

Avance de resultados 12m 2024

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

Axon Partners Group (APG) es una empresa de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), dedicada a prestar servicios de consultoría e inversión en activos alternativos con foco en tecnología. Con elevada presencia internacional (>90% de los ingresos de consultoría), también dispone de EUR 596Mn de activos bajo gestión en 1S24. Está gestionada y controlada por Francisco Velázquez, Alfonso de León y Dimitri Kallinis (84% del capital).

Avance de Rdos 2024: en línea. Se confirma el buen momentum. Dividend yield 2025e > 5%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	92,9	96,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	63,3	65,8
Número de Acciones (Mn)	5,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	18,80 / 15,29 / 13,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,7	
Factset / Bloomberg	APG-ES / APG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Francisco Velázquez	38,8
Alfonso de León	30,9
Dimitri Kallinis	14,3
Mutualidad Abogacía Española	3,9
Free Float	12,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,2	5,3	5,3	5,3
Total Ingresos	19,9	22,4	27,4	30,5
EBITDA Rec.	5,8	6,7	9,0	10,3
% Var.	7,0	15,9	33,9	15,1
% EBITDA Rec./Ing.	29,1	30,0	32,8	33,9
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	17,8	8,3	14,6	15,0
Beneficio neto	4,1	5,2	6,6	7,4
BPA (EUR)	0,80	0,99	1,24	1,40
% Var.	-11,8	23,0	25,4	13,0
BPA ord. (EUR)	0,80	0,99	1,24	1,40
% Var.	-14,3	22,5	25,4	13,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	5,6	4,9	5,7	7,2
Pay-out (%)	78,1	75,0	75,0	75,0
DPA (EUR)	0,63	0,74	0,93	1,05
Deuda financiera neta	-7,6	-8,6	-9,4	-11,0
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,3	-1,3	-1,0	-1,1
ROE (%)	22,2	24,9	29,1	30,5
ROCE (%) ⁽⁵⁾	141,4	187,6	204,6	198,1

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	21,8	17,7	14,2	12,5
PER Ordinario	21,7	17,7	14,2	12,5
P/BV	4,6	4,3	4,0	3,7
Dividend Yield (%)	3,6	4,2	5,3	6,0
EV/Ventas	3,18	2,83	2,32	2,07
EV/EBITDA Rec.	10,9	9,4	7,0	6,1
EV/EBIT	11,2	9,6	7,1	6,2
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	6,1	5,2	6,2	7,7

(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 Technology.

(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.

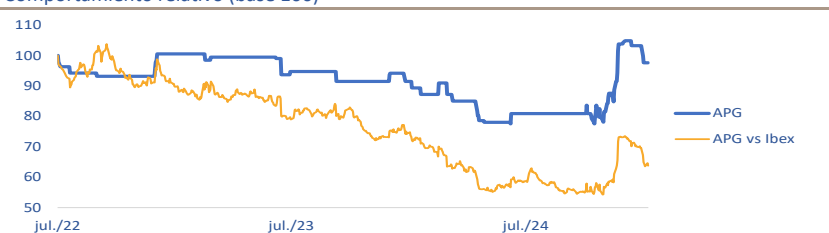
INGRESOS CONSOLIDADOS > EUR 20MN... El avance de resultados 2024 de APG anticipa ingresos en un rango de EUR 20,0 - 20,8Mn, con un crecimiento del 5% - 9% (en línea con nuestra estimación de EUR c.21,2 Mn ex Finizens). A nivel geográfico, Asia (esencialmente, Oriente Medio) sigue representando el primer mercado (85% del mix de ingresos). La TACC de ingresos -3y (2021-2024) alcanza el c.+15% y refleja con claridad la capacidad de crecimiento real del modelo de negocio.

...Y EBITDA REC C.EUR 6,5MN. A nivel consolidado se anticipa un rango de EBITDA 2024e de EUR 6.0-6,8Mn, en línea con el estimado (EUR 6,7Mn) y que implica un margen del 30% (mejorando entorno a 1 p.p. el margen 2023). La TACC del EBITDA Rec. -3y (2021-2024; +20%) vuelve a reflejar la capacidad de APG de alcanzar altos crecimientos. Favorecidos por la progresiva ganancia de peso en el mix de la división de inversión alternativa (con mayor apalancamiento operativo y capacidad de provocar mejoras de márgenes).

