

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Chemicals

Precio de Cierre: EUR 3,40 (15 may 2026)

Fecha del informe: 21 may 2026 (12:00h)

**Resultados 3m 2026**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 3m 2026**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@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.

## Rdos 1T26: sin señales de recuperación. La potencial OPA de exclusión sostiene la acción

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	310,4	360,9
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	473,9	550,9
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,47 / 3,12 / 2,24	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,35	
Rotación <sup>(3)</sup>	28,7	
Refinitiv / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Bondalti	77,2
Joan Casas Galofré y Familia <sup>(7)</sup>	10,8
Free Float	12,0

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	93,6	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 <sup>(4)</sup>	4,2	3,1	4,3	4,9
Beneficio neto	-53,6	-30,2	-20,8	0,5
BPA (EUR)	-0,57	-0,33	-0,23	0,01
% Var.	-349,1	42,3	31,0	102,4
BPA ord. (EUR)	-0,41	-0,33	-0,23	0,01
% Var.	-190,8	20,2	31,0	102,4
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-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 (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	3,1

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

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,1	1,2	1,3	1,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,72	0,72	0,66	0,59
EV/EBITDA Rec.	n.a.	28,0	16,4	9,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	25,7
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**INGRESOS 1T26: SIN SEÑALES DE CAMBIO (-16,1% VS 1T25). VOLÚMENES Y PRECIOS BAJO PRESIÓN...**

ECR continúa mostrando un deterioro operativo consistente con el débil momentum del sector químico europeo. Los ingresos cayeron hasta EUR 154,8 Mn (-16,1% vs 1T25), afectados por una caída simultánea de volúmenes (-5,6%) y precios (-11,7%), reflejando una demanda final todavía muy débil (especialmente construcción y auto) y un contexto de elevada competencia global. Por divisiones: derivados del cloro (c. 60%/Vtas; cae un -17,1%), química intermedia (30%; -13,9%) y farmacia (10%; -21,8%).

**... AUNQUE LOS MENORES COSTES VARIABLES LIMITAN EL DETERIORO DEL EBITDA (EUR -1,0 MN; NIVELES SIMILARES AL 1T25).**

La caída de ingresos fue parcialmente compensada por un menor coste variable (principalmente electricidad y gas), permitiendo mantener prácticamente estable el "margen de contribución" y limitar el deterioro del EBITDA hasta EUR -1,0 Mn (vs EUR 0 Mn en 1T25). El 1T26 refleja un bajo nivel de actividad y baja visibilidad sobre la recuperación de volúmenes.

**INCREMENTO DE DEUDA NETA (C. EUR +36 MN; HASTA EUR 149,1 MN).**

La generación de caja 1T26 se situó en EUR -33 Mn debido a la continuidad de las inversiones (EUR 11,3 Mn) y circulante (EUR 18,4 Mn) provocando un aumento de la deuda financiera neta (sin IFRS 16) hasta EUR 149,1 Mn (+32% vs EUR 112,9 en 2025).

**2026E: CONTINUIDAD DEL CICLO BAJO.**

Esperamos un ejercicio todavía débil, con mejora limitada del EBITDA apoyada principalmente en menores costes variables y medidas de eficiencia, pero sin recuperación clara de ingresos (volúmenes y precios todavía presionados). La visibilidad sobre el punto de inflexión sigue siendo reducida, retrasando la normalización del negocio hasta, al menos, 2027e.

