

Resultados 12m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

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

+34 915 904 226

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).

Market Data

| | | |
|----------------------------------|--------------------|------|
| Market Cap (Mn EUR y USD) | 32,4 | 34,9 |
| EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾ | 50,9 | 54,8 |
| Número de Acciones (Mn) | 32,4 | |
| -12m (Max/Med/Mín EUR) | 1,00 / 1,00 / 1,00 | |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR) | n.a. | |
| Rotación ⁽³⁾ | n.a. | |
| Factset / Bloomberg | ECO-ES / ECO SM | |
| Cierre año fiscal | 31-dic | |

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

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

Datos Financieros

| Básicos (EUR Mn) | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn) | 32,4 | 32,4 | 32,4 | 32,4 |
| Total Ingresos | 23,0 | 23,5 | 26,0 | 29,2 |
| EBITDA Rec. | -1,1 | -0,5 | 0,1 | 0,8 |
| % Var. | 49,6 | 57,6 | 118,0 | 828,5 |
| % EBITDA Rec./Ing. | n.a. | n.a. | 0,3 | 2,7 |
| % Var EBITDA sector ⁽⁴⁾ | 7,8 | 9,4 | 8,1 | 6,5 |
| Beneficio neto | -15,7 | -1,5 | -0,9 | -0,2 |
| BPA (EUR) | -0,48 | -0,05 | -0,03 | -0,01 |
| % Var. | -184,0 | 90,4 | 40,2 | 78,9 |
| BPA ord. (EUR) | -0,08 | -0,05 | -0,03 | -0,01 |
| % Var. | 29,4 | 33,0 | 40,2 | 78,9 |
| Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾ | -0,3 | -1,3 | -0,9 | -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 | 17,4 | 18,7 | 19,6 | 19,9 |
| DN / EBITDA Rec.(x) | n.a. | n.a. | n.a. | 24,9 |
| ROE (%) | n.a. | 23,2 | 11,7 | 2,3 |
| ROCE (%) ⁽⁵⁾ | n.a. | n.a. | n.a. | 2,5 |

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

| | | | | |
|------------------------------|------|------|------|------|
| PER | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| PER Ordinario | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| P/BV | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Dividend Yield (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EV/Ventas | 2,21 | 2,17 | 1,96 | 1,75 |
| EV/EBITDA Rec. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| EV/EBIT | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| FCF Yield (%) ⁽⁵⁾ | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

(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 Food & Beverage.

(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.

(7) Otros: Otros miembros del Consejo 5,4%, Relocation & 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.

Resultados 2023 marcados por la reestructuración pero que mejoran (mucho) a nivel operativo

CRECIMIENTO A DOBLE DÍGITO EN INGRESOS. ECO cierra 2023 con unos ingresos de EUR 23Mn (+25,8% vs 2022; en línea). Un crecimiento explicado por el aumento del volumen comercializado (+20%) gracias a un mayor número de licitaciones con su principal cliente (Eroski c.75% s/Ingresos 2023) y a una recuperación parcial del precio de los frutos secos (+5,8%). Los AirNuts siguen por debajo de lo esperado.

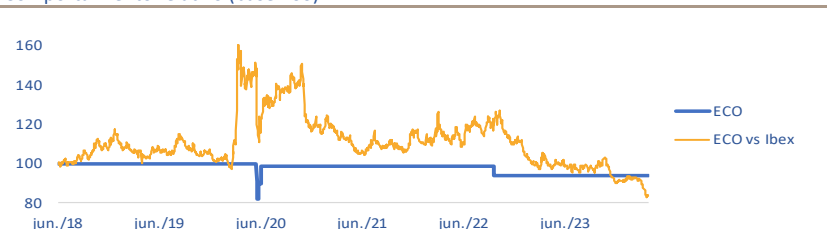
MUY BUEN COMPORTAMIENTO DE MÁRGENES. El buen comportamiento en el precio de las materias primas, el tipo de cambio y un mayor volumen impulsaron el Mg. Bruto hasta el 18,1% (totalmente en línea y máximo histórico; vs 13,0% en 2022). Reduciendo las pérdidas en EBITDA rec. a la mitad (EUR -1,1Mn vs EUR -2,2Mn 2022).

AUNQUE LA REESTRUCTURACIÓN MARCA EL RESULTADO CONTABLE. Por debajo de EBITDA, las principales partidas se explican por el precurso (en dos filiales) y concurso voluntario (Cododal Agrícola): i) deterioro del valor de los activos biológicos (EUR -3,4Mn), ii) deterioro del fondo de comercio (EUR -3,9Mn) del grupo Utega y iii) pérdida por la liquidación de Cododal Agrícola (EUR -5,2Mn). Lo que hunde el BN 2023 hasta EUR -15,7Mn y deja un Patrimonio Neto negativo de EUR -5,8Mn. ECO no está en causa de disolución, pero depende del plan de reestructuración corporativa.

NIVEL DE ENDEUDAMIENTO ESTABLE. Pese a la liquidación del negocio agrícola, la incapacidad de generar FCF positivo deja el nivel de DN 2023 en EUR 17,4Mn (en línea con 2022; EUR 5,5Mn son préstamos con socios).

