

## DISCLAIMER

---

### Sobre la elaboración de nuestros informes

La entidad responsable de la elaboración los informes, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en los mismos es Kutxabank Investment, S.V., SAU, en adelante "la Sociedad"; sometida a supervisión de la autoridad competente española (CNMV) inscrita en su Registro oficial con el número 0040.

Las personas del equipo de análisis están sujetas al reglamento interno de conducta, a la política de conflictos de interés y demás políticas de la Sociedad disponibles en el apartado de atención al cliente de la página web <https://broker.norbolsa.com/>

Los informes de análisis emitidos por la Sociedad, se han elaborado de acuerdo con dichos reglamento y políticas, contando la empresa con procedimientos internos, medidas de control para gestionar, prevenir y mitigar los conflictos de interés, incluyendo la determinación de áreas separadas dentro de la organización, establecidas para prevenir, mitigar y detectar posibles conflictos de interés y el abuso de mercado con arreglo al Reglamento (UE) nº 596/2014 así como lo recogido en el Reglamento Delegado (UE) 216/958 relativo a la preparación de recomendaciones.

### Nuestros analistas

Todas las opiniones y estimaciones contenidas en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del equipo de análisis en la fecha de emisión de este informe y por lo tanto pueden ser susceptibles de cambio sin previo aviso.

Se certifica que las personas del equipo analistas no han recibido, no reciben y no recibirán, directa o indirectamente, ningún tipo de compensación para proporcionar una recomendación u opinión concreta en este informe.

El sistema retributivo de las personas del equipo de análisis se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por la Sociedad. En ningún caso la retribución de las personas del equipo de análisis ha estado, está o estará vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas en los informes.

### Nuestras principales fuentes de información utilizadas

Los informes preparados por el Departamento de Análisis de la Sociedad se realizan utilizando fuentes de información, tanto nacionales como internacionales, consideradas fiables, si bien la Sociedad no garantiza la exactitud, la corrección ni el carácter completo de la información y de las opiniones recogidas en el mismo, ni se asume responsabilidad alguna al respecto.

#### Fuentes nacionales

- Propias compañías analizadas.
- Prensa económica, entre otros: Expansión, Cinco Días, El Economista, etc.
- Prensa general, entre otros: El Mundo, El País, El Correo, ABC, La Razón, etc.
- Webs de información económica, entre otros: Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, versiones digitales de la prensa económica y general, Libertad Digital, El Confidencial.com, etc.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.
- Patronales de cada sector de actividad: Asociación Española de Banca (AEB), Asociación de Empresas de Energía Eléctrica (AELEC), Oficemen, etc.).

#### Fuentes internacionales

- Propias compañías analizadas.
- Prensa: Financial Times, Wall Street Journal, Le Monde, The Economist, etc.
- Reuters, Bloomberg.
- Bancos centrales: Federal Reserve (FED), Banco Central Europeo (BCE), Bank Of England (BoE), etc.
- Eurostat, BEA, Tesoro Estados Unidos, Comisión Europea, etc.

### Nuestros Informes

Nuestro Departamento de Análisis publica distintos informes que estudian la situación y comportamiento de los indicadores más relevantes.

Entre otros, el informe diario, el informe de coyuntura semanal, y el informe semestral de estrategia de mercados, así como informes concretos de opinión y valoración de sectores o valores cotizados en los mercados de renta variable. También realiza informes sobre pagarés de distintas empresas cotizadas y no cotizadas.

Todos los informes emitidos por el Departamento de Análisis de la Sociedad están a disposición de los clientes en el apartado de análisis de la página web <https://broker.norbolsa.com/>

La Sociedad no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta sufrida como consecuencia de la utilización de la información contenida en nuestros informes.

Nuestros informes son proporcionados exclusivamente para información de nuestros clientes y no pueden ser (i) copiados, fotocopiados o duplicados en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuidos o distribuidos, o (iii) citados, ni siquiera parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de la Sociedad

A 23 de junio de 2025, sobre el total universo de compañías en cobertura por la Sociedad, hay un 76% de recomendaciones de Compra, un 24% de recomendaciones de Neutral y un 0% de recomendaciones de Venta. De ellas, un 54% de estas recomendaciones hace referencia a emisores a los que la Sociedad ha prestado algún tipo de servicio relevante durante los pasados 12 meses, un 98% en el caso de las recomendaciones de compras, un 2% en el caso de las recomendaciones de neutrales y un 0% en el caso de las recomendaciones de venta.

## Metodología y sistema de elaboración de recomendaciones

La información que se incluye en nuestros informes constituye un análisis de inversión a los efectos de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros y, como tal, contiene una explicación objetiva e independiente de las materias contenidas en la recomendación.