**LA COTIZACIÓN YA NO REFLEJA LOS FUNDAMENTALES, SINO LA EXPECTATIVA DE UNA 2ª OPA.**

El precio de ECR (EUR 3,40 / acc.) se mantiene próximo al nivel de la primera OPA (EUR 3,505/acc.), que actúa como referencia dominante en un contexto de baja visibilidad sobre la mejora del ciclo (EV/EBITDA 2026e de 28,0x, por encima de comparables). La decisión expresa y declarada de Bondalti, el deterioro del sector y los compromisos asumidos frente a la CNMC reducen/eliminan, a día de hoy, la posibilidad de que Bondalti ofrezca un precio superior al de la primera OPA. El escenario central es una OPA de exclusión en los próximos 3-6 meses.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,4	-1,9	12,6	-0,9	-3,1	-0,7
vs Ibxex 35	2,7	-1,6	-11,0	-2,6	-49,4	-48,5
vs Ibxex Small Cap Index	1,1	-2,7	3,8	-3,4	-31,0	-20,8
vs Eurostoxx 50	1,5	0,8	4,6	-1,5	-28,3	-31,6
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	1,4	-0,5	20,9	-8,0	0,5	2,7

(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) Estimación Lighthouse basada en la hipótesis de no aceptación de la 1ª OPA por parte de Joan Casas Galofré y familia.

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

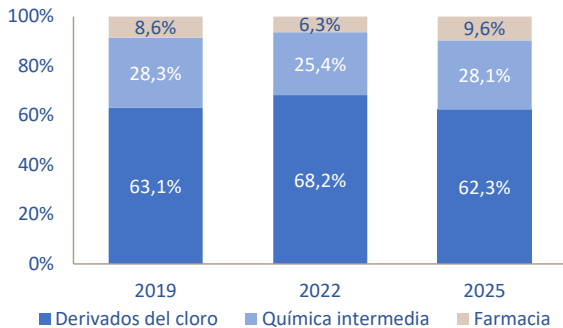
Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

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.

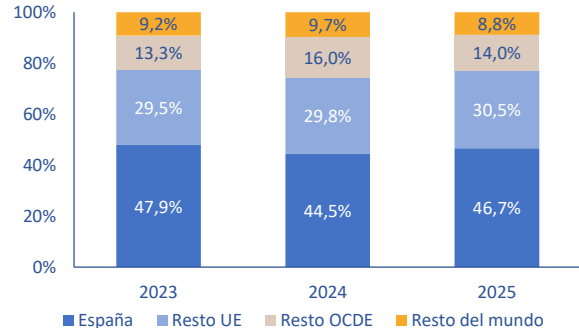


**La compañía en 8 gráficos**

**Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (62,3% s/ingresos 2025)**



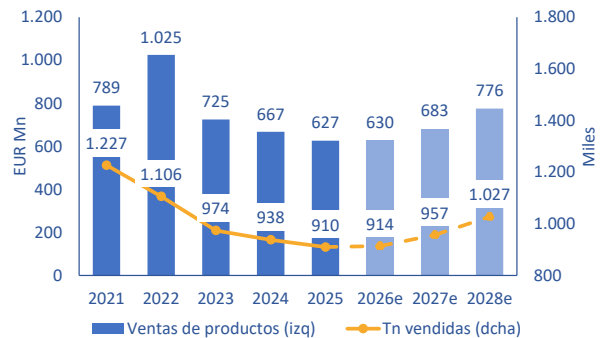
**Con un 53% de las ventas procedentes de fuera de España en 2025**



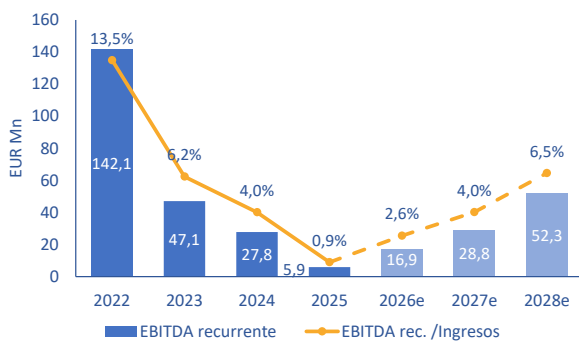
**La débil demanda industrial en la eurozona (principalmente construcción y auto) explica el "valle" del sector**