EL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN, AÚN PENDIENTE DE APROBACIÓN... Los planes de reestructuración para sus filiales Uriarte, Frutos Secos y Ecolumber están homologados por el Juzgado, pendientes de aprobación definitiva (período de impugnaciones). De tener éxito se llevaría a cabo una quita de c. 60% de los pasivos totales (EUR 14Mn de pasivo, de los cuales EUR 7Mn son deudas con socios externos de Ecolumber individual), y se garantizaría la continuidad del negocio.

... CONDICIONA EL GIRO ESTRATÉGICO Y RETRASA EL BREAK-EVEN EN EBITDA A 2025E. El 2023 debe ser visto como un año de transición. El principal catalizador del crecimiento son los AirNuts, que (aún) no cumplen expectativas. Y requieren de inversión (pendiente de la finalización de la reestructuración). Por lo que, hoy, nuestro escenario central apunta a unos Ingresos 2024e de EUR 23,5Mn y un EBITDA rec. EUR -0,5Mn. El momentum del negocio (y por tanto de la acción) todavía es débil.

Comportamiento relativo (base 100)


| Comportamiento en bolsa (%) | -1m | -3m | -12m | YTD | -3Y | -5Y |
|-------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Absoluto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -4,8 | -5,9 |
| vs Ibex 35 | -8,3 | -7,2 | -15,9 | -8,0 | -25,6 | -19,7 |
| vs Ibex Small Cap Index | -2,6 | 0,6 | 0,1 | -1,1 | 5,4 | -21,9 |
| vs Eurostoxx 50 | -2,9 | -10,5 | -14,4 | -10,3 | -25,5 | -36,6 |
| vs Índice del sector ⁽⁴⁾ | -0,3 | 1,3 | 12,0 | 1,7 | -2,5 | -4,1 |

Resultados 12m 2023
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 2023

| EUR Mn | 12m23 | | 12m23 Real | | 2023 vs 2023e |
|-------------------------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|------------------|
| | Real | 12m22 | vs 12m22 | 2023e | |
| Total Ingresos | 23,0 | 18,3 | 25,8% | 22,6 | 1,8% |
| Margen Bruto | 4,2 | 2,4 | 76,0% | 4,1 | 2,1% |
| <i>Margen Bruto/Ingresos</i> | <i>18,1%</i> | <i>13,0%</i> | <i>5,2 p.p.</i> | <i>18,1%</i> | <i>0,1 p.p.</i> |
| EBITDA (Recurrente) | -1,1 | -2,2 | 49,6% | -0,8 | -47,4% |
| <i>EBITDA Rec. / Ingresos</i> | <i>-4,9%</i> | <i>-12,2%</i> | <i>7,3 p.p.</i> | <i>-3,4%</i> | <i>-1,5 p.p.</i> |
| EBITDA | -1,1 | -2,2 | 50,1% | -0,8 | -44,1% |
| <i>EBITDA / Ingresos</i> | <i>-4,8%</i> | <i>-12,1%</i> | <i>7,3 p.p.</i> | <i>-3,4%</i> | <i>-1,4 p.p.</i> |
| EBIT | -1,7 | -2,6 | 33,6% | -4,7 | 62,9% |
| BAI | -15,0 | -5,2 | -187,1% | -13,5 | -10,6% |
| BN | -15,7 | -5,0 | -211,8% | -13,4 | -16,9% |
| BN ordinario | -5,8 | -3,2 | -79,6% | -5,2 | -10,5% |
| Deuda Neta ¹ | 17,4 | 17,0 | 2% | 17,9 | -3% |

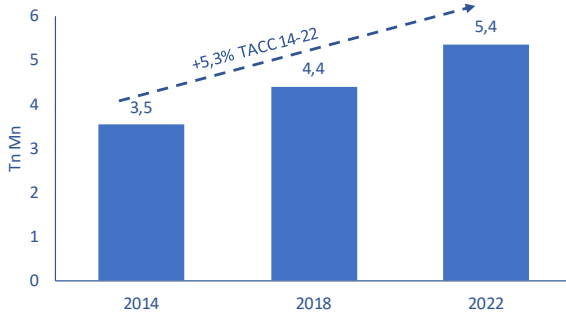
Nota 1: Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 0,2Mn en 2023 y EUR 1,2Mn en 2022).

Tabla 2. Revisión de estimaciones

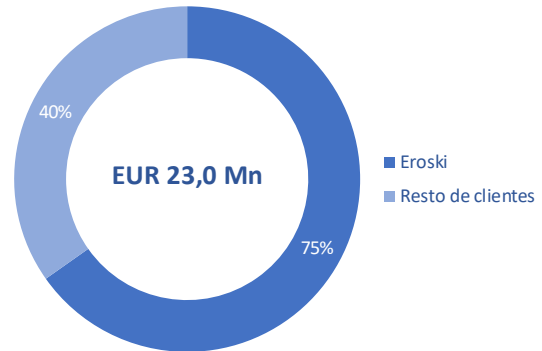
| EUR Mn | 2024e (Nuevo) | 2024e | 2025e (Nuevo) | 2025e | 2026e (Nuevo) |
|------------------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| Total Ingresos | 23,5 | 24,8 | 26,0 | 27,7 | 29,2 |
| EBITDA (Recurrente) | -0,5 | 0,4 | 0,1 | 1,3 | 0,8 |
| <i>EBITDA Rec. / Ventas</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,8%</i> | <i>0,3%</i> | <i>4,8%</i> | <i>2,7%</i> |
| EBIT | -1,1 | -0,2 | -0,4 | 0,7 | 0,0 |
| Beneficio Neto | -1,5 | -0,8 | -0,9 | 0,0 | -0,2 |
| Free Cash Flow (Rec.) | -1,3 | -1,2 | -0,9 | -0,3 | -0,3 |
| <i>DN / EBITDA</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>15 x</i> | <i>24,9 x</i> |