RESULTADOS EN LÍNEA, MANTENEMOS ESTIMACIONES. Los resultados 2024 confirman nuestros números. Mirando tan solo a 2025e, esperamos ingresos de EUR 27,4Mn (+22,2%; +10,9% en consultoría y +38,7% en gestión de activos; con un peso similar de ambos negocios en el mix). EBITDA consolidado 2025e EUR 9,0Mn (+33,9% vs 2024) continuando la mejora del margen EBITDA (32,8% vs 29,1% en 2023). Y FCF to equity de c.EUR 6 Mn (manteniendo una ratio de conversión de EBITDA en CF muy elevado: 2/3).

EN POSICIÓN DE CAJA NETA Y CON UN DIVIDENDO CRECIENTE. APG mantiene un balance hiper saneado con una posición de caja neta de EUR 9,1Mn (vs EUR 7,6Mn en 2023). Lo que permite mantener los altos niveles de pay-out previstos (75%, 2024-2026e), con dividend yield 2025e del 5,3% (DPA 2025e, +48% vs 2023).

EL MOMENTUM SIGUE SIENDO BUENO, Y COTIZANDO A UNOS MÚLTIPLOS MUY BAJOS. APG mantiene el buen comportamiento de negocio visto en los últimos años. Los resultados 2024 confirman el (esperado) despegue del área de inversiones alternativas. Algo clave ya que el equity story pivota sobre la capacidad real de atraer nuevo capital para su línea de inversión, donde se mantiene un objetivo de EUR 950 Mn de AuM 2025e (+60% vs 2023). EV/EBITDA Rec. 2025e 7,0x (muy por debajo de comparables tanto en consultoría como en gestión de activos). Algo que la acción ha empezado a reflejar (-3m +20,7%; +15,2% vs Ibex 35). Aunque el recorrido teórico en múltiplos sigue siendo muy amplio.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-6,9	20,7	9,3	-6,9	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-12,3	15,2	-11,1	-12,8	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-11,2	11,9	-2,0	-13,5	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-13,9	11,2	-3,4	-13,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-13,0	5,6	3,5	-13,1	n.a.	n.a.

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

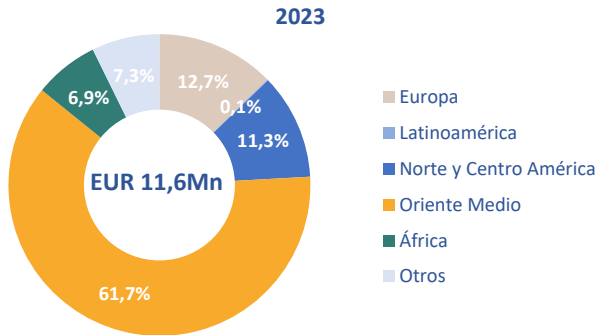
Axon Partners Group (APG) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

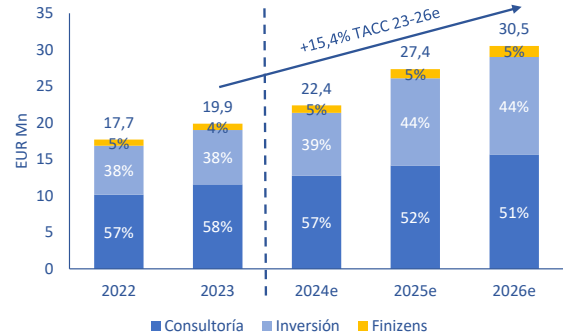
BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

La compañía en 8 gráficos

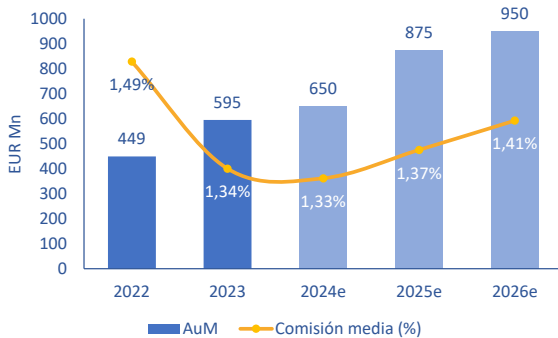
El negocio de consultoría está diversificado y con presencia internacional (Oriente Medio 61,7% de los ingresos 2023)



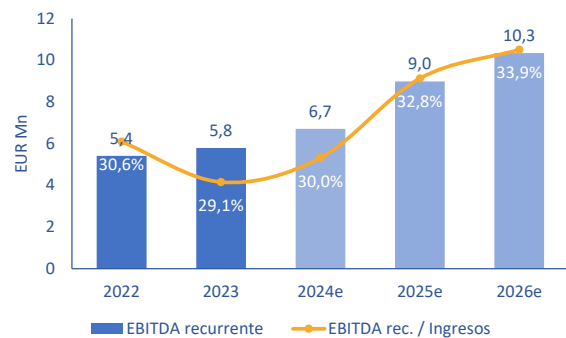
Estimamos un aumento del área de inversión (de mayor margen) en el mix (Ingresos Cons.:+15,4% TACC 23-26e)...