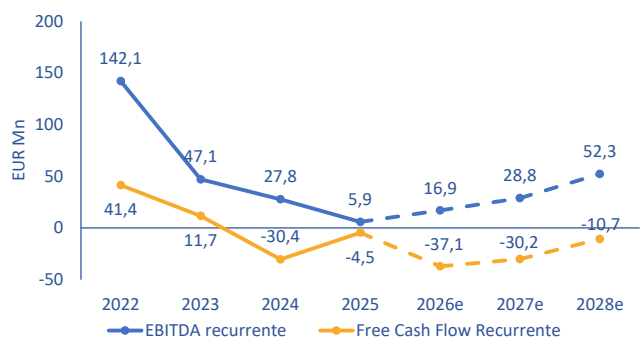
**Ingresos: el "valle" 2023-2026e se debe a la caída de volúmenes (-26% vs 2021); la recuperación dependerá de su normalización (2027e)**



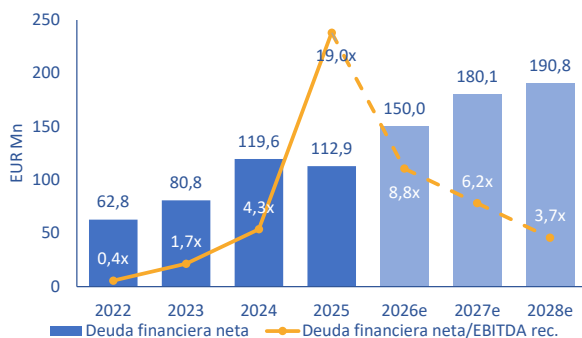
**La normalización de los costes energéticos y la recuperación de volúmenes determinarán la evolución del EBITDA rec. (margen 2028e del 6,5%; lejos de niveles de ciclo medio)**



**FCF negativo durante el periodo 2026e-2028e debido a la debilidad operativa y la continuidad del CAPEX (plan 3D)**



**Lo que incrementará la deuda neta durante 2026e-2028e. Ratio de apalancamiento (DN/EBITDA rec. 2026e) de c. 9x**



**La acción ha dejado de reflejar los fundamentales, estando soportada por la OPA de exclusión (precio de la 1ª OPA de EUR 3,505/acc.)**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(21,5)	(12,6)	3,8	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>310,4</b>	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	149,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)					
					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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>	
Risk free rate (rf)	3,6%	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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>11,4%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>10,2%</b>	<b>12,1%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	32,4%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,2%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,3%</b>	<b>9,7%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>1,5%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,0%</b>	

(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 26e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				26e-28e	26e	26e-28e	26e	26e-28e	26e	26e	26e
BASF	BASFn.DE	47.147,7	19,5	18,3%	9,6	7,2%	1,1	2,3%	11,6%	3,5%	31,4%
Solvay	SOLB.BR	2.786,4	10,8	10,6%	5,8	7,4%	1,1	3,5%	18,4%	8,0%	21,1%
PCC Rokita	PCR.WA	327,1	10,5	3,6%	5,1	3,0%	0,9	2,6%	18,0%	6,6%	28,4%
<b>Europa</b>			<b>13,6</b>	<b>10,8%</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8%</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8%</b>	<b>16,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>27,0%</b>
DowDuPont	DOW	24.024,9	12,5	-14,8%	6,3	-4,2%	1,0	0,7%	15,2%	8,3%	3,1%
Olin Corp	OLN	2.623,8	n.a.	n.a.	8,9	19,2%	0,8	3,4%	9,3%	5,3%	56,8%
Westlake	WLK	9.763,9	27,8	16,5%	7,4	1,8%	1,2	2,6%	16,7%	4,3%	21,8%
Chemtrade Logistics	CHE_u.TO	1.179,4	12,0	7,7%	6,1	1,6%	1,4	n.a.	23,5%	6,7%	n.a.
<b>Norteamérica</b>			<b>17,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>7,2</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3%</b>	<b>16,2%</b>	<b>6,1%</b>	<b>27,3%</b>
ECR	ECR.MC	310,4	n.a.	42,0%	28,0	75,6%	0,7	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	15,7x
Central	4,0%	28,8	16,4x
Min	3,8%	27,4	17,3x