Las recomendaciones son absolutas y fundadas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación.: comprar, mantener y vender, en función de la rentabilidad esperada en los próximos 12 meses. Comprar – potencial de revalorización superior al mercado, Mantener – valor con expectativas de evolución similar al mercado y Vender – evolución estimada peor que el mercado.

Además, hay una calificación de riesgo (alto, medio o bajo) que se determina en función de la volatilidad de cada valor respecto al mercado, beta, fundamentales, entre otros. La frecuencia de estas recomendaciones está sujeta a acontecimientos relevantes que puedan afectar a la valoración, riesgo, estrategia, etc. u otros, del valor en cuestión.

Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): Descuento de Cash-Flows, Descuento de Dividendos, Suma de Partes, Ratios Comparables, Ratios transacciones similares.

El **método de descuento de flujos de caja** consiste en valorar una empresa por la capacidad de esta de generar flujos de caja libres o free cash flow en el futuro. Este método, que es el método mejor valorado dentro de la teoría financiera, actualiza al valor presente los flujos de caja libres futuros utilizando una tasa de descuento o WACC que depende del peso del endeudamiento del grupo, coste de equity y coste neto de impuestos de deuda de la compañía. Como valor residual, utilizamos distintas opciones según la compañía, siendo la más utilizada el valor al infinito del último cash flow estimado, considerando una tasa  $g$  de crecimiento a perpetuidad. Otras opciones de valor residual es el RAB para compañías reguladas, el cash flow normalizado en compañías cíclicas, o la utilización de múltiplos bursátiles comparables.

El **método de descuento de dividendos** consiste en valorar una empresa considerando la proyección de dividendos a abonar por la compañía en los próximos años. Este método actualiza al valor presente estos dividendos utilizando como tasa de descuento el coste de capital o equity de la compañía. Como valor residual, utilizamos el valor al infinito del último dividendo considerando una tasa  $g$  de crecimiento a perpetuidad.

Para determinar el **coste de capital o equity** de los dos métodos anteriormente explicados, la Sociedad, en la mayoría de los casos, considera como tipo de interés sin riesgo el del promedio de los últimos 10 años del bono a 10 años de la geografía o geografías donde opera la compañía que se pretende valorar, utilizando como Beta del valor la Beta de la compañía de un periodo de tiempo lo más amplio posible o betas de compañías similares, y como prima de mercado, se emplea una banda de entre 4-6%, según la percepción del analista del nivel de riesgo de la compañía a valorar.

El **método de suma de partes** consiste en aplicar distintos métodos de valoración en las distintas divisiones o negocios de la compañía. Los métodos que se pueden utilizar son, entre otros, Descuento de Cash-Flows (DCF), comparativa de múltiplos, comparativas de transacciones recientes o capitalización bursátiles de filiales cotizadas, aplicando el método que el analista considera más adecuado para cada uno de los negocios, pudiendo utilizar también el promedio de varios métodos en alguno de los negocios.

El **método de ratios comparables** consiste en aplicar a la compañía que se valora los múltiplos bursátiles a los que cotizan compañías similares en los mercados de renta variable. Se puede utilizar directamente los múltiplos de una compañía semejante, o utilizar promedios de un grupo de compañías, o aplicar descuentos o primas sobre los múltiplos de una o varias compañías. También se puede utilizar un múltiplo concreto o múltiplos distintos, siendo los más utilizados el PER, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/BV o P/TBV.

El **método de transacciones similares** consiste en utilizar los ratios bursátiles de operaciones de compraventa recientes que hayan tenido lugar en el sector para aplicarlas a las proyecciones de Beneficio Neto o de EBITDA de la compañía que se valora. Se puede optar por aplicar primas o descuentos a estos ratios bursátiles según la percepción de mayor o menor riesgo, mayor o menor fortaleza o mayor o menor tamaño o liquidez de la compañía a valorar con respecto de la compañía o compañías objeto de las transacciones recientes.

Los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en los informes elaborados se proporcionan únicamente con fines informativos y no constituyen asesoramiento de inversión y se encuentran sujetas a cambios sin necesidad de notificación alguna.

La operativa en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de la posición. Nuestros informes no constituyen oferta ni solicitud de compra o venta de valores. Deben, por tanto, no ser tratados como una recomendación personal para el inversor y, en ningún caso, como una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos.

El inversor debe ser consciente de que los valores o instrumentos mencionados en nuestros informes pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión o situación financiera, por lo que el inversor deberá adoptar sus propias decisiones de inversión. Se deberá tener en cuenta que la evolución pasada de los valores e instrumentos, así como los resultados pasados de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

En nuestra página web ([https://broker.norbolsa.com/avisos/disclaimer\\_historico\\_recomendaciones.pdf](https://broker.norbolsa.com/avisos/disclaimer_historico_recomendaciones.pdf)) se encuentra la historia de recomendaciones de inversión de la Sociedad de los últimos 12 meses. Salvo indicación contraria, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización ni deben de ser entendidos como indicaciones de recomendaciones de inversión.

