

Sector: *Farmacéuticas*

*Recortamos nuestro Precio Objetivo tras los resultados 1T 2023. Recomendación Neutral*

# Bayer

Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **58,00€**  
 Potencial: **-0,5%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

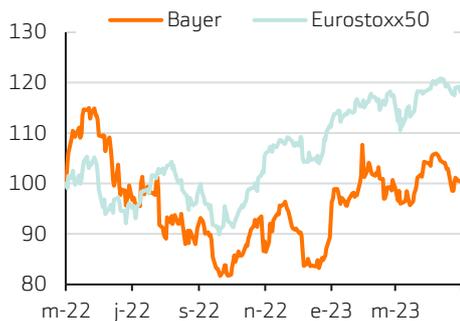
### Datos

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| Precio 10/05/2023; 17:35h (€) | 58,29         |
| Nº acciones (M)               | 982,4         |
| Capitalización (M€)           | 57.265,5      |
| Máx/Mín (52 sem.)(€)          | 66,74 / 47,42 |
| Comportamiento en 2023        | 20,6%         |
| Cód. Reuters/Bloomberg        | BAYGn.DE/BAYN |

| Mn€           | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| BNA           | 4.150  | 4.104  | 5.468  | 5.710  |
| % inc.        | 315,0  | -1,1   | 33,2   | 4,4    |
| EBITDA        | 13.515 | 12.200 | 12.813 | 13.395 |
| % inc.        | 110,9  | -9,7   | 5,0    | 4,5    |
| BPA (€)       | 4,22   | 4,18   | 5,57   | 5,81   |
| % inc.        | 313,7  | -1,0   | 33,2   | 4,4    |
| DPA (€)       | 2,40   | 2,50   | 2,60   | 2,70   |
| % inc.        | 20,0   | 4,2    | 4,0    | 3,8    |
| PER (x)       | 11,5   | 14,0   | 10,5   | 10,0   |
| VE/EBITDA (x) | 5,9    | 7,5    | 6,9    | 6,4    |
| Rentab. div.  | 5,0    | 4,3    | 4,5    | 4,6    |
| P/V (x)       | 1,2    | 1,4    | 1,3    | 1,2    |

| Ratios         | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| DFN/EBITDA     | 2,4  | 2,8   | 2,5   | 2,1   |
| DFN/FF.PP. (x) | 0,8  | 0,9   | 0,7   | 0,6   |
| CF Op./DFN (%) | 22,3 | 27,9  | 33,5  | 37,6  |
| DFN/CE (x)     | 0,4  | 0,5   | 0,4   | 0,4   |
| EBITDA/CE (x)  | 0,2  | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| ROCE (%)       | 8,8  | 7,3   | 9,0   | 9,1   |
| ROE (%)        | 10,7 | 10,1  | 12,6  | 12,2  |

### Evolución bursátil



| Comportamiento (%) | 1 m. | 3 m. | 12 m. |
|--------------------|------|------|-------|
| Absoluto           | -3,4 | -2,1 | 0,4   |
| Relativo           | -2,8 | -3,7 | -17,6 |

### Accionariado

|                          |      |
|--------------------------|------|
| BlackRock:               | 4,6% |
| Vanguard:                | 3,7% |
| Temasek:                 | 3,5% |
| Norges Bank:             | 3,2% |
| Massachusetts Financial: | 3,0% |

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Los resultados 1T 2023 retroceden en línea con lo esperado, los valoramos negativamente y resaltamos la caída del margen bruto y de los márgenes EBITDA y EBIT recurrentes. Bayer advierte de una próxima bajada de precios en el glifosato que impactará sobre su división de herbicidas. Las consecuencias son un ajuste negativo en valoración y, más importante, que la compañía sitúa sus previsiones en el rango inferior de las guías 2023. La reacción en el mercado ha sido desfavorable, las acción cae c. -7% tras publicarse los resultados. Ajustamos nuestra estimaciones a la baja para reflejar este escenario y, como consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 58,00€/acción desde 60,00€/acc. No vemos potencial de revalorización ni catalizadores a corto plazo. Mantenemos invariada nuestra recomendación Neutral.

