

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Food Products

Precio de Cierre: EUR 1,00 (23 mar 2023)

Fecha del informe: 24 mar 2023 (9:00)

Revisión de estimaciones: A la baja

Análisis Independiente de Compañías

Ecolumber, S.A. (ECO) es un Grupo nacional de pequeño tamaño con sede en España (Barcelona), especializado inicialmente en la producción agrícola forestal. La compañía ha dado un giro estratégico, posicionándose en la industria de la alimentación, como Grupo verticalmente integrado, en la producción de frutos secos, su procesamiento y comercialización. Está controlada por su Consejo (62% del capital).

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

## La evolución de ingresos y márgenes nos llevan a revisar nuestros números

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	32,4	34,9
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	50,8	54,7
Número de Acciones (Mn)	32,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,05 / 1,02 / 1,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(2)</sup>	0,7	
Factset / Bloomberg	ECO-ES / ECO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**RDOS 2022: CONTINÚA EL CRECIMIENTO EN INGRESOS (EUR 18,3Mn; +15,1% VS 2021) AUNQUE LOS MARGENES SE ESTRECHAN.** ECO ha cerrado 2022 con unos Ingresos 2022: EUR 18,3Mn (+15,1% vs 2021), aunque la caída en el Mg. Bruto 2022 (-3p.p. vs 2021, consecuencia del efecto divisa; la mayoría de sus proveedores son internacionales) ha impedido traspasar el crecimiento de ingresos al EBITDA rec. 2022 EUR -2,2Mn (vs EUR -2Mn en 2021). La DN 2022 se sitúa en EUR 17,1Mn (vs EUR 14,2Mn en 2021), resultado de las necesidades operativas del negocio.

**Estructura Accionarial (%)<sup>(6)</sup>**

G3T SL	17,8
Onchena	12,8
Brinca 2004 SL	10,6
Acalios	7,3
Free Float	32,9

**EL RESTRASO EN LA COMERCIALIZACIÓN DE AIRNUTS Y LA MALA EVOLUCIÓN DE LAS COSECHAS RETRASAN EL GIRO DE ESTRATEGIA.** La principal apuesta de ECO en los últimos años ha sido el desarrollo de su nuevo producto AirNuts (de mayor valor añadido) que ha tenido una evolución por debajo de lo esperado tras su salida al mercado en 2020. Todo ello, sumado a la mala cosecha durante los dos últimos años de su negocio agrícola, ha dejado a ECO dependiente de su negocio Industrial (de menor margen), lo que ha presionado sus números.

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	32,4	32,4	32,4	32,4
Total Ingresos	18,3	21,7	24,8	27,7
EBITDA Rec.	-2,2	-0,7	0,4	1,3
% Var.	-10,0	68,3	162,7	200,7
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	1,8	4,8
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	14,9	8,8	7,9	6,0
Beneficio neto	-3,0	-1,7	-0,8	0,0
BPA (EUR)	-0,09	-0,05	-0,02	0,00
% Var.	-8,8	44,4	55,1	103,2
BPA ord. (EUR)	-0,10	-0,05	-0,03	0,00
% Var.	-13,6	44,9	53,0	102,9
Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup>	-2,9	-2,4	-1,2	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	17,1	19,5	20,7	21,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	46,7	15,8
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,3
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	2,3

**POR LO QUE AJUSTAMOS NUESTRAS ESTIMACIONES A LA BAJA.** Nuestras estimaciones recogen un crecimiento elevado en ingresos para los próximos años (+14,8% TAC 2022-2025e) condicionado al éxito de la estrategia comercial de AirNuts. Nuestro escenario central apunta a unos ingresos 2023e de EUR 21,7Mn (+18,7% vs 2022) con una mejora del Mg. Bruto significativa hasta 18,9% (+5,9p.p.; explicada por el aumento en el mix de ingresos de productos de mayor margen y la capacidad de traspasar el aumento de precios de ECO a sus clientes). Lo que se traduciría en un EBITDA 2023e de EUR -0,7Mn (vs EUR -2,2Mn en 2022). La generación negativa de caja elevaría la DN 2023e hasta EUR 19,5Mn (60% s/Mkt Cap).

**ECO HOY SE ENCUENTRA ANTE UNA ENCRUCIJADA, FUERTEMENTE CONDICIONADA POR LA FINANCIACIÓN.** El equity story de ECO gira en torno a la velocidad/éxito en la penetración de mercado de AirNuts, que permita mejorar los márgenes y acercar el break-even en EBITDA. El elevado nivel de endeudamiento es claramente la principal restricción del modelo de negocio de ECO. La evolución de la estrategia comercial de ECO y su capacidad para obtener capital van a ser los puntos clave del 2023. EV/Ventas 23e de 2,3x.

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>**

	2022	2023e	2024e	2025e
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	3,2	3,9	4,2	4,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,77	2,34	2,05	1,83
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	38,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) <sup>(4)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	-4,8	0,0	-5,9	4,5
vs Ibex 35	4,7	-6,0	-10,0	-6,4	-28,1	11,7
vs Ibex Small Cap Index	8,1	-7,0	2,2	-8,5	-41,9	-4,0
vs Eurostoxx 50	1,2	-7,6	-10,9	-8,2	-38,2	-16,5
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	-1,6	-4,2	-2,5	-4,8	-28,3	-18,0

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Food &amp; Beverage.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(6) Otros: Otros miembros del Consejo 5,4%, Relocation &amp; Exec. Serv. SL 5,0%, Jovellanos Cartera 5,3%, Transtronic Spain Corp 3,0%

(\*) 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.

**Revisión de estimaciones: A la baja**

## Bajamos estimaciones 2023e. El foco debe ponerse en la evolución de AirNuts y la capacidad de obtener financiación

Tras la adquisición de Utega en 2019, ECO ha demostrado ser capaz de crecer a doble dígito (+10,8% TACC 2019-2022), registrando unos Ingresos 2022 de EUR 18,3Mn (+15,1% vs 2021). El crecimiento visto el último año viene explicado por el aumento del volumen de Tn comercializadas hasta 3.422Tn en 2022 (+7,4% vs 2021) y una recuperación parcial de los precios (+7,7%). Pese a ello, los resultados se encuentran por debajo de nuestras estimaciones (Ingresos 2022: -11,6% vs estimación anterior).

**Tabla 1. Resultados 2022**

EUR Mn	12m22 Real	12m21	12m22 Real vs 12m21
<b>Total Ingresos</b>	<b>18,3</b>	<b>15,9</b>	<b>15,1%</b>
Negocio Industrial	18,0	15,2	18,0%
Negocio Agrícola	0,3	0,7	-50,6%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-6,2%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>13,0%</i>	<i>16,0%</i>	<i>-3,0 p.p.</i>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-10,0%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-12,2%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>0,6 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-6,9%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-12,0%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>0,9 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-22,4%</b>
<b>BAI</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-22,0%</b>
<b>BN</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-19,4%</b>
Volumen Total	3.444	3.208	7,4%
Deuda Neta <sup>1</sup>	17,1	14,2	20%

Nota 1: DN Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

Los márgenes continúan bajo presión, llevando a ECO a registrar un EBITDA 2022 de EUR -2,2Mn (vs EUR -2,1Mn en 2021). Las principales razones que han evitado el traspaso del crecimiento en ingresos al EBITDA durante el 2022 son: i) el retraso en la comercialización de AirNuts (producto de mayor margen, su facturación ha evolucionado por debajo de estimaciones), ii) la mala cosecha 2022, por heladas y climatología adversa (que han impedido obtener el máximo rendimiento de las Ha en producción), iii) la apreciación de dólar durante el año (ECO adquiere la mayor parte de los frutos secos de EE.UU.) y iv) el precio de los frutos secos que continúan en mínimos, pese a la subida vista en 2022.

Por debajo del EBITDA, el peso de la amortización y la caída de las activaciones durante el 2022 (por la variación en el valor razonable de los activos biológicos y el menor número de hectáreas pendientes de alcanzar su producción objetivo; -32,9% vs 2021) llevan al EBIT 2022 a EUR -2,6Mn (-22,4% vs 2021).

La Deuda Neta se eleva hasta EUR 17,1Mn en 2022 (vs EUR 14,2Mn a cierre 2021). El incremento se explica por: i) el CAPEX, ii) los gastos financieros derivados del elevado nivel de Deuda (DN 2022/Mkt cap 52,6%) y iii) la generación negativa de caja (FCF Rec. 2022 EUR -2,9Mn).

### Los resultados 2022 nos llevan a revisar nuestras estimaciones a la baja. Aunque mantenemos un crecimiento en ingresos elevado (+14,8% TACC 2022-2025e)

El crecimiento en ingresos ha sido más lento de lo esperado, principalmente, por la menor penetración de AirNuts en el mercado y la evolución del precio de los frutos secos. A cierre de 2022, el 60% de los ingresos están concentrados en un solo cliente (Eroski; -10p.p. vs 2021). De igual forma, ECO no ha sido capaz de mejorar sus márgenes (Mg. Bruto 2022, 13%; -3p.p. vs 2021). El escenario actual de crecimiento en ingresos, más lento de lo esperado, sumado a unos márgenes inferiores a los esperados, nos lleva a bajar nuestras estimaciones 2023e-2025e:

- **Esperamos que ECO mantenga un elevado crecimiento en ingresos (+14,8% TACC 2022-2025e), aunque hiperdependiente del éxito en la venta de AirNuts...** Nuestras hipótesis de crecimiento en ingresos se basan en 3 factores: i) evolución del Negocio Industrial (sin AirNuts), ii) de las ventas de AirNuts y iii) del Negocio Agrícola. ECO tiene una finca (28 Ha) de nogales "juglans nigra" (que se encuentran en fase de crecimiento) destinados al negocio maderero cuya tala comenzaría a partir de 2038 (por lo que no entra en nuestras estimaciones de ingreso 2023e-2025e).

Estimamos que la línea de negocio industrial mantenga un comportamiento similar al visto hasta ahora en volumen (+5,3% TACC 2022-2025e), acompañado de un incremento en el precio de venta de frutos secos (+5% en 2023e; por traspaso del aumento de costes a precios).

Los AirNuts (compuesto por una mezcla de harina de arroz y distintas variedades de frutos secos: almendra, pistacho y cacahuetes) son el elemento clave de nuestro modelo. ECO ha llevado a cabo inversiones en I+D para el desarrollo de este producto innovador que tiene un precio más elevado (y un mayor valor añadido) y va a ser el principal driver de crecimiento para los próximos años. Tras dos años en los que AirNuts no han obtenido los resultados esperados por la baja penetración de mercado, nuestras estimaciones recogen que en 2023e los ingresos por esta línea alcancen los EUR 1,6Mn (vs EUR 0,3Mn en 2022), por el esfuerzo comercial y la obtención de contratos formalizados con clientes tanto nacionales como internacionales tras la presentación del producto en Alimentaria (feria de alimentación celebrada en Barcelona en marzo 2022).

Por último, esperamos que las hectáreas plantadas alcancen su máxima capacidad productiva en 2025e (420 Tn). Estimamos unos ingresos 2023e de EUR 0,5Mn por la producción de 195Tn (130Tn en 2022), condicionados a la evolución de la cosecha.

Todo lo anterior, nos lleva a unos ingresos 2023e de EUR 21,7Mn (+18,7% vs 2022): una estimación hiperdependiente del grado de éxito comercial de su nuevo producto (AirNuts). Si se cumplieren nuestras estimaciones, en 2025e, con una evolución positiva de los ingresos (con unas ventas de AirNuts de EUR 3,7Mn en 2025e; 13% s/Ingresos 2025e vs 1,5% en 2022) y una plena recogida de la cosecha producida llevaría a ECO a unos ingresos de EUR 27,7Mn (vs EUR 18,3Mn en 2022).

- **... lo que conllevará una mejora en márgenes, aunque el EBITDA se mantendrá por debajo de break-even en 2023e (EBITDA 2023e EUR -0,7Mn):** Nuestro modelo recoge una mejora en el margen bruto por tres razones: i) capacidad de traspasar el aumento de costes a sus precios durante 2023e (especialmente en la línea industrial), ii) normalización del efecto divisa y iii) el mayor peso de las ventas de AirNuts en el mix de ingresos hasta un 7% s/Ingresos 2023e (vs 1,5% en 2022). Todo ello, sumado a la capacidad de control de costes de ECO y al componente fijo del gasto de personal, harán posible mejorar el EBITDA 2023e (EUR -0,7Mn), aunque todavía por debajo de break-even.
- **Habrà que esperar hasta el 2025e para ver un BN positivo:** Por debajo del EBITDA estimamos un gasto de amortización de c. EUR 1Mn, y un gasto financiero elevado, consecuencia del alza de tipos. Y una capitalización de gastos cada vez menor (por el menor número de Ha pendientes de entrar en producción). Lo que, mantendrá el BN por debajo de break-even, al menos, hasta después de 2025e.
- **El nivel de endeudamiento y el acceso a capital son, hoy, la principal restricción de nuestro modelo. (DN 2023e EUR 19,5Mn; 60% s/Mkt Cap).** Consideramos que el nivel de deuda de ECO es elevado DN 2022 EUR 17,1Mn (EUR 5Mn son préstamos con socios). No esperamos un FCF rec. positivo hasta después de 2025e, por lo que el consumo de caja necesario para financiar su actividad elevará la DN hasta 21Mn en 2025e (65% s/Mkt Cap), tras no haber captado el capital necesario para comprar nuevas fincas en los dos últimos años (objetivo estratégico). En nuestra opinión, las opciones que anticipamos para aliviar la “estresada” situación financiera son: i) captación de capital que de entrada a nuevos inversores (en 2021 se capitalizaron créditos con los accionistas actuales por EUR 2,8Mn) o ii) la venta de activos (ECO tiene activos mantenidos para la venta por EUR 0,6Mn).

#### **2023e va a ser “el año clave” para demostrar su capacidad de obtener financiación y el resultado (decisivo) de su apuesta comercial por AirNuts**

En conclusión, los resultados 2022 nos sitúan ante una encrucijada. El impacto del tipo de cambio resta -3p.p. en el margen bruto (13% en 2022 vs 16% en 2021), impidiendo trasladar el buen comportamiento de ingresos en 2022 (+15,1% vs 2021) a EBITDA. En este contexto (de bajos márgenes), el “despegue” de su nuevo producto (AirNuts), de mayor valor añadido y potencialmente atractivo para el consumidor, podría cambiar esta situación. Todo “pivota” sobre el crecimiento de AirNuts.

Por otra parte, el nivel de endeudamiento es, a fecha de este informe, la principal restricción de nuestro modelo. Tanto por el nivel alcanzado como, sobre todo, por su evolución previsible (ECO seguirá consumiendo FCF los próximos 3 años). Lo que convierte la búsqueda de financiación en la clave de bóveda.

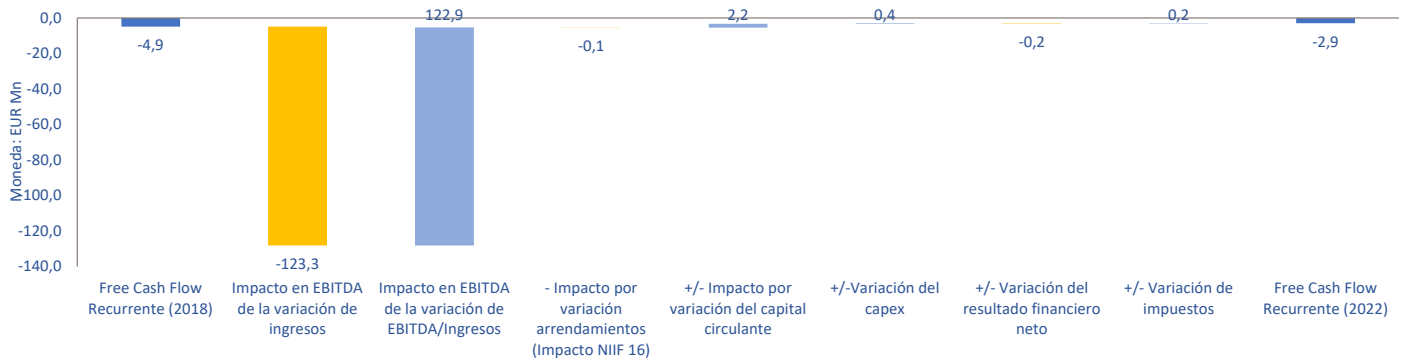
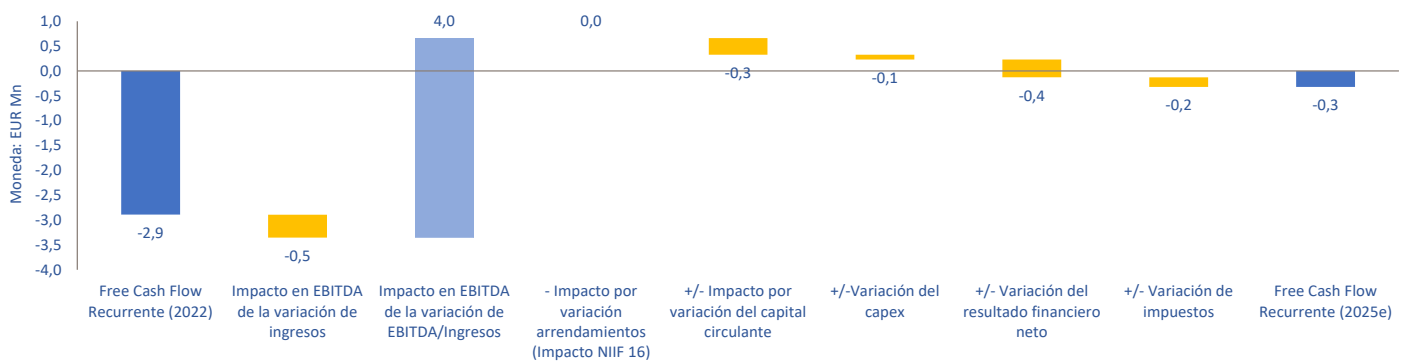
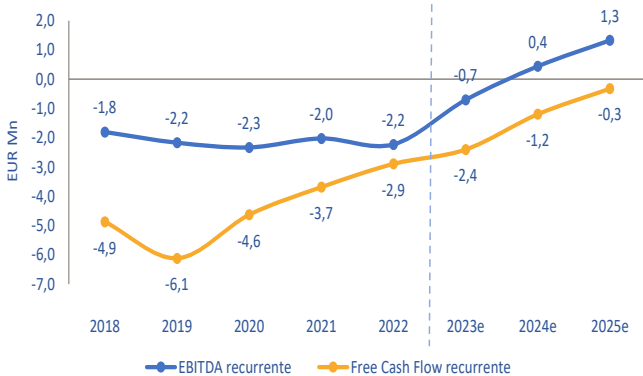
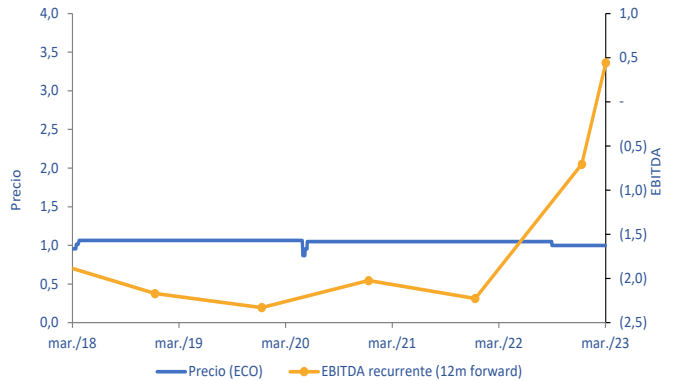
2023 será el año para testar el éxito de la estrategia comercial de ECO y su capacidad de aliviar su “estresada” situación financiera. El equity story de ECO gira exclusivamente en torno a la velocidad/éxito en la penetración de mercado de AirNuts, su capacidad de mejorar los márgenes y acercar el break-even en EBITDA.

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	3,7	4,1	4,1	3,9	3,5	4,1	4,5	4,9		
Inmovilizado material	16,9	19,1	16,3	16,3	16,3	15,9	15,5	15,1		
Otros activos no corrientes	0,0	0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	1,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9		
Activo circulante	5,0	5,9	5,0	6,7	7,4	8,3	9,0	9,5		
<b>Total activo</b>	<b>29,7</b>	<b>33,3</b>	<b>31,4</b>	<b>32,0</b>	<b>32,3</b>	<b>33,3</b>	<b>34,1</b>	<b>34,7</b>		
Patrimonio neto	19,9	17,6	12,6	13,0	10,1	8,4	7,7	7,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0		
Otros pasivos no corrientes	-	1,2	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2		
Deuda financiera neta	5,9	10,2	14,3	14,2	17,1	19,5	20,7	21,0		
Pasivo circulante	2,8	3,1	1,9	2,3	3,0	3,3	3,6	3,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>29,7</b>	<b>33,3</b>	<b>31,4</b>	<b>32,0</b>	<b>32,3</b>	<b>33,3</b>	<b>34,1</b>	<b>34,7</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>0,2</b>	<b>13,4</b>	<b>15,3</b>	<b>15,9</b>	<b>18,3</b>	<b>21,7</b>	<b>24,8</b>	<b>27,7</b>	<i>n.a.</i>	<b>14,8%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>27,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,8%</i>	<i>4,0%</i>	<i>15,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>11,6%</i>		
Coste de ventas	(0,5)	(11,3)	(13,1)	(13,4)	(15,9)	(17,6)	(19,4)	(21,3)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>74,8%</b>	<b>39,2%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,6%</i>	<i>16,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,2%</i>		
Gastos de personal	(0,5)	(1,5)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)	(2,2)		
Otros costes de explotación	(1,0)	(2,9)	(2,6)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-5,4%</b>	<b>37,5%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>9,5%</i>	<i>-20,3%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>13,1%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>68,3%</i>	<i>162,7%</i>	<i>200,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,8%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,3)	(0,3)	(0,0)	0,0	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-5,0%</b>	<b>37,6%</b>
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
Gastos capitalizados	1,7	1,0	0,2	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
<b>EBIT</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,7</b>	<b>-68,0%</b>	<b>31,6%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>75,0%</i>	<i>-564,3%</i>	<i>-43,1%</i>	<i>31,6%</i>	<i>-22,4%</i>	<i>55,2%</i>	<i>86,0%</i>	<i>543,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(0,7)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>0,0</b>	<b>-61,7%</b>	<b>26,2%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>67,4%</i>	<i>-415,7%</i>	<i>-58,7%</i>	<i>31,5%</i>	<i>-22,0%</i>	<i>44,4%</i>	<i>53,0%</i>	<i>103,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	(1,5)	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>0,0</b>	<b>-61,7%</b>	<b>26,2%</b>
Impuestos	-	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	(0,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(5,0)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>0,0</b>	<b>-59,3%</b>	<b>26,2%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>67,4%</i>	<i>-377,5%</i>	<i>-122,6%</i>	<i>49,3%</i>	<i>-19,4%</i>	<i>44,4%</i>	<i>55,1%</i>	<i>103,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>0,0</b>	<b>-62,6%</b>	<b>26,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>67,7%</i>	<i>-349,1%</i>	<i>-72,5%</i>	<i>27,6%</i>	<i>-24,7%</i>	<i>44,9%</i>	<i>53,0%</i>	<i>102,9%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(0,7)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-5,4%</b>	<b>37,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,4)	(0,3)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>12,5%</b>	<b>33,7%</b>
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,7)	(0,7)		
Impuestos						0,1	0,1	(0,0)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,4)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>12,2%</b>	<b>51,9%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(2,4)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>30,6%</b>	<b>48,0%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	(2,2)	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(0,7)	0,4	1,3	-0,9%	37,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-20,3%	-7,4%	13,1%	-10,0%	68,3%	162,7%	200,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	4,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	(0,3)	(1,4)	0,0	(0,6)	(0,4)	(0,3)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,9</b>	<b>7,3%</b>	<b>33,7%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	26,4%	6,1%	-29,7%	34,6%	40,3%	94,2%	n.a.		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%		
- CAPEX	(3,2)	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,7)		
- Impuestos	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	(0,0)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>22,1%</b>	<b>51,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-25,6%	24,3%	20,4%	21,5%	17,0%	50,2%	73,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,5)	1,0	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>27,9%</b>	<b>48,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	38,1%	15,7%	48,7%	13,4%	-4,7%	50,2%	73,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,2)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(122,6)	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,1)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	122,3	0,1	0,4	0,1	1,9	1,2	0,8		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,3</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,0)	0,0	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,5	0,4	(1,1)	1,4	(0,6)	0,2	0,1		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>		
+/- Variación del CAPEX	(2,4)	1,3	2,0	(0,5)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	0,2	0,1	(0,2)	0,1	(0,1)	(0,0)	(0,1)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(1,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,3)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,7</b>	<b>-6,2%</b>	<b>31,6%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(0,1)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,9%</b>	<b>37,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	(0,3)	(1,4)	0,0	(0,6)	(0,4)	(0,3)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,9</b>	<b>7,3%</b>	<b>33,7%</b>
- CAPEX	(3,2)	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(0,1)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>0,3</b>	<b>23,3%</b>	<b>28,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-28,2%	23,8%	25,3%	20,8%	31,0%	67,9%	150,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,5)	1,0	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>0,3</b>	<b>29,4%</b>	<b>28,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	37,6%	15,1%	53,0%	11,6%	11,7%	67,9%	150,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

**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	32,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	17,1	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2022
+/- Otros <sup>(1)</sup>	0,6	Rdos. 12m 2022
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>50,8</b>	

(1) Activos no estratégicos a la venta (terrenos en España valorados en EUR 0,6Mn).



## Anexo 4. Principales comparables 2023e

		Industria Europea				Otros		
EUR Mn		Select Harvest Limited	Vilmorin & Cie	SIPEF	TIPIAK SA	Average	Archer-Daniels-Midland Company	ECO
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SHV-AU	RIN-FR	SIP-BE	TIPI-FR		ADM-US	ECO-ES
	País	Australia	France	Belgium	France		USA	Spain
	Market cap	292,8	976,3	630,5	53,5		37.807,1	32,4
	Enterprise value (EV)	525,2	2.307,2	659,7	115,8		46.606,9	50,8
Información financiera básica	Total Ingresos	97,6	1.743,5	396,7	246,9		94.157,2	21,7
	Cto.Total Ingresos	-20,5%	9,9%	-21,0%	3,1%	-7,1%	0,9%	18,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	27,7%	3,7%	-0,4%	3,3%	8,6%	0,5%	12,9%
	EBITDA	(8,0)	421,5	138,0	19,3		5.415,6	(0,7)
	Cto. EBITDA	-166,9%	19,2%	-35,2%	n.a.	-60,9%	25,3%	67,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	5,7%	-2,9%	6,4%	3,1%	-2,6%	97,1%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	24,2%	34,8%	7,8%	22,3%	5,8%	n.a.
	EBIT	(28,2)	145,7	88,9	7,5		4.034,5	(1,2)
	Cto. EBIT	-750,9%	47,9%	-46,9%	3,8%	-186,5%	19,5%	55,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	85,1%	9,6%	-4,6%	26,8%	29,2%	-1,2%	61,9%
	EBIT/Ingresos	n.a.	8,4%	22,4%	3,0%	11,3%	4,3%	n.a.
	Beneficio Neto	(24,0)	100,7	58,2	4,2		3.460,5	(1,5)
	Cto. Beneficio Neto	-729,9%	9,2%	-43,4%	1,6%	-190,6%	-13,2%	46,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	73,3%	13,0%	-5,2%	16,0%	24,3%	-4,3%	44,1%
	CAPEX/Ventas	18,2%	14,8%	19,0%	5,3%	14,3%	1,2%	2,4%
	Free Cash Flow	(12,8)	41,1	32,7	1,1		2.536,8	(2,4)
Deuda financiera Neta	130,7	951,4	7,2	65,4		5.137,7	19,5	
DN/EBITDA (x)	n.a.	2,3	0,1	3,4	1,9	0,9	n.a.	
Pay-out	-1,2%	41,9%	33,5%	n.a.	24,7%	26,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	9,6	10,8	12,5	11,0	10,9	n.a.
	P/BV (x)	1,1	0,6	0,8	0,8	0,8	1,7	3,9
	EV/Ingresos (x)	5,4	1,3	1,7	0,5	2,2	0,5	2,3
	EV/EBITDA (x)	n.a.	5,5	4,8	6,0	5,4	8,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	15,8	7,4	15,5	12,9	11,6	n.a.
	ROE	n.a.	6,7	7,4	6,7	6,9	15,2	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	4,2	5,2	2,1	3,8	6,7	n.a.
	DPA	0,00	1,84	1,87	2,00	1,43	1,60	0,00
	Dvd Yield	0,1%	4,3%	3,1%	3,4%	2,7%	2,3%	0,0%

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).

## Anexo 5. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,9)	(0,6)	0,3	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>32,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>17,1</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>	
Risk free rate (rf)	3,3%	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)	0,8	B (estimación propia)			0,7	0,9	
<b>Coste del Equity</b>	<b>8,1%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>7,1%</b>	<b>9,1%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,5%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>6,5%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>5,8%</b>	<b>7,3%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Select Harvest Limited	SHV-AU	292,8	n.a.	73,3%	n.a.	n.a.	5,4	27,7%	n.a.	n.a.	79,4%
Vilmorin & Cie	RIN-FR	976,3	9,6	13,1%	5,5	5,7%	1,3	3,7%	24,2%	4,2%	67,3%
SIPEF	SIP-BE	630,5	10,8	-5,6%	4,8	-2,9%	1,7	-0,4%	34,8%	5,2%	-17,9%
TIPIAK SA	TIPI-FR	53,5	12,5	17,0%	6,0	6,4%	0,5	3,3%	7,8%	2,1%	n.a.
<b>Industria Europea</b>			<b>11,0</b>	<b>24,5%</b>	<b>5,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,2</b>	<b>8,6%</b>	<b>22,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>42,9%</b>
Archer-Daniels-Midland (ADM-US)	ADM-US	37.807,1	10,9	0,9%	8,6	-2,6%	0,5	0,5%	5,8%	6,7%	n.a.
ECO	ECO-ES	32,4	n.a.	44,1%	n.a.	97,1%	2,3	12,9%	n.a.	n.a.	63,4%

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	2,0%	0,5	103,3x
Central	1,8%	0,4	114,9x
Min	1,6%	0,4	129,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	1,9%	2,1%	2,3%
0,5	(1,1)	(1,1)	(1,2)
0,4	(1,1)	(1,2)	(1,2)
0,4	(1,2)	(1,2)	(1,3)



## LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

### David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

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

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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
24-Mar-2023	n.a.	1,00	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Luis Esteban Arribas
02-Mar-2023	n.a.	1,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
03-Oct-2022	n.a.	1,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Alfredo Echevarría Otegui
02-Mar-2022	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Oct-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Jul-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
17-May-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	Ana Isabel González García, CIIA
04-Mar-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Dic-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
03-Nov-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
10-Jun-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