#### 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%
30,3	(25,9)	(28,7)	(31,6)
28,8	(27,3)	(30,2)	(33,0)
27,4	(28,7)	(31,6)	(34,4)

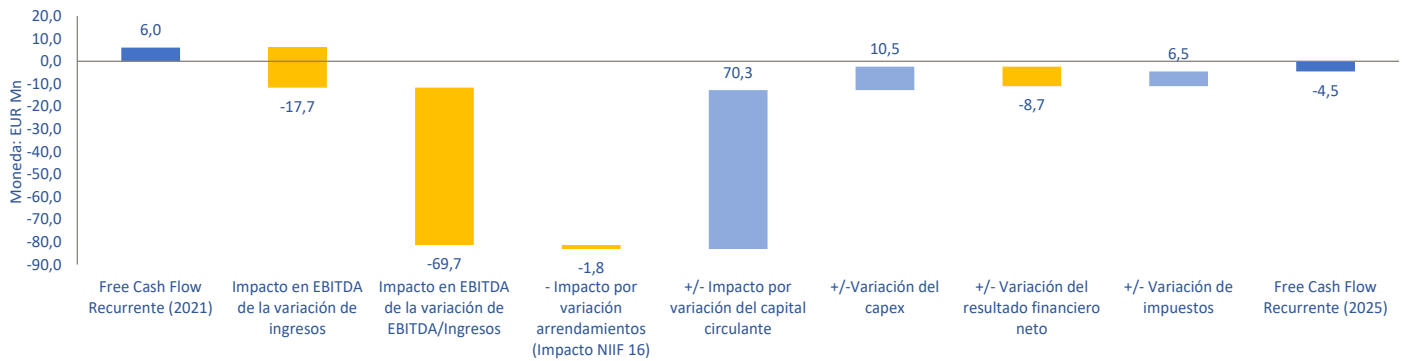
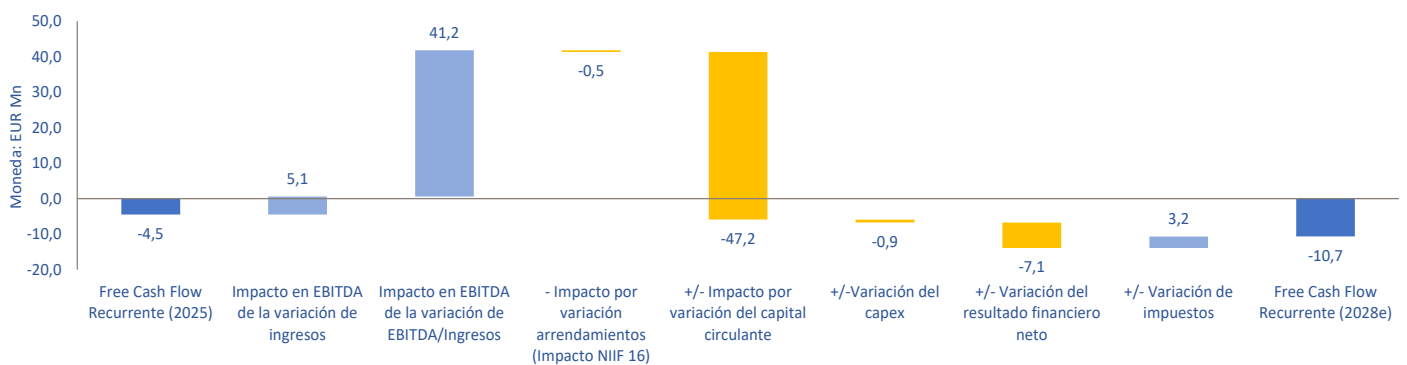
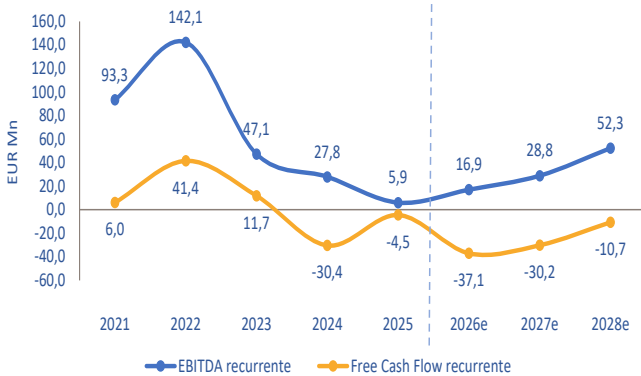
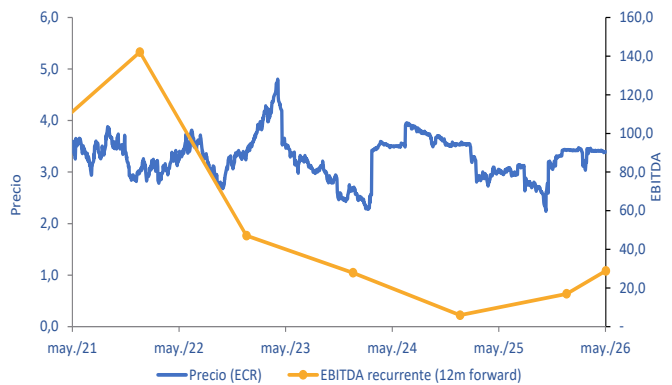
## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>		
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	28,1	28,1	28,1		
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		
<b>Total activo</b>	<b>655,8</b>	<b>686,2</b>	<b>642,1</b>	<b>660,4</b>	<b>596,2</b>	<b>603,6</b>	<b>621,9</b>	<b>649,0</b>		
Patrimonio neto	331,6	360,7	363,1	341,2	287,2	257,1	236,2	236,7		
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		
<b>Total pasivo</b>	<b>655,8</b>	<b>686,2</b>	<b>642,1</b>	<b>660,4</b>	<b>596,2</b>	<b>603,6</b>	<b>621,9</b>	<b>649,0</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>21-25</b>	<b>25-28e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>811,8</b>	<b>1.052,5</b>	<b>755,4</b>	<b>692,8</b>	<b>659,9</b>	<b>662,8</b>	<b>715,7</b>	<b>808,9</b>	<b>-5,0%</b>	<b>7,0%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>40,1%</i>	<i>29,6%</i>	<i>-28,2%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>0,4%</i>	<i>8,0%</i>	<i>13,0%</i>		
Coste de ventas	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(442,8)	(428,7)	(419,7)	(454,0)	(515,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>286,3</b>	<b>359,9</b>	<b>260,8</b>	<b>250,0</b>	<b>231,2</b>	<b>243,1</b>	<b>261,7</b>	<b>293,9</b>	<b>-5,2%</b>	<b>8,3%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>35,3%</i>	<i>34,2%</i>	<i>34,5%</i>	<i>36,1%</i>	<i>35,0%</i>	<i>36,7%</i>	<i>36,6%</i>	<i>36,3%</i>		
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)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>93,3</b>	<b>142,1</b>	<b>47,1</b>	<b>27,8</b>	<b>5,9</b>	<b>16,9</b>	<b>28,8</b>	<b>52,3</b>	<b>-49,8%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>93,4%</i>	<i>52,3%</i>	<i>-66,8%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>-78,7%</i>	<i>185,8%</i>	<i>70,1%</i>	<i>81,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>6,2%</i>	<i>4,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	(20,2)	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>92,9</b>	<b>121,9</b>	<b>43,3</b>	<b>28,6</b>	<b>4,4</b>	<b>16,9</b>	<b>28,8</b>	<b>52,3</b>	<b>-53,4%</b>	<b>n.a.</b>
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)		
<b>EBIT</b>	<b>61,8</b>	<b>92,2</b>	<b>13,0</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(28,1)</b>	<b>(15,8)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>18,4</b>	<b>-25,2%</b>	<b>38,5%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>314,0%</i>	<i>49,0%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-124,1%</i>	<i>-796,5%</i>	<i>43,8%</i>	<i>71,8%</i>	<i>513,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>1,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,3%</i>		