La compañía en 8 gráficos

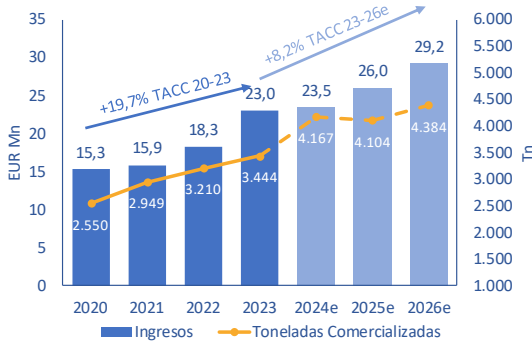
El aumento en el consumo de frutos secos (-8y) es uno de los principales drivers de crecimiento de ECO (+5,3% TACC 14-22)



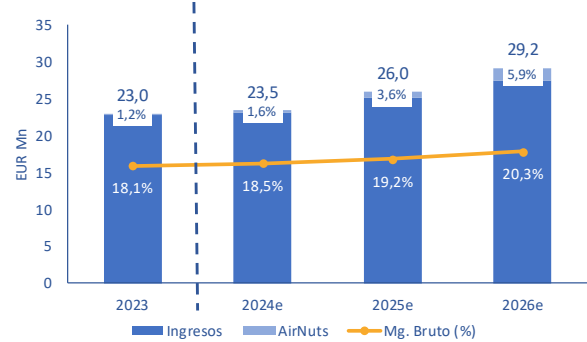
Eroski, principal cliente de ECO, tiene un peso en el mix del 75% en 2023 (vs 60% en 2022)



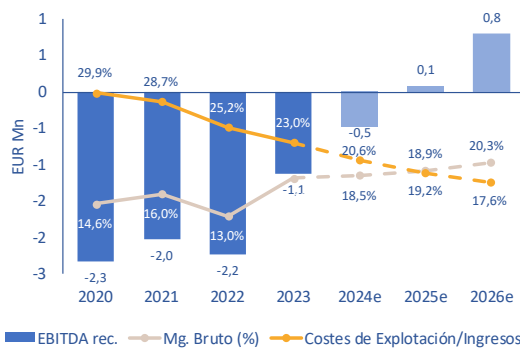
Pese al entorno, ECO ha sido capaz de crecer a doble dígito (+19,7% TACC, en el período 2020-2023)



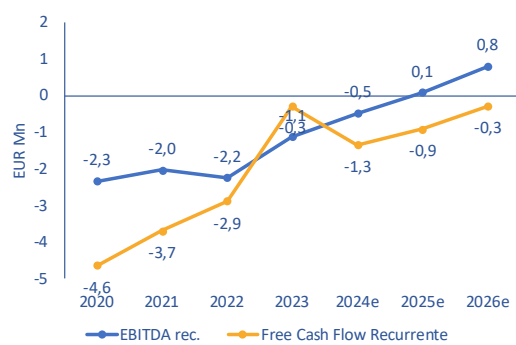
El mayor peso de AirNuts en el mix (5,9% en 26e vs 1,2% en 23), incrementará el Mg. Bruto hasta 20,3% en 26e (+2,2 p.p. vs 23)



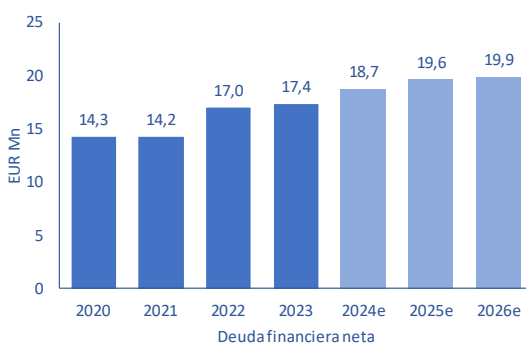
Lo que, sumado al control de costes de estructura, permitirá ver EBITDA positivo en 2025e



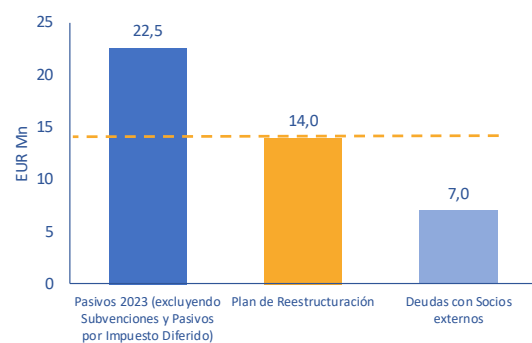
El FCF continuará marcado (24e-26e) por el CAPEX y unos elevados gastos financieros



Incrementando la DN hasta EUR 19,9Mn en 2025e (y con FF.PP. negativos) aunque dependiente del plan de reestructuración...