### Los resultados 1T 2023 retroceden en línea con lo esperado

Las **principales cifras 1T 2023** son: ventas 14.389M€ (-1,7% a/a y -1,1% ajustado a tipo de cambio y perímetro, consenso 14.594M€), Ventas por divisiones: Agricultura 8.351M€ (-1,1%), Farma 4.407M€ (-4,7%), Consumo 1.573M€ (+4,0%), Otros 58M€. EBITDA antes de extraordinarios 4.471M€ (-14,9%, consenso 4.491M€), margen 31,1% (-4,8 p.p.), EBITDA 4.318M€ (-18,4%), EBIT antes de extraordinarios 3.404M€ (+18,4%, consenso 2.284M€), EBIT 2.973M€ (-29,4%), BNA 2.178M€ (-33,8%, consenso 2.094M€), BPA recurrente 2,95€ (-16,8%, consenso 2,745€), *cash flow* libre -1.402M€ (-1.187M€ en 4T 2021), deuda financiera neta 36.077M€ (+4,5% en 2023), DFN/EBITDA recurrente 2,8x (2,4x en 4T 2022). [Link a los resultados.](#)

### Bayer sitúa sus previsiones en el rango inferior de las guías 2023

El principal motivo es una esperada bajada de precios en el glifosato, que afectará negativamente las ventas de sus herbicidas. En 1T y ante esta expectativa, ha deteriorado la valoración de esta línea de negocio en -278M€. El ajuste equivale al -9,4% del EBIT y, es el principal impacto no recurrente negativo. **Las guías 2023 nos decepcionaron al publicarse, apuntan a un estancamiento de ventas y retroceso de beneficios:** ventas 50.000/51.000M€ (-1,5%/+0,5%), EBITDA recurrente 12.500/13.000M€ (-7,5/-4%), BPA recurrente 7,20/7,40€ (-9,3/-6,8%). Ajustamos nuestras estimaciones a la baja para recoger este efecto.

### Nuestra valoración de los resultados es negativa

Las ventas retroceden principalmente por el efecto una caída (-5,8%) en el volumen, mientras que los precios aumentan +4,7%, el efecto tipo de cambio añade +0,7% y las desinversiones restan -1,3%. Farma se resiente por una caída de ventas en China. Los márgenes EBITDA y EBIT recurrente empeoran en casi -5 p.p. desde 1T 2022.

### Rebajamos nuestro Pr. Objetivo a 50€/acc. vs 60€/acc. Recomendación Neutral

Como consecuencia del recorte de estimaciones, **rebajamos nuestro Precio Objetivo a 58,00€/acc.** desde 60,00€/acc. No vemos potencial y reiteramos nuestra recomendación Neutral.

## Las ventas y beneficios retroceden, aunque en línea con lo esperado

- Las ventas caen a 14.389M€ (-1,7%) tras siete trimestres de crecimiento ininterrumpido. La variación de ventas se descompone en: volumen -5,8%; precios +4,7%; tipo de cambio +0,7%; perímetro -1,3%.
- El margen bruto retrocede a 60,2% (-4,5 p.p.), margen EBITDA recurrente 31,1% (-4,8 p.p.), margen EBIT recurrente 23,7% (-4,8 p.p.).
- El EBIT recurrente retrocede a 3.404M€ (-18,4%), el EBIT incluye -431M€ de gastos extraordinarios (la principal partida es un ajuste en valoración del negocio de herbicidas) y retrocede a 2.973M€ (-29,4%).
- BPA recurrente 2,95€ (-16,8%), supera al 2,745€) esperado.
- *Cash flow* libre -1.402M€ (-1.187M€ en 4T 2021), deuda financiera neta 36.077M€ (+4,5% en 2023), DFN/EBITDA recurrente 2,8x (2,4x en 4T 2022).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