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		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>59,3</b>	<b>88,0</b>	<b>5,0</b>	<b>(12,3)</b>	<b>(40,3)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>0,7</b>	<b>-27,9%</b>	<b>26,3%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>749,1%</i>	<i>48,3%</i>	<i>-94,3%</i>	<i>-343,5%</i>	<i>-228,6%</i>	<i>25,0%</i>	<i>31,0%</i>	<i>103,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>59,3</b>	<b>88,0</b>	<b>5,0</b>	<b>(12,3)</b>	<b>(40,3)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>0,7</b>	<b>-27,9%</b>	<b>26,3%</b>
Impuestos	(9,9)	(17,3)	23,8	0,6	(13,3)	-	-	(0,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>43,3</b>	<b>63,0</b>	<b>27,6</b>	<b>(11,7)</b>	<b>(53,6)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>0,5</b>	<b>-34,1%</b>	<b>26,2%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>592,0%</i>	<i>45,5%</i>	<i>-56,2%</i>	<i>-142,3%</i>	<i>-359,7%</i>	<i>43,7%</i>	<i>31,0%</i>	<i>102,4%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>49,7</b>	<b>86,9</b>	<b>8,8</b>	<b>(13,0)</b>	<b>(38,7)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>0,5</b>	<b>-29,1%</b>	<b>26,3%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>603,6%</i>	<i>74,7%</i>	<i>-89,8%</i>	<i>-247,2%</i>	<i>-197,7%</i>	<i>22,0%</i>	<i>31,0%</i>	<i>102,4%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>21-25</b>	<b>25-28e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>16,9</b>	<b>28,8</b>	<b>52,3</b>	<b>-49,8%</b>	<b>n.a.</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,3)	(8,4)	(8,6)		
Var.capital circulante						(0,2)	(3,0)	(5,2)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>8,5</b>	<b>17,4</b>	<b>38,4</b>	<b>-9,2%</b>	<b>-1,2%</b>
CAPEX						(30,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(15,6)	(17,6)	(18,9)		
Impuestos						-	-	(0,2)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(37,1)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(10,7)</b>	<b>-28,8%</b>	<b>-33,1%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(37,1)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(10,7)</b>	<b>-26,2%</b>	<b>-53,2%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>37,1</b>	<b>30,2</b>	<b>10,7</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>142,1</b>	<b>47,1</b>	<b>27,8</b>	<b>5,9</b>	<b>16,9</b>	<b>28,8</b>	<b>52,3</b>	<b>-65,3%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	52,3%	-66,8%	-40,9%	-78,7%	185,8%	70,1%	81,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	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)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>117,0</b>	<b>50,6</b>	<b>6,2</b>	<b>39,8</b>	<b>8,5</b>	<b>17,4</b>	<b>38,4</b>	<b>-30,2%</b>	<b>-1,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	99,4%	-56,8%	-87,8%	543,1%	-78,6%	104,9%	120,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	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)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>41,4</b>	<b>11,7</b>	<b>(30,4)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(37,1)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(10,7)</b>	<b>-28,2%</b>	<b>-33,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	585,0%	-71,7%	-358,9%	85,1%	-719,1%	