.... cuyo éxito supondría una quita de c.60% de los pasivos 2023 (c. EUR 14,0Mn; c.EUR 7Mn son deudas con socios externos de ECO)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

| | 2024e | 2025e | 2026e | Perpetuo ⁽¹⁾ | | | |
|------------------------------------|-------------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm" | (0,9) | (0,5) | 0,2 | n.a. | | | |
| Market Cap | 32,4 | A la fecha de este informe | | | | | |
| Deuda financiera neta | 17,4 | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023) | | | | | |
| | | | | | Inputs favorables | Inputs desfavorables | |
| Coste de la deuda | 6,5% | Coste de la deuda neta | | | 6,3% | 6,8% | |
| Tasa fiscal (T) | 20,0% | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) | | | = | = | |
| Coste de la deuda neta | 5,2% | Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T) | | | 5,0% | 5,4% | |
| 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 | |
| Coste del Equity | 8,1% | Ke = Rf + (R * B) | | | 7,1% | 9,1% | |
| Equity / (Equity + Deuda Neta) | 65,1% | E (tomando como valor del equity su Market Cap) | | | = | = | |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 34,9% | D | | | = | = | |
| WACC | 7,1% | WACC = Kd * D + Ke * E | | | 6,4% | 7,8% | |
| G "Razonable" | 2,0% | | | | 2,0% | 1,5% | |

(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 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 |
|--------------------------|-------------------|----------|-------------|----------------|------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------------|----------------|
| Select Harvest Limited | SHV-AU | 324,5 | 89,4 | n.a. | 17,0 | 29,4% | 3,7 | 8,0% | 22,1% | 3,2% | 42,2% |
| SIPEF | SIP-BE | 594,6 | 10,7 | 8,8% | 4,7 | 5,8% | 1,7 | 8,7% | 35,4% | 2,4% | n.a. |
| TIPIAK SA | TIPI-FR | 79,0 | 39,1 | 72,8% | 7,5 | 12,0% | 0,6 | 5,6% | 7,6% | n.a. | n.a. |
| Industria Europea | | | 46,4 | 40,8% | 9,7 | 15,7% | 2,0 | 7,4% | 21,7% | 2,8% | 42,2% |
| Archer-Daniels-Midland | CADM-US | 29.693,1 | 11,1 | 2,3% | 7,2 | -1,0% | 0,4 | 0,8% | 5,5% | 9,1% | -7,6% |
| ECO | ECO-ES | 32,4 | n.a. | 64,5% | n.a. | 91,6% | 2,2 | 11,5% | n.a. | n.a. | 53,9% |

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 | 0,3% | 0,1 | 591,4x |
| Central | 0,3% | 0,1 | 591,4x |
| Min | 0,3% | 0,1 | 591,4x |

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

| FCF Rec. EUR Mn | CAPEX/Ventas 25e | | |
|-----------------|------------------|-------|-------|
| EBITDA 25e | 0,9% | 1,0% | 1,1% |
| 0,1 | (0,9) | (0,9) | (0,9) |
| 0,1 | (0,9) | (0,9) | (0,9) |
| 0,1 | (0,9) | (0,9) | (0,9) |