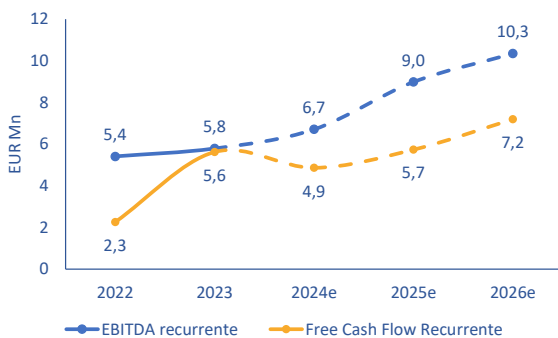
... motivado, esencialmente, por la captaci3n de nuevos fondos que incrementen los AuM (EUR 950Mn en 2026e vs EUR 595Mn en 2023)...



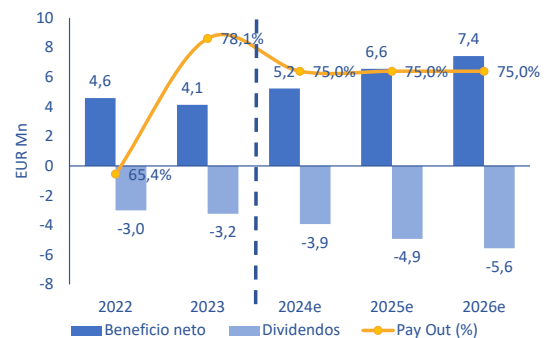
... que se traducir3n en un despegue en t3rminos de rentabilidad (Mg. EBITDA 2026e 33,9% vs 29,1% en 2023)



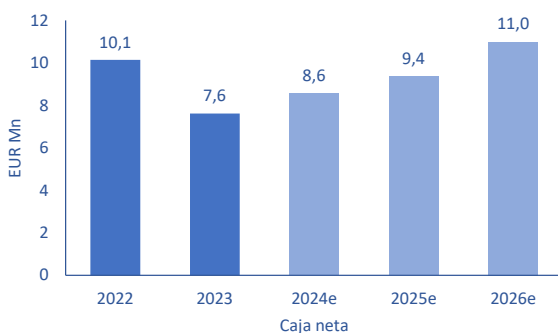
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield...



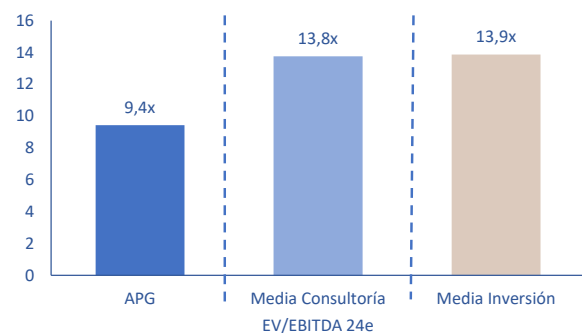
... que permitir3 mantener un Pay-Out (75%) elevado y un Dividend Yield 2024e del 4,2%



Todo ello, con una posici3n de Caja Neta (Caja Neta/EBITDA 2024e 1,3x)