18,6%	64,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	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	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>19,4</b>	<b>6,7</b>	<b>(28,4)</b>	<b>6,7</b>	<b>(37,1)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(10,7)</b>	<b>-29,9%</b>	<b>-53,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-14,0%	-65,4%	-521,5%	123,6%	-653,3%	18,6%	64,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	13,3%	3,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,3%	2,2%	n.a.	2,2%	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>6,0</b>	<b>41,4</b>	<b>11,7</b>	<b>(30,4)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(37,1)</b>	<b>(30,2)</b>		
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		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>48,8</b>	<b>(95,0)</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(21,9)</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>23,4</b>		
- 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)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>58,3</b>	<b>(66,4)</b>	<b>(44,4)</b>	<b>33,6</b>	<b>(31,3)</b>	<b>8,9</b>	<b>21,0</b>		
+/- 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)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>35,4</b>	<b>(29,7)</b>	<b>(42,1)</b>	<b>25,9</b>	<b>(32,5)</b>	<b>6,9</b>	<b>19,5</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>41,4</b>	<b>11,7</b>	<b>(30,4)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(37,1)</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(10,7)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>92,2</b>	<b>13,0</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(28,1)</b>	<b>(15,8)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>18,4</b>	<b>-32,1%</b>	<b>38,5%</b>
* 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)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>142,1</b>	<b>47,1</b>	<b>27,8</b>	<b>5,9</b>	<b>16,9</b>	<b>28,8</b>	<b>52,3</b>	<b>-65,3%</b>	<b>n.a.</b>
- 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)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>117,0</b>	<b>50,6</b>	<b>6,2</b>	<b>39,8</b>	<b>8,5</b>	<b>17,4</b>	<b>38,4</b>	<b>-30,2%</b>	<b>-1,2%</b>
- 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)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>45,7</b>	<b>26,6</b>	<b>(20,4)</b>	<b>10,7</b>	<b>(21,5)</b>	<b>(12,6)</b>	<b>3,8</b>	<b>-38,4%</b>	<b>-29,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	421,5%	-41,8%	-176,9%	152,2%	-301,3%	41,5%	130,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	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	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>23,7</b>	<b>21,6</b>	<b>(18,4)</b>	<b>21,9</b>	<b>(21,5)</b>	<b>(12,6)</b>	<b>3,8</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-44,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-6,5%	-8,9%	-185,4%	218,9%	-198,2%	41,5%	130,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9,6%	5,6%	n.a.	2,3%	n.a.	n.a.	0,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	5,0%	4,6%	n.a.	4,6%	n.a.	n.a.	0,8%		

Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

**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	310,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	24,9	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	149,1	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	10,5	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>473,9</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	15-25	25-28e
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%	2,5%	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)	(30,2)	(20,8)	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%	43,7%	31,0%	102,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	101,0	98,4	93,6	91,4	93,6	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	-0,57	-0,33	-0,23	0,01	-27,1%	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.	42,3%	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	-0,41	-0,33	-0,23	0,01	-23,9%	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.	20,2%	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 % <sup>1</sup>	1,7%	3,4%	5,3%	4,7%	8,1%	6,2%	4,9%	5,1%	3,2%	3,8%	3,8%	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) <sup>(2)</sup>	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)	9,7x	4,6x	7,2x	7,6x	8,8x	35,3x	6,9x	5,1x	9,0x	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	0,72x	0,66x	0,59x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	5,8x	5,3x	8,0x	7,5x	6,9x	6,5x	3,9x	3,1x	7,7x	16,0x	n.a.	28,0x	16,4x	9,1x		
Comport. Absoluto	n.a.	198,7%	55,4%	8,9%	-17,8%	-15,8%	37,8%	9,1%	-18,5%	33,7%	-3,0%	-0,9%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	204,8%	44,7%	28,1%	-26,5%	-0,4%	27,7%	15,5%	-33,6%	16,5%	-35,0%	-2,6%				

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 Refinitiv.