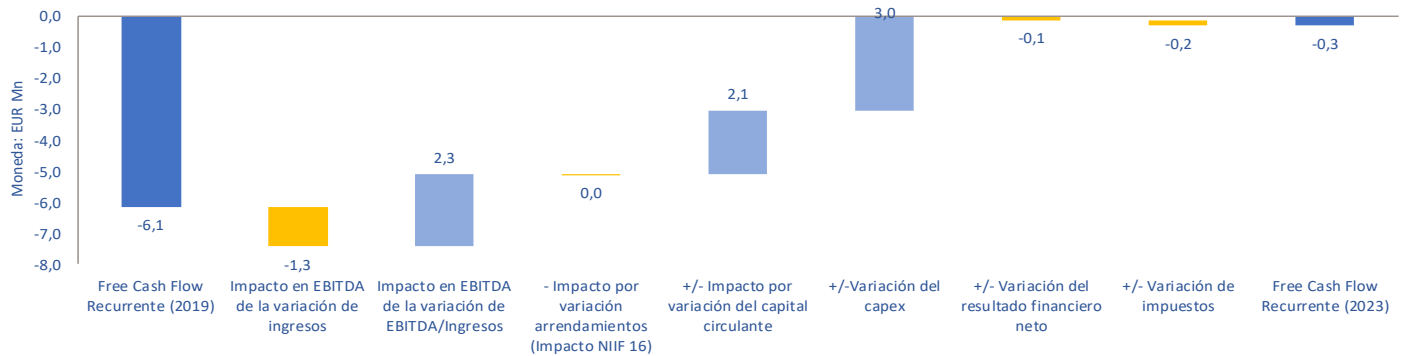
Anexo 1. Proyecciones financieras

| Balance (EUR Mn) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | | |
|--|----------------|----------------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Inmovilizado inmaterial | 4,1 | 4,1 | 3,9 | 3,7 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | | |
| Inmovilizado material | 19,1 | 16,3 | 16,3 | 14,3 | 6,4 | 6,2 | 6,0 | 5,9 | | |
| Otros activos no corrientes | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | | |
| Inmovilizado financiero | 0,1 | 1,8 | 0,6 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | | |
| Fondo de comercio y otros intangibles | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 3,9 | - | - | - | - | | |
| Activo circulante | 5,9 | 5,0 | 6,7 | 7,4 | 6,8 | 6,9 | 7,5 | 8,2 | | |
| Total activo | 33,3 | 31,4 | 32,0 | 30,3 | 16,6 | 16,5 | 16,9 | 17,5 | | |
| Patrimonio neto | 17,6 | 12,6 | 13,0 | 8,1 | (5,8) | (7,3) | (8,2) | (8,4) | | |
| Minoritarios | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Provisiones y otros pasivos a LP | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | | |
| Otros pasivos no corrientes | 1,2 | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | | |
| Deuda financiera neta | 10,2 | 14,3 | 14,2 | 17,0 | 17,4 | 18,7 | 19,6 | 19,9 | | |
| Pasivo circulante | 3,1 | 1,9 | 2,3 | 3,0 | 3,8 | 3,9 | 4,3 | 4,8 | | |
| Total pasivo | 33,3 | 31,4 | 32,0 | 30,3 | 16,6 | 16,5 | 16,9 | 17,5 | | |
| | | | | | | | | | | TACC |
| Cuenta de Resultados (EUR Mn) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 19-23 | 23-26e |
| Total Ingresos | 13,4 | 15,3 | 15,9 | 18,3 | 23,0 | 23,5 | 26,0 | 29,2 | 14,4% | 8,2% |
| <i>Cto.Total Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>13,8%</i> | <i>4,0%</i> | <i>15,1%</i> | <i>25,8%</i> | <i>1,9%</i> | <i>10,7%</i> | <i>12,3%</i> | | |
| Coste de ventas | (11,3) | (13,1) | (13,4) | (15,9) | (18,9) | (19,1) | (21,0) | (23,2) | | |
| Margen Bruto | 2,2 | 2,2 | 2,5 | 2,4 | 4,2 | 4,3 | 5,0 | 5,9 | 17,6% | 12,4% |
| <i>Margen Bruto / Ingresos</i> | <i>16,2%</i> | <i>14,6%</i> | <i>16,0%</i> | <i>13,0%</i> | <i>18,1%</i> | <i>18,5%</i> | <i>19,2%</i> | <i>20,3%</i> | | |
| Gastos de personal | (1,5) | (2,0) | (2,0) | (2,0) | (2,0) | (2,0) | (2,1) | (2,2) | | |
| Otros costes de explotación | (2,9) | (2,6) | (2,5) | (2,6) | (3,3) | (2,8) | (2,8) | (3,0) | | |
| EBITDA recurrente | (2,2) | (2,3) | (2,0) | (2,2) | (1,1) | (0,5) | 0,1 | 0,8 | 15,1% | 39,4% |
| <i>Cto.EBITDA recurrente</i> | <i>-20,3%</i> | <i>-7,4%</i> | <i>13,1%</i> | <i>-10,4%</i> | <i>49,6%</i> | <i>57,6%</i> | <i>118,0%</i> | <i>828,5%</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>0,3%</i> | <i>2,7%</i> | | |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. | (0,3) | (0,3) | (0,0) | 0,0 | 0,0 | - | - | - | | |
| EBITDA | (2,5) | (2,6) | (2,1) | (2,2) | (1,1) | (0,5) | 0,1 | 0,8 | 18,6% | 39,7% |
| Depreciación y provisiones | (0,5) | (0,6) | (0,9) | (0,9) | (0,5) | (0,5) | (0,4) | (0,4) | | |
| Gastos capitalizados | 1,0 | 0,2 | 1,0 | 0,7 | - | - | - | - | | |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| EBIT | (2,2) | (3,1) | (2,1) | (2,6) | (1,7) | (1,1) | (0,4) | 0,3 | 5,6% | 29,7% |
| <i>Cto.EBIT</i> | <i>-564,3%</i> | <i>-43,1%</i> | <i>31,6%</i> | <i>-22,4%</i> | <i>33,6%</i> | <i>39,1%</i> | <i>58,0%</i> | <i>170,7%</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>1,1%</i> | | |
| Impacto fondo de comercio y otros | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Resultado financiero neto | (0,2) | (0,7) | (0,5) | (0,6) | (0,8) | (0,6) | (0,6) | (0,5) | | |
| Resultados por puesta en equivalencia | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Beneficio ordinario | (2,4) | (3,8) | (2,6) | (3,2) | (2,5) | (1,7) | (1,0) | (0,2) | -0,7% | 55,9% |
| <i>Cto.Beneficio ordinario</i> | <i>-415,7%</i> | <i>-58,7%</i> | <i>31,5%</i> | <i>-22,0%</i> | <i>22,6%</i> | <i>32,3%</i> | <i>40,2%</i> | <i>78,9%</i> | | |
| Extraordinarios | - | (1,5) | - | (2,0) | (12,5) | - | - | - | | |
| Beneficio antes de impuestos | (2,4) | (5,3) | (2,6) | (5,2) | (15,0) | (1,7) | (1,0) | (0,2) | -57,8% | 75,8% |
| Impuestos | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 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>n.a.</i> | | |
| Minoritarios | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Actividades discontinuadas | - | - | - | - | (0,8) | - | - | - | | |
| Beneficio neto | (2,2) | (5,0) | (2,5) | (5,0) | (15,7) | (1,5) | (0,9) | (0,2) | -62,8% | 77,0% |
| <i>Cto.Beneficio neto</i> | <i>-377,5%</i> | <i>-122,6%</i> | <i>49,3%</i> | <i>-99,4%</i> | <i>-211,8%</i> | <i>90,4%</i> | <i>40,2%</i> | <i>78,9%</i> | | |
| Beneficio ordinario neto | (2,1) | (3,6) | (2,6) | (3,2) | (2,5) | (1,7) | (1,0) | (0,2) | -4,8% | 56,1% |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i> | <i>-349,1%</i> | <i>-72,5%</i> | <i>27,6%</i> | <i>-24,6%</i> | <i>22,4%</i> | <i>33,0%</i> | <i>40,2%</i> | <i>78,9%</i> | | |
| | | | | | | | | | | TACC |
| Cash Flow (EUR Mn) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 19-23 | 23-26e |
| EBITDA recurrente | | | | | | (0,5) | 0,1 | 0,8 | 15,1% | 39,4% |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | | | | | | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| Var.capital circulante | | | | | | (0,1) | (0,2) | (0,2) | | |
| Cash Flow operativo recurrente | | | | | | -0,7 | -0,2 | 0,5 | 19,9% | 39,2% |
| CAPEX | | | | | | (0,2) | (0,3) | (0,3) | | |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow | | | | | | (0,6) | (0,6) | (0,5) | | |
| Impuestos | | | | | | 0,2 | 0,1 | 0,0 | | |
| Free Cash Flow Recurrente | | | | | | (1,3) | (0,9) | (0,3) | 53,3% | 0,7% |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. | | | | | | - | - | - | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | | | | | | - | - | - | | |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow | | | | | | - | - | - | | |
| Free Cash Flow | | | | | | (1,3) | (0,9) | (0,3) | 53,1% | 0,7% |
| Ampliaciones de capital | | | | | | - | - | - | | |
| Dividendos | | | | | | - | - | - | | |
| Variación de Deuda financiera neta | | | | | | 1,3 | 0,9 | 0,3 | | |