Cotizando a un EV/EBITDA 2024e de 9,4x (vs 13,8x de Consultor3a y 13,9x de Inversi3n)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,6	5,8	7,3	96,4			
Market Cap	92,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-9,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,8%	3,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,2%	2,6%	
Risk free rate (rf)	3,0%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,2%	Ke = Rf + (R * B)			9,1%	11,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,1%	11,5%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Accenture	ACN-US	235.971,7	32,8	8,4%	21,4	11,6%	3,8	6,4%	17,7%	3,5%	10,7%
Marsh&Mclennan	MMC-US	105.538,7	27,3	n.a.	19,7	13,3%	5,3	8,1%	26,8%	3,9%	11,0%
CAP Gemini	CAP-FR	30.388,5	13,8	5,5%	9,6	2,9%	1,5	3,1%	16,0%	6,1%	6,9%
Booz Allen	BAH-US	16.100,8	20,8	11,4%	14,9	8,2%	1,6	7,2%	11,0%	5,4%	4,8%
Sopra Steria Group	SOP-FR	3.597,9	9,8	8,9%	7,0	3,0%	0,9	2,3%	12,7%	9,2%	4,5%
Wavestone	WAVE-FR	1.245,3	14,9	10,2%	10,0	9,6%	1,4	4,0%	13,7%	5,7%	14,2%