A menos que se indique lo contrario en cada informe concreto, no existe una planificación y frecuencia establecida para la actualización de la información, coincidiendo habitualmente con la publicación de resultados trimestrales o semestrales o alguna operación corporativa relevante.

Cualquier decisión de compra o venta de los valores emitidos por la compañía incluida en nuestros informes, deben hacerse teniendo en cuenta la información pública existente sobre estos valores y, en su caso, el contenido del folleto sobre estos valores registrados en la CNMV, y por lo tanto a disposición en la CNMV, en la Bolsa correspondiente, así como en las entidades emisoras de estos títulos.

## Otra información de interés

La Sociedad está participada en su capital social por Kutxabank, S.A. en un 100%.

La Sociedad no posee una posición larga o corta neta sobre los emisores objeto de sus análisis que sobrepasen el umbral del 0.5% del capital social total emitido por el emisor, calculado de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) nº 236/2012 y con los capítulos III y IV del Reglamento Delegado (EU) nº 918/2012 de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2012.

En los últimos 12 meses, la Sociedad, ha participado en diversas operaciones con determinados emisores o prestados servicios, por las que ha percibido remuneración.

Tipo de servicio	Empresas
Entidad Colocadora de Pagarés	Tubacex S.A.; Euskaltel S.A.; Pikolin S.L.; Vocento S.A.; Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF; El Corte Inglés S.A.; Aedas Homes S.A.; Global Dominion Access S.A.; Grupo Tradebe Medioambiente, S.L.; Vidrala, S.A.; Ormazabal Electric, S.L.U.; Sidenor Aceros Especiales S.L.; Acciona Financiación Filiales, S.A.U.; CIE Automotive S.A.; Metrovacesa S.A.; Artech S.A.; Barceló Corporación Empresarial, S.A; Acciona Energía Financiación Filiales, S.A. Unipersonal; Premier España, S.A.U.; Mota-Engil, SGPS, S.A.; Elecnor S.A., FCC S.A.; Masmovil S.A.U.; Ulma, FCC Medio Ambiente S.A.U., Sacyr S.A.; Ence Energía y Celulosa, S.A.; Atlantica Sustainable Infrastructure PLC, Eroski Sociedad Cooperativa; Ferrovial, S.E., Abertis Infraestructuras, S.A.. Técnicas Reunidas, S.A., Repsol, S.A., General de Alquiler de Maquinaria, Prosegur Cash, Gestamp, Telefónica, S.A.
Entidad Colocadora de Bonos	Enagás, S.A., Acciona, S.A., El Corte Inglés, S.A., Redeia Corporación, S.A., Iberdrola Clientes SAU, Critería, FCC Servicios Medio Ambientales, Neinor Homes S.A., Amper, FCC Aqualia
Asesor Registrado de Pagarés	Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF; Metrovacesa S.A., Eroski Sociedad Cooperativa
Agente de Pagos Pagarés	Global Dominion Access S.A.; Ormazabal Electric, S.L.U., Eroski Sociedad Cooperativa
Arranger Pagarés	Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF; Metrovacesa S.A.; Sidenor Aceros Especiales S.L.; Eroski Sociedad Cooperativa
Proveedor de liquidez	Tubos Reunidos S.A.; Artech, S.A.; Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A. - CAF
Gestión de programas de recompra	Global Dominion Access S.A.; Vidrala, S.A., Faes Farma, S.A., Viscofán, S.A.
Banco Agente de Dividendo Flexible	Iberdrola, S.A., Viscofan, S.A.
Banco Agente de Dividendo Efectivo	Tubacex, S.A.

Por su parte, Euskaltel S.A. percibe una remuneración de la Sociedad por la prestación de servicios de telecomunicaciones, así como de infraestructuras informáticas.

La Sociedad no es parte de ningún acuerdo con ningún emisor relativo a la elaboración de la recomendación. Las recomendaciones han podido ser comunicadas al emisor directa o indirectamente, sin que posteriormente se hayan modificado su contenido.

En los últimos 12 meses, la Sociedad, no ha recibido otras compensaciones por la prestación de servicios de inversión o auxiliares de ningún otro emisor.

Según comunicado de la CNMV, el accionista único de la Sociedad cuenta con una participación en Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A - CAF, del 10,231% con un consejero dominical (D<sup>a</sup> Idoia Zenarrutzabeitia Beldarrain).

**Nuestro domicilio social y postal es:**

Plaza Euskadi nº 5, planta 26 de Torre Iberdrola.  
48009 Bilbao, Vizcaya  
España