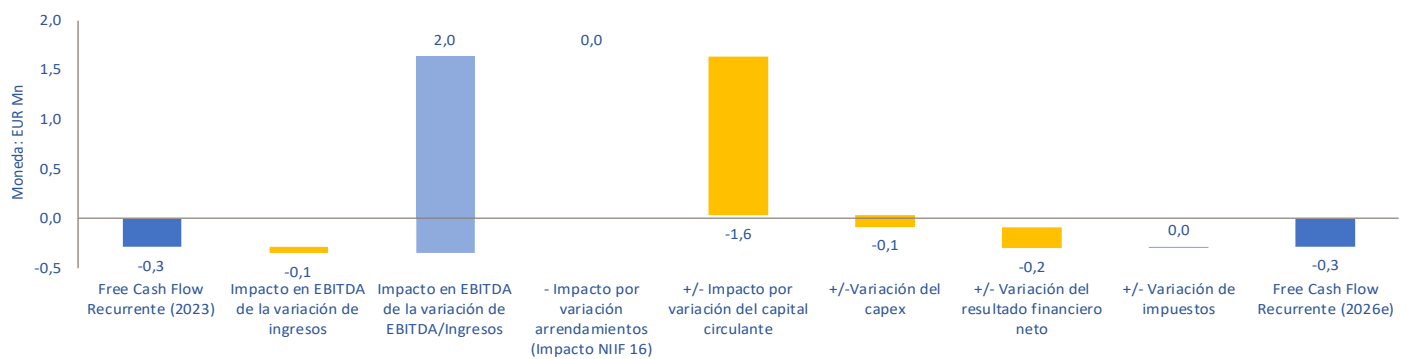
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

| A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | TACC | |
|--|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| | | | | | | | | 20-23 | 23-26e |
| EBITDA recurrente | (2,3) | (2,0) | (2,2) | (1,1) | (0,5) | 0,1 | 0,8 | 21,5% | 39,4% |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i> | -7,4% | 13,1% | -10,4% | 49,6% | 57,6% | 118,0% | 828,5% | | |
| <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>0,3%</i> | <i>2,7%</i> | | |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| +/- Var. Capital circulante | (0,3) | (1,4) | 0,0 | 1,4 | (0,1) | (0,2) | (0,2) | | |
| = Cash Flow operativo recurrente | (2,7) | (3,5) | (2,3) | 0,2 | (0,7) | (0,2) | 0,5 | 27,4% | 39,2% |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i> | <i>6,1%</i> | <i>-29,7%</i> | <i>34,4%</i> | <i>108,1%</i> | <i>-444,5%</i> | <i>70,5%</i> | <i>365,2%</i> | | |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,8%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,7%</i> | | |
| - CAPEX | (1,9) | 0,1 | (0,4) | (0,2) | (0,2) | (0,3) | (0,3) | | |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow | (0,3) | (0,3) | (0,3) | (0,3) | (0,6) | (0,6) | (0,5) | | |
| - Impuestos | 0,3 | 0,1 | 0,2 | - | 0,2 | 0,1 | 0,0 | | |
| = Free Cash Flow recurrente | (4,6) | (3,7) | (2,9) | (0,3) | (1,3) | (0,9) | (0,3) | 60,2% | 0,7% |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i> | <i>24,6%</i> | <i>20,4%</i> | <i>21,8%</i> | <i>89,9%</i> | <i>-360,8%</i> | <i>32,1%</i> | <i>68,7%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow recurrente / 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> | | |
| - Gastos de reestructuración y otros | 0,0 | - | - | - | - | - | - | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | 0,5 | 1,0 | - | - | - | - | - | | |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow | - | - | - | - | - | - | - | | |
| = Free Cash Flow | (4,1) | (2,6) | (2,9) | (0,3) | (1,3) | (0,9) | (0,3) | 58,5% | 0,7% |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i> | <i>32,4%</i> | <i>35,0%</i> | <i>-8,9%</i> | <i>89,9%</i> | <i>-360,8%</i> | <i>32,1%</i> | <i>68,7%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</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>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</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> | | |
| 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) | (6,1) | (4,6) | (3,7) | (2,9) | (0,3) | (1,3) | (0,9) | | |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos | (0,3) | (0,1) | (0,3) | (0,6) | (0,0) | (0,1) | 0,0 | | |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 1,7 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | | |
| = Variación EBITDA recurrente | (0,2) | 0,3 | (0,2) | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | | |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16) | (0,0) | 0,0 | - | - | - | - | - | | |
| +/- Impacto por variación del capital circulante | 0,4 | (1,1) | 1,4 | 1,4 | (1,5) | (0,1) | (0,0) | | |
| = Variación del Cash Flow operativo recurrente | 0,2 | (0,8) | 1,2 | 2,5 | (0,8) | 0,5 | 0,7 | | |
| +/- Variación del CAPEX | 1,3 | 2,0 | (0,5) | 0,2 | (0,1) | (0,0) | (0,0) | | |
| +/- Variación del resultado financiero neto | (0,1) | (0,0) | (0,0) | 0,0 | (0,3) | 0,1 | 0,0 | | |
| +/- Variación de impuestos | 0,1 | (0,2) | 0,1 | (0,2) | 0,2 | (0,1) | (0,1) | | |
| = Variación del Free Cash Flow recurrente | 1,5 | 0,9 | 0,8 | 2,6 | (1,1) | 0,4 | 0,6 | | |
| Free Cash Flow Recurrente | (4,6) | (3,7) | (2,9) | (0,3) | (1,3) | (0,9) | (0,3) | | |
| C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | TACC | |
| EBIT | (3,1) | (2,1) | (2,6) | (1,7) | (1,1) | (0,4) | 0,3 | 17,8% | 29,7% |
| <i>* Tasa fiscal teórica</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | | |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) | - | - | - | - | - | - | - | | |
| EBITDA recurrente | (2,3) | (2,0) | (2,2) | (1,1) | (0,5) | 0,1 | 0,8 | 21,5% | 39,4% |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| +/- Var. Capital circulante | (0,3) | (1,4) | 0,0 | 1,4 | (0,1) | (0,2) | (0,2) | | |
| = Cash Flow operativo recurrente | (2,7) | (3,5) | (2,3) | 0,2 | (0,7) | (0,2) | 0,5 | 27,4% | 39,2% |
| - CAPEX | (1,9) | 0,1 | (0,4) | (0,2) | (0,2) | (0,3) | (0,3) | | |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) | - | - | - | - | - | - | - | | |
| = Free Cash Flow (To the Firm) recurrente | (4,6) | (3,5) | (2,7) | 0,0 | (0,9) | (0,5) | 0,2 | 26,0% | n.a. |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i> | <i>24,0%</i> | <i>25,3%</i> | <i>21,1%</i> | <i>100,5%</i> | <i>n.a.</i> | <i>48,9%</i> | <i>148,2%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,1%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,7%</i> | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | 0,5 | 1,0 | - | - | - | - | - | | |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow | - | - | - | - | - | - | - | | |
| = Free Cash Flow "To the Firm" | (4,1) | (2,4) | (2,7) | 0,0 | (0,9) | (0,5) | 0,2 | 26,1% | n.a. |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i> | <i>32,6%</i> | <i>41,0%</i> | <i>-12,7%</i> | <i>100,5%</i> | <i>n.a.</i> | <i>48,9%</i> | <i>148,2%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,0%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,4%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,0%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,4%</i> | | |

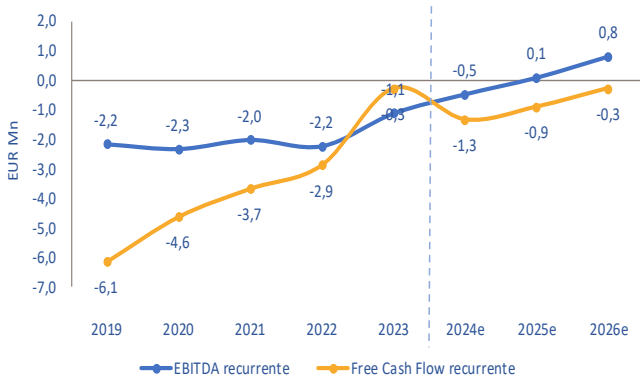
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



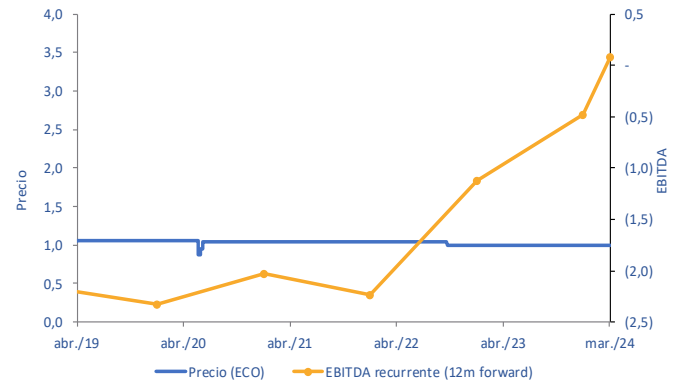
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



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 | 32,4 | |
| + Minoritarios | - | Rdos. 12m 2023 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 1,1 | Rdos. 12m 2023 |
| + Deuda financiera neta | 17,4 | Rdos. 12m 2023 |
| - Inmovilizado financiero | 0,0 | Rdos. 12m 2023 |
| +/- Otros | | Rdos. 12m 2023 |
| Enterprise Value (EV) | 50,9 | |

Anexo 4. Principales comparables 2024e

| Datos Mercado | Industria Europea | | | | Otros | | |
|--------------------------------------|-------------------|------------------------|---------|----------|---------|--------------------------------|--------|
| | EUR Mn | Select Harvest Limited | SIPEF | TIPIA SA | Average | Archer-Daniels-Midland Company | ECO |
| Ticker (Factset) | | SHV-AU | SIP-BE | TIPI-FR | | ADM-US | ECO-ES |
| País | | Australia | Belgium | France | | USA | Spain |
| Market cap | | 324,5 | 594,6 | 79,0 | | 29.693,1 | 32,4 |
| Enterprise value (EV) | | 578,6 | 644,8 | 136,7 | | 33.909,1 | 50,9 |
| Información financiera básica | | | | | | | |
| Total Ingresos | | 154,3 | 390,3 | 239,8 | | 85.072,2 | 23,5 |
| Cto. Total Ingresos | | 24,1% | -4,9% | 6,4% | 8,5% | -2,5% | 1,9% |
| 2y TACC (2024e - 2026e) | | 8,0% | 8,7% | 5,6% | 7,4% | 0,8% | 11,5% |
| EBITDA | | 34,1 | 138,0 | 18,2 | | 4.681,8 | (0,5) |
| Cto. EBITDA | | 279,7% | -4,4% | n.a. | 137,7% | 27,9% | 56,6% |
| 2y TACC (2024e - 2026e) | | 29,4% | 5,8% | 12,0% | 15,7% | -1,0% | 91,6% |
| EBITDA/Ingresos | | 22,1% | 35,4% | 7,6% | 21,7% | 5,5% | n.a. |
| EBIT | | 13,2 | 82,2 | 5,3 | | 3.126,1 | (1,1) |
| Cto. EBIT | | 148,0% | -14,0% | -41,1% | 31,0% | 16,7% | 39,1% |
| 2y TACC (2024e - 2026e) | | 64,5% | 12,6% | 34,5% | 37,2% | -3,5% | 51,6% |
| EBIT/Ingresos | | 8,5% | 21,1% | 2,2% | 10,6% | 3,7% | n.a. |
| Beneficio Neto | | 3,8 | 54,2 | 1,9 | | 2.637,4 | (1,5) |
| Cto. Beneficio Neto | | 105,5% | -19,4% | 118,2% | 68,1% | -18,5% | 90,4% |
| 2y TACC (2024e - 2026e) | | n.a. | 8,9% | 74,3% | 41,6% | -2,9% | 64,5% |
| CAPEX/Ventas | | 10,6% | 22,3% | 5,4% | 12,8% | 1,4% | 1,0% |
| Free Cash Flow | | 10,3 | 14,3 | (2,3) | | 2.692,9 | (1,3) |
| Deuda financiera Neta | | 127,5 | 16,4 | 60,5 | | 5.089,7 | 18,7 |
| DN/EBITDA (x) | | 3,7 | 0,1 | 3,3 | 2,4 | 1,1 | n.a. |
| Pay-out | | 14,8% | 28,8% | n.a. | 21,8% | 37,5% | 0,0% |
| Múltiplos y Ratios | | | | | | | |
| P/E (x) | | 89,4 | 10,7 | 39,1 | 46,4 | 11,1 | n.a. |
| P/BV (x) | | 1,3 | 0,7 | 1,3 | 1,1 | 1,4 | n.a. |
| EV/Ingresos (x) | | 3,7 | 1,7 | 0,6 | 2,0 | 0,4 | 2,2 |
| EV/EBITDA (x) | | 17,0 | 4,7 | 7,5 | 9,7 | 7,2 | n.a. |
| EV/EBIT (x) | | 43,9 | 7,8 | 25,8 | 25,8 | 10,8 | n.a. |
| ROE | | 1,4 | 6,6 | 3,2 | 3,7 | 12,8 | 23,2 |
| FCF Yield (%) | | 3,2 | 2,4 | n.a. | 2,8 | 9,1 | n.a. |
| DPA | | 0,00 | 1,50 | 1,95 | 1,15 | 1,83 | 0,00 |
| Dvd Yield | | 0,2% | 2,7% | 2,3% | 1,7% | 3,1% | 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).

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

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@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 |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--|----------------------------------|
| 03-Abr-2024 | n.a. | 1,00 | n.a. | n.a. | Resultados 12m 2023 - Bajamos estimaciones | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 09-Oct-2023 | n.a. | 1,00 | n.a. | n.a. | Resultados 6m 2023 | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 20-Jun-2023 | n.a. | 1,00 | n.a. | n.a. | Noticia importante | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 12-Jun-2023 | n.a. | 1,00 | n.a. | n.a. | Small & Micro Caps (España) | David López Sánchez |
| 24-Mar-2023 | n.a. | 1,00 | n.a. | n.a. | Revisión de estimaciones: A la baja | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 02-Mar-2023 | n.a. | 1,00 | n.a. | n.a. | Resultados 12m 2022 | Luis Esteban Arribas, CESGA |
| 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 |