Consultoría			19,9	8,9%	13,8	8,1%	2,4	5,2%	16,3%	5,7%	8,7%
EQT AB	EQT-SE	39.458,2	48,2	42,8%	23,8	21,7%	14,0	14,7%	58,8%	1,1%	93,1%
TPG	TPG-US	22.512,3	32,3	26,5%	10,0	24,9%	4,9	16,9%	49,1%	3,7%	-2,0%
Bridgepoint Group	BPT-GB	3.711,9	19,8	9,9%	5,0	14,3%	2,5	12,0%	51,4%	5,2%	27,3%
Tikehau Capital	TKO-FR	3.832,2	18,8	49,2%	16,6	38,5%	8,8	25,2%	52,7%	5,2%	37,3%
Capital Privado			29,7	32,1%	13,9	24,8%	7,6	17,2%	53,0%	3,8%	38,9%
APG	APG-ES	92,9	17,7	19,0%	9,4	24,2%	2,8	16,8%	30,0%	5,2%	21,6%

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	36,1%	9,9	6,4x
Central	32,8%	9,0	7,0x
Min	29,5%	8,1	7,8x

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

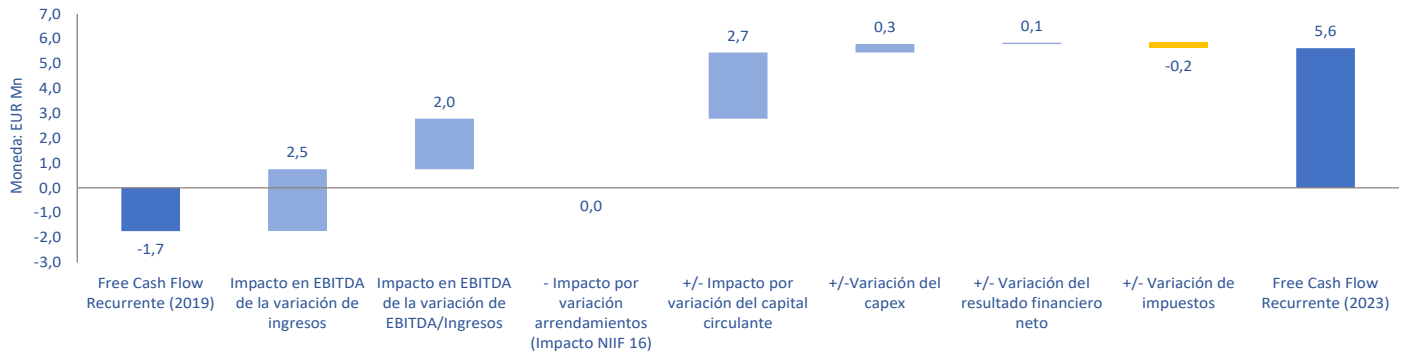
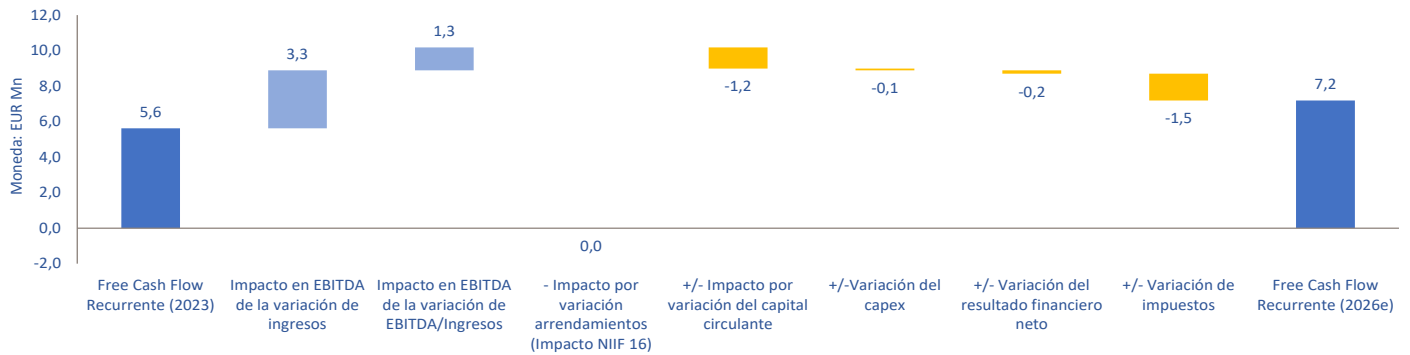
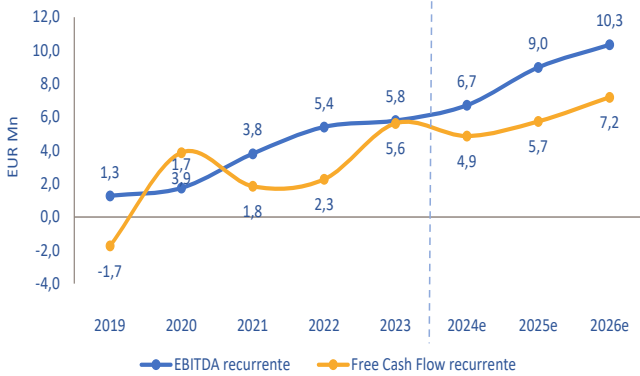
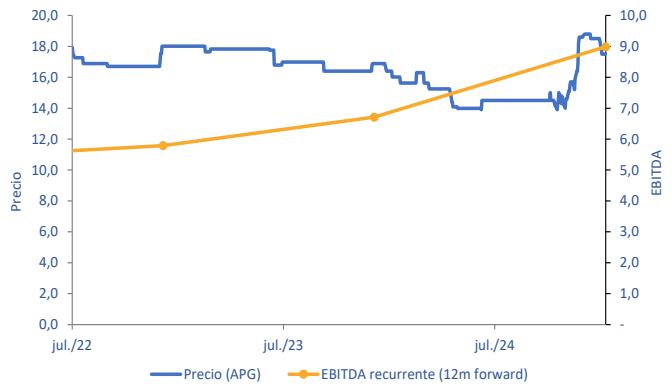
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	0,4%	0,5%	0,6%					
9,9	6,7	6,6	6,6	➔	Max	7,2%	7,1%	7,1%
9,0	5,8	5,7	5,7		Central	6,2%	6,2%	6,1%
8,1	4,9	4,8	4,8		Min	5,2%	5,2%	5,2%

