101,0	98,4	93,6	91,4	91,4	91,4	91,4	91,4		
BPA (EUR)	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,43	0,64	0,29	-0,13	-0,59	-0,25	-0,17	0,01	-27,4%	26,2%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	0,1%	3,7%	-28,9%	-79,1%	n.a.	49,3%	-53,9%	n.a.	n.a.	57,7%	31,0%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	0,06	0,40	0,64	0,43	0,32	0,07	0,49	0,88	0,09	-0,14	-0,42	-0,33	-0,23	0,01	-24,1%	26,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	62,3%	-33,5%	-24,2%	-78,8%	n.a.	79,2%	-89,3%	n.a.	n.a.	22,0%	31,0%	n.a.		
CAPEX	(10,4)	(20,6)	(36,6)	(32,0)	(55,0)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(26,6)	(29,2)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
CAPEX/Vtas %	1,7%	3,4%	5,3%	4,7%	8,1%	6,2%	4,9%	5,1%	3,2%	3,8%	4,4%	4,5%	4,2%	3,7%		
Free Cash Flow	8,8	47,4	18,6	3,2	26,1	35,2	22,6	19,4	6,7	(28,4)	6,7	(37,1)	(30,2)	(10,7)	-2,7%	-53,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	3,7x	1,3x	1,7x	1,7x	1,7x	1,6x	0,6x	0,5x	1,9x	4,2x	25,8x	8,8x	6,2x	3,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	10,4x	10,2x	11,7x	n.a.	4,0x	11,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	0,30x	0,51x	0,61x	0,70x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,44x	0,66x	0,66x	0,63x	0,59x	0,52x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	5,8x	5,3x	8,0x	7,5x	6,9x	6,5x	3,9x	3,1x	7,7x	16,0x	n.a.	24,8x	14,6x	8,0x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-30,3%	-76,1%	-13,7%	315,6%	26,6%	9,0%	-3,0%	-5,7%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-44,3%	-78,0%	-10,9%	315,4%	46,9%	-22,7%	-35,0%	-11,1%				

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 Refinitiv.

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

Anexo 5. Principales comparables 2026e

	EUR Mn	Europa				Norteamérica				Average	ECR
		BASF	Solvay	PCC Rokita	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Chemtrade Logistics Income Fund		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BASF.DE	SOLB.BR	PCR.WA		DOW	OLN	WLK	CHE_u.TO		ECR.MC
	Pais	Germany	Belgium	Poland		USA	USA	USA	Canada		Spain
	Market cap	43.066,6	2.930,9	331,7		18.720,1	2.440,5	11.410,5	1.082,6		295,3
	Enterprise value (EV)	64.599,5	4.626,9	440,8		32.238,6	4.718,9	14.108,4	1.806,8		419,6
Información financiera básica	Total Ingresos	60.251,9	4.392,0	495,6		33.488,8	5.771,3	9.659,3	1.326,0		662,8
	Cto.Total Ingresos	1,8%	-7,5%	5,9%	0,1%	-1,3%	0,5%	2,2%	7,0%	2,1%	0,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	3,6%	1,7%	3,1%	2,8%	3,6%	2,7%	4,4%	-41,4%	-7,7%	10,5%
	EBITDA	7.162,7	818,2	83,7		3.068,3	442,8	1.305,8	301,3		16,9
	Cto. EBITDA	7,6%	-6,4%	13,7%	5,0%	13,6%	-10,6%	59,5%	-7,3%	13,8%	287,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	8,1%	6,2%	7,1%	7,1%	19,9%	29,5%	15,3%	5,1%	17,4%	75,6%
	EBITDA/Ingresos	11,9%	18,6%	16,9%	15,8%	9,2%	7,7%	13,5%	22,7%	13,3%	2,6%
	EBIT	3.133,6	500,5	44,6		660,9	30,8	276,4	176,4		(15,8)
	Cto. EBIT	n.a.	n.a.	38,7%	38,7%	123,7%	-73,7%	n.a.	n.a.	25,0%	43,8%
	2y TACC (2026e - 2028e)	15,9%	7,2%	13,5%	12,2%	68,8%	n.a.	57,4%	-41,4%	28,3%	77,9%
	EBIT/Ingresos	5,2%	11,4%	9,0%	8,5%	2,0%	0,5%	2,9%	13,3%	4,7%	n.a.
	Beneficio Neto	2.190,3	286,1	30,8		(228,2)	(67,7)	129,5	99,8		(22,6)
	Cto. Beneficio Neto	43,4%	673,3%	51,7%	256,1%	89,0%	20,9%	110,4%	15,3%	58,9%	57,7%
	2y TACC (2026e - 2028e)	15,1%	8,8%	15,7%	13,2%	n.a.	n.a.	82,2%	-41,4%	20,4%	42,2%
	CAPEX/Ventas	6,5%	6,5%	5,7%	6,2%	6,2%	2,9%	7,9%	7,4%	6,1%	4,5%
Múltiplos y Ratios	Free Cash Flow	2.110,9	230,5	n.a.		440,5	118,7	269,9	88,7		(37,1)
	Deuda financiera Neta	16.495,8	1.756,0	57,5		12.271,1	2.216,5	2.050,1	708,0		150,0
	DN/EBITDA (x)	2,3	2,1	0,7		4,0	5,0	1,6	2,4		8,8
	Pay-out	94,8%	85,7%	44,9%	75,1%	-369,1%	-115,1%	186,1%	62,8%	-58,8%	0,0%
	P/E (x)	18,8	10,2	10,6	13,2	n.a.	n.a.	n.a.	11,5	11,5	n.a.
	P/BV (x)	1,2	2,5	0,9	1,5	1,5	1,7	1,2	2,3	1,7	1,1
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,1	0,9	1,0	1,0	0,8	1,5	1,4	1,2	0,6
	EV/EBITDA (x)	9,0	5,7	5,3	6,6	10,5	10,7	10,8	6,0	9,5	24,8
	EV/EBIT (x)	20,6	9,2	9,9	13,2	48,8	n.a.	n.a.	10,2	29,5	n.a.
	ROE	7,3	22,6	9,2	13,0	n.a.	n.a.	1,6	23,0	12,3	n.a.
	FCF Yield (%)	4,9	7,9	n.a.	6,4	2,4	4,9	2,4	8,2	4,4	n.a.
	DPA	2,33	2,35	0,70	1,79	1,18	0,68	1,88	0,55	1,07	0,00
	Dvd Yield	4,8%	8,5%	4,2%	5,8%	4,5%	3,2%	2,1%	5,7%	3,9%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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 Mercado 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
02-Mar-2026	n.a.	3,23	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2025 - Subimos estimaciones	Pablo Victoria Rivera, CESGA
11-Nov-2025	n.a.	3,08	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
03-Nov-2025	n.a.	3,20	n.a.	n.a.	Noticia importante	Alfredo Echevarría Otegui
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.	3,49	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
27-May-2024	n.a.	3,50	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
30-Abr-2024	n.a.	3,52	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Enrique Andrés Abad, CFA
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.	3,35	n.a.	n.a.	Noticia importante - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	3,32	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
03-May-2023	n.a.	4,20	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
11-Abr-2023	n.a.	4,48	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
22-Feb-2023	n.a.	3,96	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
09-Nov-2022	n.a.	3,31	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Ago-2022	n.a.	3,46	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
15-Jun-2022	n.a.	3,37	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: al alza	David López Sánchez
04-May-2022	n.a.	3,38	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
25-Feb-2022	n.a.	3,02	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
10-Nov-2021	n.a.	3,52	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
29-Jul-2021	n.a.	3,36	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
12-May-2021	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
26-Feb-2021	n.a.	2,41	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	2,01	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
03-Ago-2020	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
15-May-2020	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
30-Abr-2020	n.a.	2,66	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: a la baja	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	2,28	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
06-Nov-2019	n.a.	2,42	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
29-Jul-2019	n.a.	1,92	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
03-Jun-2019	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

