

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Machinery

Precio de Cierre: EUR 13,00 (5 nov 2024)

Fecha del informe: 6 nov 2024 (15:10h)

Resultados 9m 2024

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 9m 2024

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclaje (DESA) es un grupo industrial de pequeño tamaño con sede en Barcelona (España), especializado (>60 años) en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. Con presencia internacional (c. 30% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

Rdos 9m24: fuerte crecimiento en EBITDA vía mejora de márgenes. Dividend Yield 24e 8,6%.

LOS INGRESOS SE MANTIENEN PLANOS EN EL 9M24... DESA cierra el 9m24 con unos ingresos de EUR 36,2Mn (+0,4% vs 9m23), alejado de nuestra estimación inicial para final del ejercicio (+5%). Unos ingresos planos que se explican esencialmente por la contracción de las ventas nacionales.

... PERO LA MEJORA DE RENTABILIDAD ES YA EVIDENTE. El mayor peso del negocio agrícola en el mix de ingresos (de mayor margen) y el aumento del peso de las exportaciones permiten elevar el Margen Bruto 9m24 hasta 42,4% (+2,6p.p. vs 9m23). Lo que, sumado a una mayor eficiencia por la mayor ocupación de la capacidad productiva, eleva el EBITDA rec. hasta EUR 4,2Mn (+21,6% vs 9m23; Mg. EBITDA 11,7% vs 9,7% en 9m23).

EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO SIGUE REDUCIÉNDOSE. Consecuencia de la generación de caja del negocio de DESA sumado a: (i) menores necesidades de circulante al no crecer en ingresos (Var. WC: EUR 1Mn) y (ii) la entrada extraordinaria de caja por la venta de la nave en Francia (EUR 1,2Mn). La DN 9m24 asciende a EUR 7,4Mn (ex-NIIF; vs EUR 10,7Mn en 2023; DN/EBITDA 24e 1,5x vs 1,3x del sector).

LOS FUNDAMENTALES PERMITEN UN ALTO DIVIDENDO, QUE ES SOSTENIBLE. DESA ha anunciado el un pago extraordinario del dividendo (EUR 0,5Mn adicional) por el exceso de caja registrado en 2024 (y el crecimiento en Beneficio Neto) hasta un dividendo anual total de EUR 1,11/acc (vs EUR 0,84/acc anterior). Lo que supondría un reparto total en 2024e de EUR 2Mn (vs EUR 1,5Mn anterior) e implicaría un Dividend Yield 2024e del 8,6%. Manteniendo el yield 2025e-2026e en el 6,5%.

MANTENEMOS ESTIMACIONES EN EBITDA PARA 2024E. Aunque ajustamos nuestras estimaciones de ingresos para 2024e tras los resultados 9m24. Nuestro escenario central hoy apunta a unos ingresos de EUR 48,4Mn (-3,3% vs est. anterior) y un EBITDA de EUR 5,3Mn (en línea con nuestra estimación previa).

UN NEGOCIO INDUSTRIAL DE BAJO RIESGO A PER 2024E 8X. Unos resultados 9m24 que siguen presentando a DESA como un negocio industrial de bajo riesgo, tanto de negocio (diversificado por sector y por geografía) como financiero (DN/EBITDA <2x). FCF yield 24e: c. 14,7% y un dividendo asegurado que ofrece protección. Todo ello, a bajos múltiplos: PER 24e 8x (vs c. 13x de sus comparables). Una clara reserva de valor. La asignatura pendiente es volver a crecer en ingresos.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	23,2	25,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	29,4	32,1
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	13,00 / 12,31 / 11,36	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,3	
Factset / Bloomberg	DESA-ES / DESA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Maden	29,6
SARM	20,2
Gestión Ixua	16,0
Miembros del Consejo	12,1
Free Float	22,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	47,7	48,4	50,4	52,4
EBITDA Rec.	4,8	5,3	5,7	6,1
% Var.	-7,7	11,3	7,6	7,4
% EBITDA Rec./Ing.	10,0	11,0	11,3	11,7
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	11,7	5,8	21,3	18,7
Beneficio neto	2,1	2,9	3,3	3,7
BPA (EUR)	1,20	1,64	1,87	2,05
% Var.	-24,4	36,9	14,1	10,0
BPA ord. (EUR)	1,31	1,64	1,87	2,05
% Var.	-17,3	25,0	14,1	10,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	3,9	3,4	2,5	2,8
Pay-out (%)	70,5	68,3	44,9	40,8
DPA (EUR)	0,84	1,12	0,84	0,84
Deuda financiera neta	10,7	8,0	7,0	5,7
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	1,5	1,2	0,9
ROE (%)	11,2	14,8	15,8	15,9
ROCE (%) ⁽⁵⁾	8,3	11,5	12,8	13,5

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	10,9	7,9	7,0	6,3
PER Ordinario	9,9	7,9	7,0	6,3
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	6,5	8,6	6,5	6,5
EV/Ventas	0,62	0,61	0,58	0,56
EV/EBITDA Rec.	6,2	5,5	5,1	4,8
EV/EBIT	8,8	6,9	6,3	5,8
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	17,0	14,7	10,9	12,1

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	0,2	14,5	14,2	42,5	110,1
vs Ibx 35	-1,5	-11,8	-10,1	-2,5	9,9	66,9
vs Ibx Small Cap Index	1,8	1,3	7,0	11,5	47,1	72,9
vs Eurostoxx 50	1,7	-5,9	-1,9	6,0	27,6	58,6
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	5,9	-5,4	-10,3	12,7	52,8	8,1

(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: Europe Industrial Machinery.

(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.

(*) 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.

Resultados 9m 2024
Tabla 1. Rdos 9m24

EUR Mn	9m24		9m24 Real vs		2024e vs		3T24 vs	
	Real	9m23	9m23	2024e	2023	3T24	3T23	
Total Ingresos	36,2	36,1	0,4%	48,4	1,5%	10,7	3,9%	
Margen bruto	15,4	14,3	7,1%	20,2	6,9%	4,5	9,1%	
<i>Margen Bruto %</i>	<i>42,4%</i>	<i>39,7%</i>	<i>2,6 p.p.</i>	<i>41,7%</i>	<i>2,3 p.p.</i>	<i>42,0%</i>	<i>2,0 p.p.</i>	
EBITDA (Recurrente)	4,2	3,5	21,6%	5,3	10,2%	1,2	31,2%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>11,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>2,0 p.p.</i>	<i>11,0%</i>	<i>1,0 p.p.</i>	<i>11,5%</i>	<i>2,4 p.p.</i>	
EBITDA	4,0	3,5	14,4%	5,3	15,4%	1,0	15,6%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>1,4 p.p.</i>	<i>11,0%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	<i>9,2%</i>	<i>0,9 p.p.</i>	
EBIT	3,1	2,6	23,2%	4,3	21,0%	0,7	25,0%	
BAI	2,8	2,3	25,6%	3,9	25,3%	0,6	56,5%	
BN	2,1	1,7	25,6%	2,9	27,3%	0,4	67%	
		12m23						
Deuda Neta ¹	7,4	10,7	-30,9%	8,0	-32,6%			

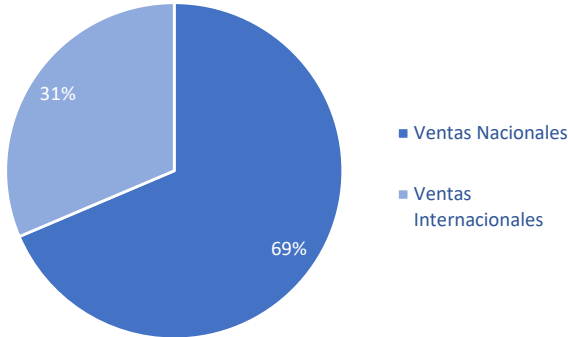
Nota 1: La Deuda Neta excluye el impacto de la NIIF 16. La Deuda Neta incluye efectos descontados pendientes de vencimiento.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

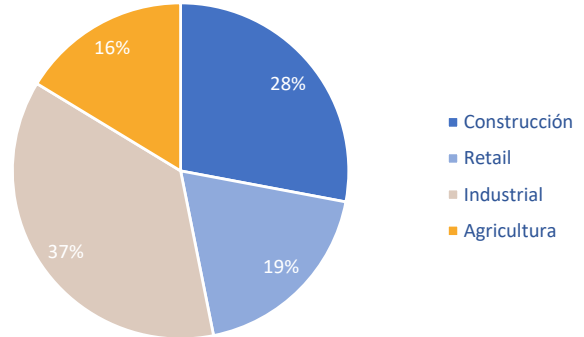
EUR Mn	2024e		2025e		2026e	
	(Nuevo)	Revisión (%)	(Nuevo)	Revisión (%)	(Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	48,4	-3,3%	50,4	-3,8%	52,4	-4,4%
EBITDA (Recurrente)	5,3	0,5%	5,7	-0,5%	6,1	-0,4%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>11,3%</i>	<i>0,6 p.p.</i>	<i>7,6%</i>	<i>-1,1 p.p.</i>	<i>7,4%</i>	<i>0,2 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>11,0%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>11,3%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>11,7%</i>	<i>0,5 p.p.</i>
EBIT	4,3	0,7%	4,7	-0,6%	5,1	-0,3%
Beneficio Neto	2,9	1,2%	3,3	0,1%	3,7	0,4%
Free Cash Flow (Rec.)	3,4	74,4%	2,5	8,1%	2,8	8,4%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>1,5 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>1,2 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>0,9 x</i>	<i>-0,2 x</i>

La compañía en 8 gráficos

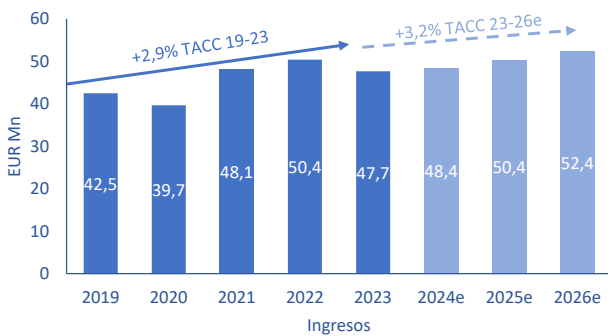
Un negocio diversificado: Las ventas fuera de España (esencialmente Europa) ya representan el 31%



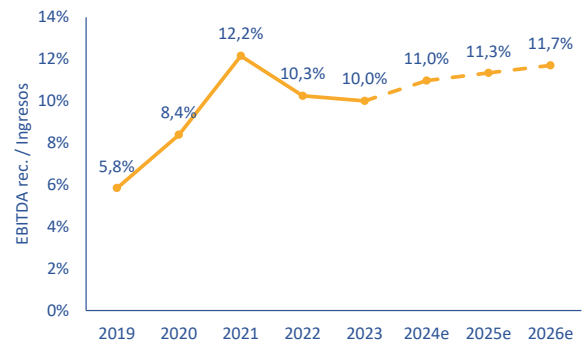
Posicionado en el mercado agrario (16% s/Ingresos 2023), su principal motor de crecimiento (m/p)



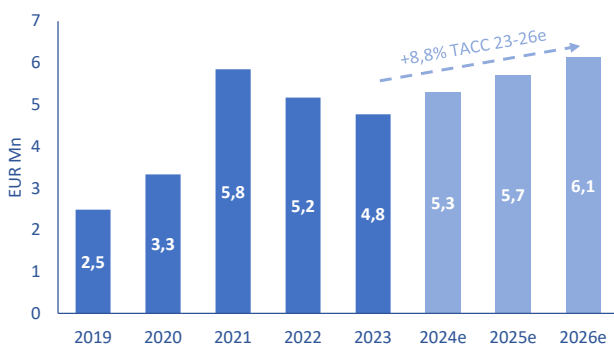
23-26e: Crecimiento de ingresos de un dígito bajo (+3,2% TACC 23-26e), en línea con lo visto durante los últimos 5 años



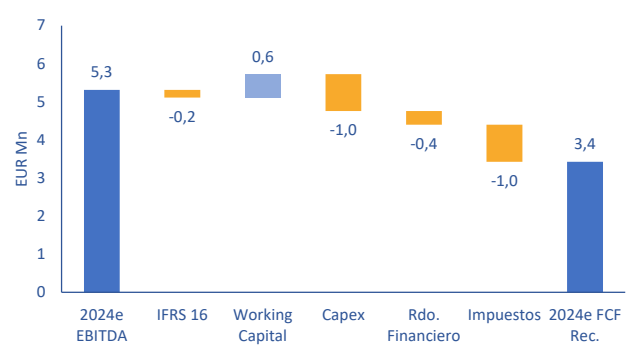
Manteniendo un margen EBITDA > 10% (con capacidad de recuperar niveles c. 12% en 2026e, aún por debajo de máximos de 2021)



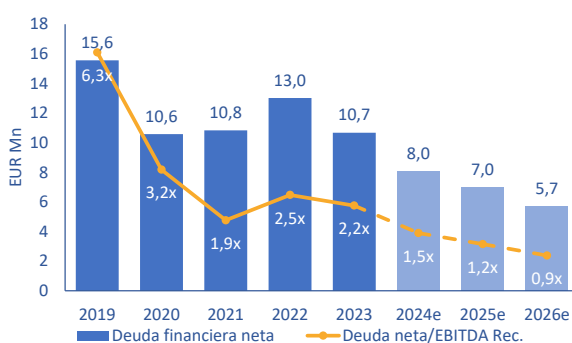
Y permitiendo traspasar la mejora de Ingresos al EBITDA (+8,8% TACC 23-26e)



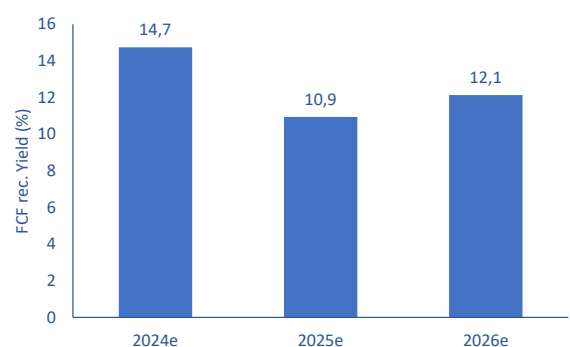
Con capacidad de convertir >30% del EBITDA en FCF



La mejora de métricas de endeudamiento (DN/EBITDA c. 2x) avala la capacidad de inversión (también en crecimiento no orgánico)



FCF Yield c. 11% durante todo el período estimado



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,9	2,7	3,0	46,6			
Market Cap	23,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	7,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,6%	Coste de la deuda neta			3,4%	3,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,7%	3,1%	
Risk free rate (rf)	3,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,3%	Ke = Rf + (R * B)			9,2%	11,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	75,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	24,1%	D			=	=	
WACC	8,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,6%	9,5%	
G "Razonable"	1,5%				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	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
Norma Group SE	NOEJ-DE	395,7	10,6	33,1%	4,7	10,9%	0,6	4,5%	12,9%	14,2%	12,4%
Granges AB	GRNG-SE	1.141,7	13,4	24,5%	6,8	14,6%	0,7	14,1%	10,5%	2,8%	n.a.
Trifast Plc	TRI-GB	134,4	14,0	32,4%	6,5	13,2%	0,6	4,0%	9,8%	10,7%	43,5%
Actores con amplia gama de productos			12,7	30,0%	6,0	12,9%	0,7	7,5%	11,0%	9,2%	27,9%
Georg Fischer AG	GF-CH	5.292,0	19,1	14,6%	12,0	6,4%	1,5	-1,9%	12,1%	4,6%	19,0%
Bossard Holding AG	BOSN-CH	1.765,9	22,6	17,0%	14,7	14,0%	1,9	8,2%	12,7%	5,4%	-8,3%
Bufab AB	BUFAB-SE	1.269,9	25,1	16,2%	15,4	7,6%	2,2	3,5%	14,2%	7,5%	-14,0%
SFS Group AG	SFSN-CH	5.127,1	17,8	9,7%	10,6	6,8%	1,7	3,6%	16,0%	4,0%	16,8%
Barnes Group Inc	B-US	2.182,1	33,7	33,2%	12,4	15,4%	2,2	4,7%	17,4%	1,3%	n.a.
Actores especializados en alta tecnología			23,7	18,2%	13,0	10,0%	1,9	3,6%	14,5%	4,6%	3,4%
DESA	DESA-ES	23,2	7,9	12,0%	5,5	7,5%	0,6	4,1%	11,0%	14,7%	-21,9%

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	12,4%	6,3	4,7x
Central	11,3%	5,7	5,1x
Min	10,2%	5,2	5,7x

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

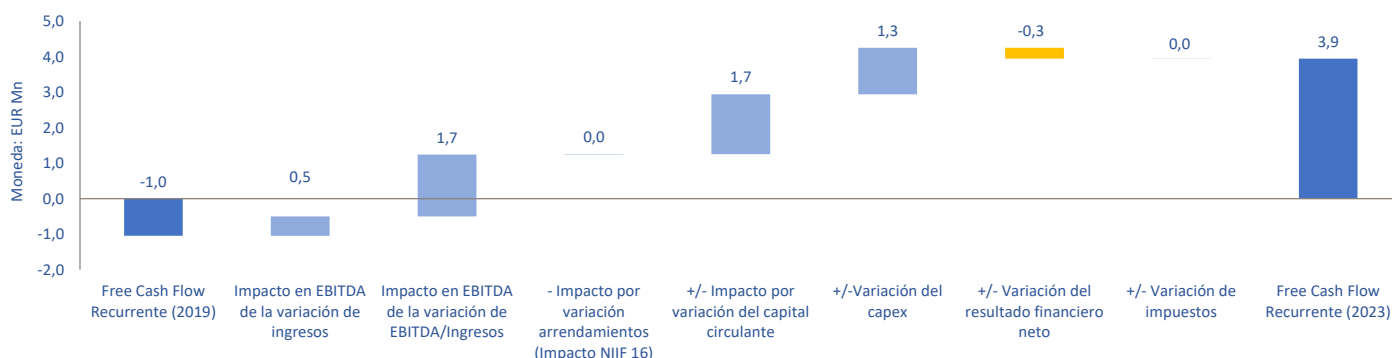
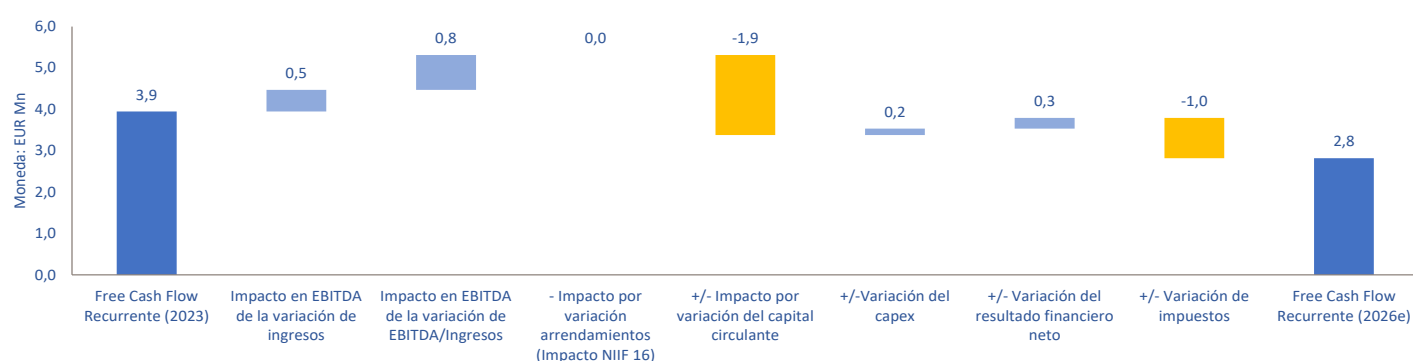
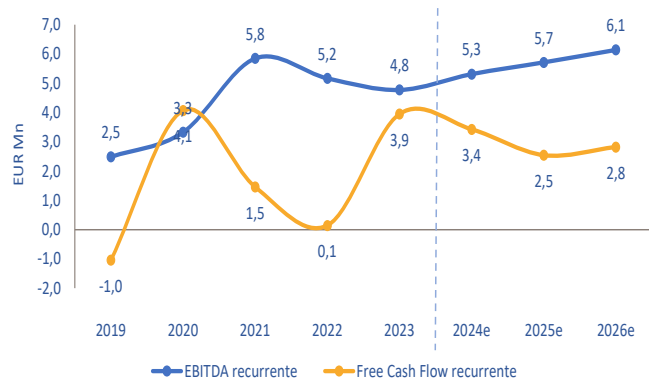
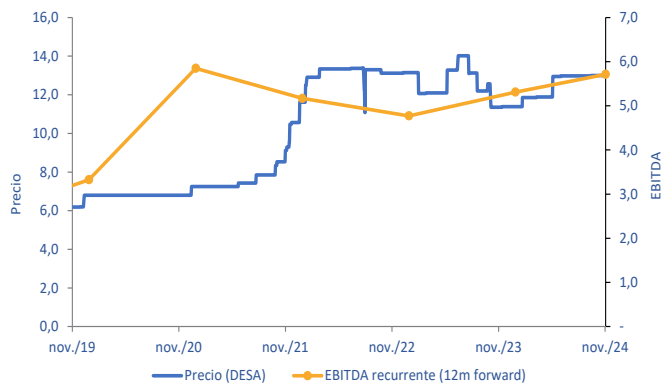
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	1,8%	2,0%	2,2%		Max	Central	Min
EBITDA 25e	6,3	5,7	5,2	Max	13,7%	13,3%	12,9%
	3,2	2,6	2,1	Central	11,4%	10,9%	10,5%
	3,1	2,5	2,0	Min	9,0%	8,5%	8,1%
	3,0	2,4	1,9				

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	1,1	0,5	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9		
Inmovilizado material	13,0	13,9	12,3	13,2	11,8	10,7	10,9	11,1		
Otros activos no corrientes	1,7	1,5	1,3	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	1,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	22,7	19,5	26,3	25,9	24,0	23,5	24,5	25,5		
Total activo	38,5	35,4	41,8	43,1	40,7	39,2	40,3	41,5		
Patrimonio neto	12,5	13,5	15,6	18,8	19,3	20,2	22,1	24,2		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3		
Otros pasivos no corrientes	0,4	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4		
Deuda financiera neta	15,6	10,6	10,8	13,0	10,7	8,0	7,0	5,7		
Pasivo circulante	9,4	9,6	13,5	9,6	9,0	9,2	9,5	9,9		
Total pasivo	38,5	35,4	41,8	43,1	40,7	39,2	40,3	41,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	42,5	39,7	48,1	50,4	47,7	48,4	50,4	52,4	19-23	23-26e
<i>Cto.Total Ingresos</i>	3,5%	-6,7%	21,3%	4,8%	-5,5%	1,5%	4,1%	4,1%	2,9%	3,2%
Coste de ventas	(25,7)	(23,8)	(28,8)	(31,4)	(28,9)	(28,2)	(29,4)	(30,6)		
Margen Bruto	16,8	15,9	19,3	19,0	18,8	20,2	21,0	21,8	2,8%	5,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	39,6%	40,0%	40,2%	37,6%	39,4%	41,7%	41,7%	41,7%		
Gastos de personal	(7,8)	(7,3)	(7,7)	(7,8)	(7,9)	(8,3)	(8,6)	(8,8)		
Otros costes de explotación	(6,5)	(5,3)	(5,8)	(6,0)	(6,1)	(6,5)	(6,7)	(6,9)		
EBITDA recurrente	2,5	3,3	5,8	5,2	4,8	5,3	5,7	6,1	17,7%	8,8%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	-2,9%	33,9%	75,8%	-11,7%	-7,7%	11,3%	7,6%	7,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,8%	8,4%	12,2%	10,3%	10,0%	11,0%	11,3%	11,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,5)	-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA	2,4	2,8	5,8	5,2	4,5	5,3	5,7	6,1	17,2%	10,9%
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,2)	(1,2)	(1,0)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
Gastos capitalizados	0,0	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	1,2	1,4	4,6	4,0	3,4	4,3	4,7	5,1	28,8%	14,9%
<i>Cto.EBIT</i>	-27,1%	15,6%	222,0%	-12,0%	-16,0%	26,6%	10,2%	8,8%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	2,9%	3,6%	9,5%	7,9%	7,1%	8,8%	9,3%	9,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,1	1,2	4,3	3,7	2,9	3,9	4,4	4,9	28,6%	18,9%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	-29,7%	17,0%	248,7%	-15,1%	-21,0%	33,8%	14,1%	10,0%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,1	1,2	4,3	3,7	2,9	3,9	4,4	4,9	28,6%	18,9%
Impuestos	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,1)	(1,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	23,8%	27,4%	13,4%	23,7%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,8	0,9	3,8	2,8	2,1	2,9	3,3	3,7	27,2%	20,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	-33,8%	11,6%	315,6%	-25,2%	-24,4%	37,5%	14,1%	10,0%		
Beneficio ordinario neto	0,9	1,3	3,8	2,8	2,3	2,9	3,3	3,7	27,3%	16,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	-27,7%	42,4%	198,0%	-25,2%	-17,3%	25,6%	14,1%	10,0%		
Cash Flow (EUR Mn)										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						5,3	5,7	6,1	17,7%	8,8%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						0,6	(0,6)	(0,6)		
Cash Flow operativo recurrente						5,7	4,9	5,3	32,9%	-3,3%
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						(1,0)	(1,1)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						3,4	2,5	2,8	55,1%	-10,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,2	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,6	2,5	2,8	51,1%	-8,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,0)	(1,5)	(1,5)		
Variación de Deuda financiera neta						(2,6)	(1,0)	(1,3)		

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	3,3	5,8	5,2	4,8	5,3	5,7	6,1	12,8%	8,8%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	33,9%	75,8%	-11,7%	-7,7%	11,3%	7,6%	7,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,4%	12,2%	10,3%	10,0%	11,0%	11,3%	11,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	3,4	(2,9)	(3,5)	1,3	0,6	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,5	2,8	1,5	5,9	5,7	4,9	5,3	-3,4%	-3,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	245,8%	-56,8%	-46,5%	290,2%	-2,4%	-14,4%	8,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	16,4%	5,8%	3,0%	12,3%	11,8%	9,7%	10,1%		
- CAPEX	(1,9)	(0,7)	(0,2)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(0,3)	(1,0)	(1,1)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	4,1	1,5	0,1	3,9	3,4	2,5	2,8	-1,0%	-10,6%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	490,0%	-64,2%	-90,3%	n.a.	-13,2%	-25,8%	11,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	10,3%	3,0%	0,3%	8,3%	7,1%	5,0%	5,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,5)	-	-	(0,3)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	-	-	-	1,2	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	3,9	1,5	0,1	3,7	4,6	2,5	2,8	-1,6%	-8,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	437,6%	-62,2%	-90,3%	n.a.	26,0%	-45,1%	11,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	17,5%	6,3%	0,6%	17,0%	14,7%	10,9%	12,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	16,6%	6,3%	0,6%	15,8%	19,9%	10,9%	12,1%		
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)	(1,0)	4,1	1,5	0,1	3,9	3,4	2,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	0,7	0,3	(0,3)	0,1	0,2	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,0	1,8	(1,0)	(0,1)	0,5	0,2	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	0,8	2,5	(0,7)	(0,4)	0,5	0,4	0,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	0,0	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	3,8	(6,3)	(0,6)	4,8	(0,7)	(1,2)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,6	(3,7)	(1,3)	4,4	(0,1)	(0,8)	0,4		
+/- Variación del CAPEX	0,6	1,2	0,5	(1,0)	0,2	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,1	0,1	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,4)	0,6	(0,7)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	5,1	(2,6)	(1,3)	3,8	(0,5)	(0,9)	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	4,1	1,5	0,1	3,9	3,4	2,5	2,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	1,4	4,6	4,0	3,4	4,3	4,7	5,1	33,5%	14,9%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	27,4%	13,4%	23,7%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	3,3	5,8	5,2	4,8	5,3	5,7	6,1	12,8%	8,8%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	3,4	(2,9)	(3,5)	1,3	0,6	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,5	2,8	1,5	5,9	5,7	4,9	5,3	-3,4%	-3,3%
- CAPEX	(1,9)	(0,7)	(0,2)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4,2	1,5	0,4	3,8	3,7	2,7	3,0	-3,6%	-7,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	553,7%	-64,6%	-74,3%	885,2%	-1,7%	-26,3%	9,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	10,6%	3,1%	0,8%	7,9%	7,6%	5,4%	5,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	-	-	-	1,2	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	4,5	1,5	0,4	3,8	4,9	2,7	3,0	-5,6%	-7,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	584,0%	-66,8%	-74,3%	885,2%	30,3%	-44,3%	9,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	14,2%	5,0%	1,3%	12,8%	12,5%	9,3%	10,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	15,2%	5,0%	1,3%	12,8%	16,6%	9,3%	10,1%		

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	23,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 9m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,3	Rdos. 9m 2024
+ Deuda financiera neta	7,4	Rdos. 9m 2024
- Inmovilizado financiero	2,5	Rdos. 9m 2024
+/- Otros		Rdos. 9m 2024
Enterprise Value (EV)	29,4	

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@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 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
06-Nov-2024	n.a.	13,00	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
19-Sep-2024	n.a.	13,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	12,95	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
07-May-2024	n.a.	11,88	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
01-Mar-2024	n.a.	11,86	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
13-Nov-2023	n.a.	11,36	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
29-Sep-2023	n.a.	12,57	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	13,28	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
08-May-2023	n.a.	12,09	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
24-Mar-2023	n.a.	12,09	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
28-Feb-2023	n.a.	12,07	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
30-Sep-2022	n.a.	13,12	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
19-Abr-2022	n.a.	13,34	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
02-Mar-2022	n.a.	13,34	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
01-Oct-2021	n.a.	7,85	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
01-Mar-2021	n.a.	7,25	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
28-Ene-2021	n.a.	7,25	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
30-Oct-2020	n.a.	6,80	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
29-Sep-2020	n.a.	6,80	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Jul-2020	n.a.	6,80	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2020	n.a.	6,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
23-Dic-2019	n.a.	6,80	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