| Millones de euros                         | 1T22          | 2T22          | 3T22          | 4T22          | 1T23          | Var. a/a %   | Consenso      |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Farma                                     | 4.624         | 4.818         | 4.955         | 4.855         | 4.407         | -4,7         |               |
| Salud                                     | 1.512         | 1.496         | 1.548         | 1.524         | 1.573         | 4,0          |               |
| Agricultura                               | 8.447         | 6.461         | 4.692         | 5.569         | 8.351         | -1,1         |               |
| <b>Ventas</b>                             | <b>14.639</b> | <b>12.819</b> | <b>11.281</b> | <b>12.000</b> | <b>14.389</b> | <b>-1,7</b>  | <b>14.594</b> |
| Crecimiento volumen (%)                   | 5,6           | 0,1           | -2,9          | -0,6          | -5,8          |              |               |
| Crecimiento precios (%)                   | 8,7           | 9,5           | 8,6           | 4,7           | 4,7           |              |               |
| Efecto tipo de cambio (%)                 | 4,2           | 8,4           | 9,6           | 5,5           | 0,7           |              |               |
| Efecto perímetro (%)                      | 0,2           | 0,1           | 0,0           | -1,7          | -1,3          |              |               |
| Aprovisionamientos                        | -5.176        | -5.680        | -4.247        | -4.768        | -5.733        | 10,8         |               |
| <b>Beneficio bruto</b>                    | <b>9.463</b>  | <b>7.139</b>  | <b>7.034</b>  | <b>7.232</b>  | <b>8.656</b>  | <b>-8,5</b>  |               |
| % ventas                                  | 64,6          | 55,7          | 62,4          | 60,3          | 60,2          |              |               |
| <b>EBITDA antes de extraordinarios</b>    | <b>5.251</b>  | <b>3.349</b>  | <b>2.451</b>  | <b>2.462</b>  | <b>4.471</b>  | <b>-14,9</b> | <b>4.419</b>  |
| % ventas                                  | 35,9          | 26,1          | 21,7          | 20,5          | 31,1          |              |               |
| Extraordinarios                           | 41            | -698          | -155          | 814           | -153          | -473,2       |               |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>5.292</b>  | <b>2.651</b>  | <b>2.296</b>  | <b>3.276</b>  | <b>4.318</b>  | <b>-18,4</b> |               |
| Amortizaciones y resultado desinversiones | -1.080        | -2.482        | -1.097        | -1.844        | -1.345        | 24,5         |               |
| <b>EBIT antes de extraordinarios</b>      | <b>4.172</b>  | <b>2.280</b>  | <b>1.352</b>  | <b>1.453</b>  | <b>3.404</b>  | <b>-18,4</b> | <b>3.284</b>  |
| % ventas                                  | 28,5          | 17,8          | 12,0          | 12,1          | 23,7          |              |               |
| <b>EBIT</b>                               | <b>4.212</b>  | <b>169</b>    | <b>1.199</b>  | <b>1.432</b>  | <b>2.973</b>  | <b>-29,4</b> |               |
| % ventas                                  | 28,8          | 1,3           | 10,6          | 11,9          | 20,7          |              |               |
| Resultado financiero                      | -490          | -692          | -598          | -562          | -367          | -25,1        |               |
| <b>BAI</b>                                | <b>3.722</b>  | <b>-523</b>   | <b>601</b>    | <b>870</b>    | <b>2.606</b>  | <b>-30,0</b> |               |
| Impuestos                                 | -428          | 234           | -49           | -261          | -424          | -0,9         |               |
| Minoritarios                              | -3            | -9            | -6            | 2             | -4            | 33,3         |               |
| <b>Beneficio neto atribuible</b>          | <b>3.291</b>  | <b>-298</b>   | <b>546</b>    | <b>611</b>    | <b>2.178</b>  | <b>-33,8</b> | <b>2.094</b>  |
| <b>BPA recurrente (€)</b>                 | <b>3,53</b>   | <b>1,93</b>   | <b>1,13</b>   | <b>1,35</b>   | <b>2,95</b>   | <b>-16,4</b> | <b>2,745</b>  |
| Cash flow de explotación                  | -726          | 2.104         | 2.654         | 3.061         | -3.550        | 389,0        |               |
| Inversión recurrente                      | -349          | -550          | -726          | -1.324        | -466          |              |               |
| Intereses netos                           | -112          | -414          | -190          | -317          | -86           |              |               |
| <b>Cash flow libre</b>                    | <b>-1.187</b> | <b>1.140</b>  | <b>1.738</b>  | <b>1.420</b>  | <b>-4.102</b> | <b>245,6</b> |               |
| Inversión no recurrente neta              | 196           | 246           | 123           | 2.763         | -146          |              |               |
| Dividendos                                | 0             | -1.966        | -4            | -15           | 0             |              |               |
| Otros                                     | -399          | -1.468        | -1.166        | -93           | -20           |              |               |
| <b>Variación deuda financiera neta</b>    | <b>1.390</b>  | <b>2.048</b>  | <b>-691</b>   | <b>-4.075</b> | <b>4.268</b>  |              |               |
| <b>Deuda financiera neta</b>              | <b>34.527</b> | <b>36.575</b> | <b>35.884</b> | <b>31.809</b> | <b>36.077</b> | <b>4,5</b>   |               |
| DFN/EBITDA recurrente (x)                 | 2,8           | 2,8           | 2,7           | 2,4           | 2,8           |              |               |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