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5		
Inmovilizado material	3,0	2,9	2,9	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	7,5	8,5	10,2	7,2	14,6	14,6	14,6	14,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	4,1	3,0	4,3	5,2	5,2	6,5	7,7	8,6		
Total activo	15,6	15,6	18,4	13,4	20,9	22,1	23,4	24,3		
Patrimonio neto	11,5	10,3	14,4	16,9	20,4	21,7	23,4	25,2		
Minoritarios	2,5	1,5	3,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,7		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,3	1,4	1,2	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(1,8)	(0,9)	(4,0)	(10,1)	(7,6)	(8,6)	(9,4)	(11,0)		
Pasivo circulante	2,3	3,4	3,8	3,0	3,9	4,7	5,1	5,7		
Total pasivo	15,6	15,6	18,4	13,4	20,9	22,1	23,4	24,3		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	9,3	10,0	13,8	17,7	19,9	22,4	27,4	30,5	20,8%	15,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,5%</i>	<i>37,6%</i>	<i>28,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>11,6%</i>		
Coste de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Margen Bruto	9,3	10,0	13,8	17,7	19,9	22,4	27,4	30,5	20,8%	15,4%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>		
Gastos de personal	(3,2)	(3,6)	(4,8)	(5,7)	(7,6)	(8,4)	(10,2)	(11,2)		
Otros costes de explotación	(4,8)	(4,7)	(5,2)	(6,6)	(6,5)	(7,2)	(8,2)	(9,0)		
EBITDA recurrente	1,3	1,7	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	46,0%	21,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>36,6%</i>	<i>118,3%</i>	<i>42,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>33,9%</i>	<i>15,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>13,7%</i>	<i>17,4%</i>	<i>27,5%</i>	<i>30,6%</i>	<i>29,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>32,8%</i>	<i>33,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	-	-	-		
EBITDA	1,3	1,7	3,8	5,2	5,8	6,7	9,0	10,3	46,4%	21,5%
Depreciación y provisiones	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Gastos capitalizados	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,3	1,8	3,5	5,1	5,6	6,6	8,9	10,2	43,8%	21,9%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>35,7%</i>	<i>97,4%</i>	<i>43,2%</i>	<i>11,4%</i>	<i>16,9%</i>	<i>34,4%</i>	<i>15,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>14,1%</i>	<i>17,8%</i>	<i>25,6%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,4%</i>	<i>29,5%</i>	<i>32,4%</i>	<i>33,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,0	(0,2)	(0,0)	0,1	(0,2)	0,4	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,3	1,6	3,5	5,2	5,5	7,0	8,8	10,1	42,2%	22,8%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>21,8%</i>	<i>115,5%</i>	<i>48,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>28,2%</i>	<i>25,3%</i>	<i>15,4%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,3	1,6	3,5	5,2	5,5	7,0	8,8	10,1	42,2%	22,8%
Impuestos	(0,6)	(0,8)	(1,2)	(1,3)	(1,6)	(1,7)	(2,2)	(2,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>47,3%</i>	<i>50,0%</i>	<i>34,8%</i>	<i>24,4%</i>	<i>28,9%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	0,9	0,8	1,1	0,7	0,3	(0,0)	(0,0)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,6	1,6	3,3	4,6	4,1	5,2	6,6	7,4	26,4%	21,5%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2%</i>	<i>104,0%</i>	<i>37,3%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>26,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>13,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,9	2,0	3,5	4,7	4,1	5,2	6,6	7,4	22,2%	21,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,1%</i>	<i>79,4%</i>	<i>33,7%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>26,2%</i>	<i>25,4%</i>	<i>13,0%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						6,7	9,0	10,3	46,0%	21,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,4)	(0,8)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						6,3	8,2	10,0	92,0%	14,7%
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,4	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(1,7)	(2,2)	(2,5)		
Free Cash Flow Recurrente						4,9	5,7	7,2	51,3%	8,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,9	5,7	7,2	45,4%	33,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(3,9)	(4,9)	(5,6)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,9)	(0,8)	(1,6)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	1,7	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	49,2%	21,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	36,6%	118,3%	42,3%	7,0%	15,9%	33,9%	15,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	17,4%	27,5%	30,6%	29,1%	30,0%	32,8%	33,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,2	(0,9)	(1,7)	0,8	(0,4)	(0,8)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	2,9	3,7	6,6	6,3	8,2	10,0	18,4%	14,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	798,9%	-26,3%	25,4%	79,5%	-4,4%	29,2%	22,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	39,7%	21,3%	20,8%	33,2%	28,2%	29,9%	32,7%		
- CAPEX	(0,6)	(0,3)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,1	0,4	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	0,5	(0,8)	(1,5)	(1,0)	(1,7)	(2,2)	(2,5)		
= Free Cash Flow recurrente	3,9	1,8	2,3	5,6	4,9	5,7	7,2	13,3%	8,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	322,9%	-52,3%	22,6%	148,5%	-13,6%	18,0%	25,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	38,5%	13,4%	12,8%	28,3%	21,7%	21,0%	23,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	(0,1)	0,0	(2,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	2,2	1,8	2,3	3,0	4,9	5,7	7,2	11,7%	33,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	276,8%	-18,1%	30,0%	30,9%	61,5%	18,0%	25,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,2%	2,0%	2,4%	6,1%	5,2%	6,2%	7,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,3%	1,9%	2,5%	3,2%	5,2%	6,2%	7,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,7)	3,9	1,8	2,3	5,6	4,9	5,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,7	1,1	0,7	0,7	1,5	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,4	1,4	0,5	(0,3)	0,2	0,8	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,5	2,1	1,6	0,4	0,9	2,3	1,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,1	(3,1)	(0,9)	2,5	(1,2)	(0,4)	0,4		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,6	(1,0)	0,7	2,9	(0,3)	1,8	1,8		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,3	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	0,0	0,1	0,3	(0,5)	-		
+/- Variación de impuestos	1,3	(1,3)	(0,7)	0,4	(0,7)	(0,4)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	5,6	(2,0)	0,4	3,4	(0,8)	0,9	1,5		
Free Cash Flow Recurrente	3,9	1,8	2,3	5,6	4,9	5,7	7,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	1,8	3,5	5,1	5,6	6,6	8,9	10,2	46,6%	21,9%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	30,0%	24,4%	28,9%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,2)	(2,6)		
EBITDA recurrente	1,7	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	49,2%	21,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,2	(0,9)	(1,7)	0,8	(0,4)	(0,8)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	2,9	3,7	6,6	6,3	8,2	10,0	18,4%	14,7%
- CAPEX	(0,6)	(0,3)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,2)	(2,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,9	1,6	2,5	4,9	4,6	5,8	7,3	19,9%	13,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	308,8%	-43,9%	57,0%	95,8%	-7,3%	27,5%	25,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	28,4%	11,6%	14,2%	24,7%	20,4%	21,2%	23,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	(0,1)	0,0	(2,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,1	1,5	2,5	2,3	4,6	5,8	7,3	26,3%	46,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	234,2%	33,3%	67,2%	-9,5%	97,9%	27,5%	25,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	4,5%	2,5%	4,0%	7,8%	7,2%	9,2%	11,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,8%	2,4%	4,0%	3,6%	7,2%	9,2%	11,5%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

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	92,9	
+ Minoritarios	2,4	Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,7	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	(9,1)	Avance Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	14,9	Avance Rdos. 12m 2024
+/- Otros ⁽¹⁾	(9,6)	Avance Rdos. 12m 2024
Enterprise Value (EV)	63,3	

(1) Importe correspondiente a la participación en Finizens de APG

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	TACC 23-26e
Total Ingresos							9,3	10,0	13,8	17,7	19,9	22,4	27,4	30,5	n.a.	15,4%
Cto. Total ingresos							n.a.	7,5%	37,6%	28,1%	12,4%	12,5%	22,2%	11,6%		
EBITDA							1,3	1,7	3,8	5,2	5,8	6,7	9,0	10,3	n.a.	21,5%
Cto. EBITDA							n.a.	37,1%	117,8%	38,8%	10,7%	16,3%	33,9%	15,1%		
EBITDA/Ingresos							13,5%	17,2%	27,2%	29,5%	29,0%	30,0%	32,8%	33,9%		
Beneficio neto							1,6	1,6	3,3	4,6	4,1	5,2	6,6	7,4	n.a.	21,5%
Cto. Beneficio neto							n.a.	1,2%	104,0%	37,3%	-9,9%	26,6%	25,4%	13,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							0,5	0,5	0,5	5,0	5,2	5,3	5,3	5,3		
BPA (EUR)							3,43	3,47	7,08	0,91	0,80	0,99	1,24	1,40	n.a.	20,3%
Cto. BPA							n.a.	1,2%	n.a.	-87,2%	-11,8%	23,0%	25,4%	13,0%		
BPA ord. (EUR)							3,95	4,19	7,51	0,94	0,80	0,99	1,24	1,40	n.a.	20,2%
Cto. BPA ord.							n.a.	6,1%	79,4%	-87,5%	-14,3%	22,5%	25,4%	13,0%		
CAPEX							(0,4)	(0,6)	(0,3)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
CAPEX/Vtas % ¹							4,3%	5,9%	2,0%	n.a.	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%		
Free Cash Flow							(1,2)	2,2	1,8	2,3	3,0	4,9	5,7	7,2	n.a.	33,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾							-1,5x	-0,5x	-1,1x	-1,9x	-1,3x	-1,3x	-1,0x	-1,1x		
PER (x)							n.a.	n.a.	2,5x	18,6x	23,4x	17,7x	14,2x	12,5x		
EV/Vtas (x)							n.a.	n.a.	n.a.	5,76x	4,67x	2,83x	2,32x	2,07x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾							n.a.	n.a.	n.a.	19,5x	16,1x	9,4x	7,0x	6,1x		
Comport. Absoluto							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-6,3%	11,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-23,7%	-3,0%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

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

Anexo 5. Principales comparables 2024e

Datos	EUR Mn	Consultoría						Private Equity					Average	APG	
		Accenture	Marsh&Mclen nan	CAP Gemini	Booz Allen	Sopra Steria Group	Wavestone	EQT AB	TPG	Bridgepoint Group	Tikehau Capital				
Market cap	235.971,7	105.538,7	30.388,5	16.100,8	3.597,9	1.245,3	39.458,2	22.512,3	3.711,9	3.832,2					92,9
Enterprise value (EV)	236.691,5	124.263,2	33.838,3	19.128,4	5.098,1	1.296,6	37.329,4	8.723,6	1.464,1	5.204,2					63,3
Total Ingresos	62.517,7	23.561,5	22.043,1	11.595,9	5.795,7	944,5		2.665,0	1.768,1	574,5	593,6				22,4
Cto.Total Ingresos	1,2%	7,5%	-2,1%	12,9%	-0,2%	34,7%	9,0%	28,2%	-23,1%	49,8%	-4,3%				12,7%
2y TACC (2024e - 2026e)	6,4%	8,1%	3,1%	7,2%	2,3%	4,0%	5,2%	14,7%	16,9%	12,0%	25,2%				17,2%
EBITDA	11.071,4	6.322,4	3.533,3	1.280,7	733,3	129,3		1.567,1	868,8	295,1	312,6				6,7
Cto. EBITDA	2,2%	-1,7%	7,5%	12,2%	8,2%	19,2%	7,9%	37,2%	75,4%	70,8%	n.a.				287,4%
2y TACC (2024e - 2026e)	11,6%	13,3%	2,9%	8,2%	3,0%	9,6%	8,1%	21,7%	24,9%	14,3%	38,5%				24,8%
EBITDA/Ingresos	17,7%	26,8%	16,0%	11,0%	12,7%	13,7%	16,3%	58,8%	49,1%	51,4%	52,7%				53,0%
EBIT	9.693,8	5.603,8	2.932,3	1.293,5	570,1	118,1		1.129,1	846,4	259,0	254,6				6,6
Cto. EBIT	2,2%	-2,4%	13,3%	31,5%	23,6%	22,3%	15,1%	56,6%	n.a.	72,4%	11,1%				46,7%
2y TACC (2024e - 2026e)	8,0%	13,8%	4,8%	1,7%	4,5%	10,2%	7,2%	40,1%	23,5%	15,7%	39,6%				29,7%
EBIT/Ingresos	15,5%	23,8%	13,3%	11,2%	9,8%	12,5%	14,3%	42,4%	47,9%	45,1%	42,9%				44,6%
Beneficio Neto	6.998,5	3.911,2	2.014,0	874,5	290,7	76,6		779,5	763,1	209,2	203,1				5,2
Cto. Beneficio Neto	5,7%	8,1%	21,1%	51,1%	58,3%	31,6%	29,3%	455,5%	n.a.	146,1%	15,0%				205,5%
2y TACC (2024e - 2026e)	10,0%	12,7%	5,3%	1,7%	11,8%	13,2%	9,1%	51,7%	27,8%	14,6%	47,0%				35,3%
CAPEX/Ventas	0,8%	1,3%	1,4%	0,8%	1,2%	0,8%	1,0%	1,7%	1,1%	0,5%	27,6%				7,8%
Free Cash Flow	8.298,8	4.137,6	1.862,3	871,6	332,4	71,4		448,0	835,8	192,9	200,7				4,9
Deuda financiera Neta	(856,7)	18.750,5	1.200,8	2.774,4	552,2	(21,5)		(243,2)	894,4	250,5	1.347,2				(8,6)
DN/EBITDA (x)	n.a.	3,0	0,3	2,2	0,8	n.a.	1,6	n.a.	1,0	0,8	4,3				2,1
Pay-out	40,2%	33,0%	29,6%	30,0%	35,2%	9,2%	29,5%	48,0%	16,8%	42,9%	66,1%				43,5%
P/E (x)	32,8	27,3	13,8	20,8	9,8	14,9	19,9	48,2	32,3	19,8	18,8				29,7
P/BV (x)	8,7	8,1	2,3	13,2	1,7	1,9	6,0	4,6	10,4	3,1	1,1				4,8
EV/Ingresos (x)	3,8	5,3	1,5	1,6	0,9	1,4	2,4	14,0	4,9	2,5	8,8				7,6
EV/EBITDA (x)	21,4	19,7	9,6	14,9	7,0	10,0	13,8	23,8	10,0	5,0	16,6				13,9
EV/EBIT (x)	24,4	22,2	11,5	14,8	8,9	11,0	15,5	33,1	10,3	5,7	20,4				17,4
ROE	26,9	31,6	16,8	63,3	17,2	13,1	28,1	11,1	32,4	15,8	5,9				16,3
FCF Yield (%)	3,5	3,9	6,1	5,4	9,2	5,7	5,7	1,1	3,7	5,2	5,2				3,8
DPA	4,48	2,62	3,48	2,01	5,06	0,33	3,00	0,32	1,60	0,11	0,77				0,70
Dvd Yield	1,2%	1,2%	2,0%	1,6%	2,9%	0,7%	1,6%	1,0%	2,6%	2,5%	3,5%				2,4%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Pablo Victoria Rivera, CESGA
Equity research
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión emendada (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
23-Dic-2024	n.a.	18,60	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Alfredo Echevarría Otegui
05-Feb-2024	n.a.	16,02	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui