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

## Anexo 5. Principales comparables 2026e

		Europa				Norteamérica					
EUR Mn		BASF	Solvay	PCC Rokita	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Chemtrade Logistics	Average	ECR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BASFn.DE	SOLB.BR	PCR.WA		DOW	OLN	WLK	CHE_u.TO		ECR.MC
	País	Germany	Belgium	Poland		USA	USA	USA	Canada		Spain
	Market cap	47.147,7	2.786,4	327,1		24.024,9	2.623,8	9.763,9	1.179,4		310,4
	Enterprise value (EV)	68.826,7	4.551,1	426,8		37.039,1	5.036,1	12.884,7	1.944,3		473,9
Información financiera básica	Total Ingresos	62.313,1	4.290,9	468,0		38.638,1	6.060,3	10.365,5	1.358,1		662,8
	Cto.Total Ingresos	4,5%	-9,6%	10,2%	1,7%	12,4%	3,9%	7,9%	8,7%	8,2%	0,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	2,3%	3,5%	2,6%	2,8%	0,7%	3,4%	2,6%	n.a.	2,3%	10,5%
	EBITDA	7.200,2	788,8	84,1		5.887,4	563,3	1.734,3	319,3		16,9
	Cto. EBITDA	7,3%	-2,3%	22,4%	9,1%	115,1%	12,0%	108,5%	-1,6%	58,5%	287,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	7,2%	7,4%	3,0%	5,8%	-4,2%	19,2%	1,8%	1,6%	4,6%	75,6%
	EBITDA/Ingresos	11,6%	18,4%	18,0%	16,0%	15,2%	9,3%	16,7%	23,5%	16,2%	2,6%
	EBIT	3.219,9	450,7	n.a.		3.370,0	139,6	609,3	181,8		(15,8)
	Cto. EBIT	8,4%	-7,8%	53,1%	17,9%	n.a.	156,7%	435,7%	-2,6%	196,6%	43,8%
	2y TACC (2026e - 2028e)	14,2%	12,2%	4,2%	10,2%	-9,3%	64,2%	7,6%	n.a.	20,8%	77,9%
	EBIT/Ingresos	5,2%	10,5%	n.a.	7,8%	8,7%	2,3%	5,9%	13,4%	7,6%	n.a.
	Beneficio Neto	2.394,3	246,2	30,6		1.969,0	(13,7)	395,2	105,1		(30,2)
	Cto. Beneficio Neto	55,5%	565,3%	111,3%	244,0%	193,7%	84,2%	131,2%	20,5%	107,4%	43,7%
	2y TACC (2026e - 2028e)	15,4%	10,5%	3,7%	9,8%	-14,5%	n.a.	9,6%	n.a.	-2,5%	42,0%
CAPEX/Ventas	5,9%	6,5%	9,8%	7,4%	5,5%	2,8%	7,5%	7,2%	5,8%	4,5%	
Free Cash Flow	1.647,9	224,0	21,5		1.983,6	138,5	415,3	79,3		(37,1)	
Deuda financiera Neta	15.535,0	1.531,5	93,2		11.510,6	2.394,8	1.820,6	765,2		150,0	
DN/EBITDA (x)	2,2	1,9	1,1	1,7	2,0	4,3	1,0	2,4	2,4	8,8	
Pay-out	84,9%	99,3%	43,2%	75,8%	43,4%	-575,3%	61,9%	64,5%	-101,4%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,5	10,8	10,5	13,6	12,5	n.a.	27,8	12,0	17,4	n.a.
	P/BV (x)	1,4	2,5	0,9	1,6	1,7	1,8	1,0	2,5	1,7	1,2
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,1	0,9	1,0	1,0	0,8	1,2	1,4	1,1	0,7
	EV/EBITDA (x)	9,6	5,8	5,1	6,8	6,3	8,9	7,4	6,1	7,2	28,0
	EV/EBIT (x)	21,4	10,1	n.a.	15,7	11,0	36,1	21,1	10,7	19,7	n.a.
	ROE	7,5	22,0	9,4	13,0	12,8	n.a.	5,7	23,0	13,8	n.a.
	FCF Yield (%)	3,5	8,0	6,6	6,0	8,3	5,3	4,3	6,7	6,1	n.a.
	DPA	2,28	2,34	0,67	1,76	1,20	0,69	1,91	0,59	1,10	0,00
Dvd Yield	4,3%	8,9%	4,1%	5,8%	3,6%	3,0%	2,5%	5,6%	3,7%	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](https://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](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
21-May-2026	n.a.	3,40	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2026	Pablo Victoria Rivera, CESGA
20-Mar-2026	n.a.	3,45	n.a.	n.a.	Noticia importante	Pablo Victoria Rivera, CESGA
02-Mar-2026	n.a.	3,23	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2025	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