| (M€)   | 2022            | 2023e           | 2024e                    | 2025e           | 2026e           | 2027e            |       |
|--|-----------------|-----------------|--------------------------|-----------------|-----------------|------------------|-------|
| <b>Cuenta de resultados</b>                  |                 |                 |                          |                 |                 |                  |       |
| Ventas                                       | 50.739,0        | 50.000,0        | 51.250,0                 | 52.531,3        | 53.844,5        | 55.190,6         |       |
| Beneficio bruto                              | 30.868,0        | 30.250,0        | 31.262,5                 | 32.306,7        | 33.383,6        | 33.666,3         |       |
| EBITDA                                       | 13.515,0        | 12.200,0        | 12.812,5                 | 13.395,5        | 13.999,6        | 14.349,6         |       |
| Amortización del inmovilizado                | -6.503,0        | -5.102,6        | -4.028,8                 | -4.084,0        | -4.167,6        | -4.181,4         |       |
| EBIT   | 7.012,0         | 7.097,4         | 8.783,7                  | 9.311,5         | 9.832,0         | 10.168,2         |       |
| Resultado financiero                         | -2.342,0        | -1.767,3        | -1.682,0                 | -1.595,7        | -1.502,0        | -1.420,3         |       |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>          | <b>4.670,0</b>  | <b>5.330,1</b>  | <b>7.101,7</b>           | <b>7.715,8</b>  | <b>8.330,0</b>  | <b>8.747,8</b>   |       |
| Impuesto de sociedades                       | -504,0          | -1.225,9        | -1.633,4                 | -2.006,1        | -2.165,8        | -2.449,4         |       |
| Operaciones discontinuadas y Otros           | 0,0             | 0,0             | 0,0                      | 0,0             | 0,0             | 0,0              |       |
| Minoritarios                                 | -16,0           | 0,0             | 0,0                      | 0,0             | 0,0             | 0,0              |       |
| <b>Beneficio neto atribuible</b>             | <b>4.150,0</b>  | <b>4.104,2</b>  | <b>5.468,3</b>           | <b>5.709,7</b>  | <b>6.164,2</b>  | <b>6.298,4</b>   |       |
| BPA (€)                                      | 4,22            | 4,18            | 5,57                     | 5,81            | 6,27            | 6,41             |       |
| DPA (€)                                      | 2,40            | 2,50            | 2,60                     | 2,70            | 2,80            | 2,90             |       |
| <b>Estado de flujo de caja</b>               |                 |                 |                          |                 |                 |                  |       |
| Cash flow neto                               | 11.352,0        | 10.804,1        | 11.179,1                 | 11.389,4        | 11.833,8        | 11.900,2         |       |
| Variaciones de NOF                           | -4.259,0        | -1.202,2        | -599,0                   | -586,7          | -603,7          | -876,7           |       |
| Inversión                                    | -2.381,0        | -3.450,0        | -3.600,0                 | -3.776,0        | -3.952,5        | -4.129,5         |       |
| <b>Cash flow libre</b>                       | <b>4.712,0</b>  | <b>6.151,8</b>  | <b>6.980,1</b>           | <b>7.026,6</b>  | <b>7.277,6</b>  | <b>6.894,0</b>   |       |
| Remuneración al accionista                   | -1.985,0        | -2.357,8        | -2.456,1                 | -2.554,3        | -2.652,5        | -2.750,8         |       |
| Otras variaciones                            | -1.399,0        | -6.439,3        | -1.682,0                 | -1.595,7        | -1.502,0        | -1.420,3         |       |
| <b>Variación deuda financiera neta</b>       | <b>-1.328,0</b> | <b>2.645,3</b>  | <b>-2.842,0</b>          | <b>-2.876,6</b> | <b>-3.123,0</b> | <b>-2.722,9</b>  |       |
| <b>Balance</b>                               |                 |                 |                          |                 |                 |                  |       |
| Activo fijo neto                             | 84.175,0        | 82.922,4        | 82.493,6                 | 82.185,6        | 81.970,6        | 81.918,6         |       |
| Inmovilizado financiero                      | 2.942,0         | 2.942,0         | 2.942,0                  | 2.942,0         | 2.942,0         | 2.942,0          |       |
| Necesidades operativas de fondos (NOF)       | 694,0           | 1.896,2         | 2.495,2                  | 3.082,0         | 3.685,7         | 4.562,3          |       |
| Otros activos/(pasivos) neto                 | -17.076,0       | -12.634,0       | -12.634,0                | -12.634,0       | -12.634,0       | -12.634,0        |       |
| <b>Capital empleado</b>                      | <b>70.735,0</b> | <b>75.126,6</b> | <b>75.296,8</b>          | <b>75.575,6</b> | <b>75.964,2</b> | <b>76.789,0</b>  |       |
| Recursos propios                             | 38.773,0        | 40.519,4        | 43.531,6                 | 46.687,0        | 50.198,6        | 53.746,2         |       |
| Minoritarios                                 | 153,0           | 153,0           | 153,0                    | 153,0           | 153,0           | 153,0            |       |
| Deuda financiera neta                        | 31.809,0        | 34.454,3        | 31.612,2                 | 28.735,6        | 25.612,6        | 22.889,7         |       |
| <b>Valoración (DCF)</b>                      |                 |                 |                          |                 |                 |                  |       |
| (M€)   |                 | 2023e           | 2024e                    | 2025e           | 2026e           | 2027e            |       |
| NOPLAT                                       |                 |                 | 6.763,4                  | 6.890,5         | 7.275,7         | 7.321,1          |       |
| Amortización                                 |                 |                 | 4.028,8                  | 4.084,0         | 4.167,6         | 4.181,4          |       |
| NOF  |                 |                 | -599,0                   | -586,7          | -603,7          | -876,7           |       |
| Inversión                                    |                 |                 | -3.600,0                 | -3.776,0        | -3.952,5        | -4.129,5         |       |
| <b>Cash flow libre</b>                       |                 |                 | <b>6.593,2</b>           | <b>6.611,7</b>  | <b>6.887,1</b>  | <b>6.496,3</b>   |       |
| Valor terminal                               |                 |                 |                          |                 |                 | 99.805,0         |       |
| <b>Flujo a descontar</b>                     |                 |                 | <b>6.593,2</b>           | <b>6.611,7</b>  | <b>6.887,1</b>  | <b>106.301,3</b> |       |
| Factor descuento                             |                 |                 | 0,94                     | 0,88            | 0,83            | 0,78             |       |
| <b>VAN del flujo</b>                         |                 |                 | <b>6.190,3</b>           | <b>5.828,3</b>  | <b>5.700,0</b>  | <b>82.602,5</b>  |       |
| Valor empresa                                |                 | 100.321,2       |                          |                 |                 |                  |       |
| Inversiones financieras                      |                 | 2.942,0         |                          |                 |                 |                  |       |
| Deuda neta                                   |                 | -34.454,3       |                          |                 |                 |                  |       |
| Provisiones                                  |                 | -11.671,0       |                          |                 |                 |                  |       |
| Minoritarios y otros                         |                 | -153,0          |                          |                 |                 |                  |       |
| <b>Valor equity (Dic-2023e)</b>              |                 | <b>56.984,9</b> |                          |                 |                 |                  |       |
| <b>Precio objetivo (€ por acción)</b>        |                 | <b>58,00</b>    |                          |                 |                 |                  |       |
| <b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b> |                 |                 |                          |                 |                 |                  |       |
|  |                 |                 | Crecimiento perpetuo "q" |                 |                 |                  |       |
|  |                 |                 | -1,0%                    | -0,5%           | 0,0%            | 0,5%             | 1,0%  |
|  | 7,5%            |                 | 36,72                    | 40,35           | 44,46           | 49,17            | 54,59 |
|  | 7,0%            |                 | 41,77                    | 45,96           | 50,75           | 56,28            | 62,72 |
| WACC   | 6,5%            |                 | 47,49                    | 52,37           | <b>58,00</b>    | 64,57            | 72,33 |
|  | 6,0%            |                 | 54,03                    | 59,77           | 66,46           | 74,37            | 83,86 |
|  | 5,5%            |                 | 61,58                    | 68,40           | 76,46           | 86,13            | 97,94 |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Modelo de descuento de flujos de caja (DCF).

### Hipótesis principales

WACC 6,5% y crecimiento terminal "g" 0% (sin cambios).

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €58,00

- TAAC EBIT recurrente 2022-2027e: +2%
- Margen EBIT 2027e: 18%

#### Positivo €70,80

- TAAC EBIT recurrente 2022-2027e: +6%
- Margen EBIT 2027e: 20%

#### Negativo €46,10

- TAAC EBIT recurrente 2022-2027e: +1,0%
- Margen EBIT 2027e: 17%

### Principales vectores

- Líder en productos relacionados con el suministro de alimentos, farma y consumo de salud
- Aumento del tamaño de la población
- Capacidad de desarrollo de nuevos fármacos y otros productos

### Catalizadores

- Fortaleza de precios
- Aprobación nuevos fármacos

### Riesgos

- Litigios e indemnizaciones por del uso del glifosato
- Inflación de costes
- Debilidad el dólar
- Competencia de genéricos

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha      | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 22/06/2022 | Neutral       | 65,00                |
| 05/08/2022 | Comprar       | 67,00                |
| 05/10/2022 | Comprar       | 60,00                |

| Fecha      | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 08/11/2022 | Comprar       | 60,00                |
| 28/02/2023 | Neutral       | 60,00                |
| 31/03/2023 | Neutral       | 60,00                |
| 11/05/2023 | Neutral       | 58,00                |

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

|   |   |
|---|---|
| Ramón Forcada - Director                      | Aránzazu Cortina - Industriales                         |
| Rafael Alonso - Bancos                        | Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles |
| Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas          | Pedro Echeguren - Farma & Salud                         |
| Esther Gutiérrez de la Torre - Autos          | Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología        |
| Aránzazu Bueno - Eléctricas                   | Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.    |
| Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad   | Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago               |
| Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución | Pedro Ribeiro - Químicas & Papel                        |

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin