

**Resultados 6m 2024**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

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

Jose Miguel Cabrera van Grieken – jose.cabrera@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

**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).

## Rdos. 1S24: en línea. A la espera de la resolución del plan de reestructuración

**NORMALIZACIÓN EN LOS INGRESOS HASTA LOS EUR 9,3MN (-9,5% VS 1S23)...** Tras el volumen de ventas alcanzado en 1S23 por la captación de pedidos extraordinarios con Eroski (70% s/ ventas), ECO cierra el primer semestre del año con ingresos de EUR 9,3Mn (-9,5% vs 1S23) explicados por: (i) menor precio de venta por cambios en el mix de productos (-4,5% vs 1S23) y (ii) un menor volumen comercializado (-4,9% vs 1S23).

**...PERO LA MEJORA DE MÁRGENES CONTINÚA.** Se mantiene la mejora de los niveles de rentabilidad observada durante 2023. El margen bruto aumenta hasta el 19,3% (+1,2p.p. vs 1S23; c. 13% en 2022) por el paulatino despegue de los AirNuts (+5% vs 1S23; de mayor margen) y la mejora en el negocio de distribución. Todo ello, sumado a la contención de costes se ha traducido en un EBITDA rec. cercano a breakeven en 1S24 (EUR -0,4Mn vs EUR -0,7Mn en 1S23).

**EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO SE MANTIENE ESTABLE.** A cierre de 1S24, ECO mantiene (aún) un nivel de endeudamiento elevado (Deuda Neta: EUR 18Mn; +2% vs 2023). El 19 de septiembre de 2024 se celebró la vista en la Audiencia Provincial tras las impugnaciones presentadas por los acreedores y entidades bancarias y está a la espera de que se dicte sentencia (previsiblemente durante el 4T24) sobre el plan de reestructuración. Una resolución favorable supondría una quita del c.60% de los pasivos de la compañía, lo que daría "alas" a ECO para poner el "foco" en el negocio de distribución. ECO presenta fondos propios 1S24 negativos de EUR -6,6Mn.

**MANTENEMOS ESTIMACIONES EN EBITDA.** La estacionalidad del negocio, principalmente concentrada en el 4T nos lleva a mantener estimaciones en EBITDA rec de EUR -0,5Mn para cierre del ejercicio, prácticamente en breakeven.

**LA POSIBLE APROBACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN ES EL PUNTO DE INFLEXIÓN.** El nivel de endeudamiento es la restricción principal del modelo de negocio de ECO. La resolución de la Audiencia Provincial al plan de reestructuración va a ser clave. La buena noticia es la mejora en márgenes impulsada por la contención de gastos y mejora del mix de ingresos (que acerca a ECO al breakeven). No obstante, el débil momentum y la delicada situación financiera imponen cautela. EV/Ventas 24e de 2,2x. La resolución sobre la reestructuración es decisiva para ECO (e inminente).

**Market Data**

|                                  |                    |      |
|----------------------------------|--------------------|------|
| Market Cap (Mn EUR y USD)        | 32,4               | 36,2 |
| EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup> | 51,3               | 57,2 |
| 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 <sup>(3)</sup>          | n.a.               |      |
| Factset / Bloomberg              | ECO-ES / ECO SM    |      |
| Cierre año fiscal                | 31-dic             |      |

**Estructura Accionarial (%) <sup>(7)</sup>**

|                |      |
|----------------|------|
| 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 <sup>(4)</sup> | 7,8    | 7,6   | 8,8   | 7,3   |
| 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. <sup>(5)</sup> | -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 (%) <sup>(5)</sup>            | n.a.   | n.a.  | n.a.  | 2,5   |

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

|                              |      |      |      |      |
|------------------------------|------|------|------|------|
| 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                    | 2,23 | 2,19 | 1,97 | 1,76 |
| EV/EBITDA Rec.               | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| EV/EBIT                      | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| FCF Yield (%) <sup>(5)</sup> | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

**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                          | -4,0 | -7,9 | -20,6 | -14,9 | -29,5 | -26,8 |
| vs Ibex Small Cap Index             | 1,4  | 1,6  | -7,9  | -4,9  | -5,9  | -27,0 |
| vs Eurostoxx 50                     | -0,8 | -2,1 | -16,5 | -9,6  | -22,9 | -32,8 |
| vs Índice del sector <sup>(4)</sup> | -0,2 | -2,9 | 1,0   | 2,7   | 6,2   | 7,4   |

(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%

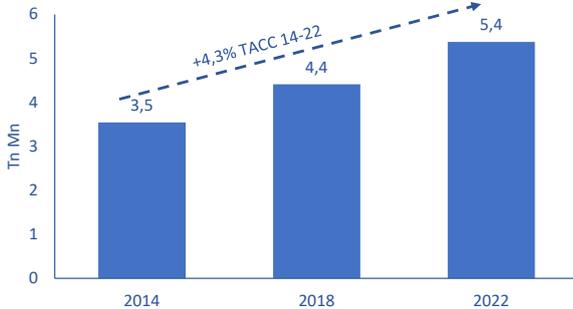
(\* Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

**Resultados 6m 2024**
**Tabla 1. Resultados 1S24**

| EUR Mn                        | 6m24  | 6m23  | 6m24 Real vs |       | 2024e vs |
|-------------------------------|-------|-------|--------------|-------|----------|
|                               | Real  |       | 6m23         | 2024e | 2023     |
| <b>Total Ingresos</b>         | 9,3   | 10,3  | -9,5%        | 23,5  | 1,9%     |
| <b>Margen Bruto</b>           | 1,8   | 1,9   | -3,7%        | 4,3   | 4,0%     |
| <i>Margen Bruto/Ingresos</i>  | 19,3% | 18,2% | 1,2 p.p.     | 18,5% | 0,4 p.p. |
| <b>EBITDA (Recurrente)</b>    | -0,4  | -0,7  | 46,5%        | -0,5  | 57,6%    |
| <i>EBITDA Rec. / Ingresos</i> | n.a.  | n.a.  | n.a.         | -2,0% | 2,9 p.p. |
| <b>EBITDA</b>                 | -0,4  | -0,7  | 45,3%        | -0,5  | 56,6%    |
| <i>EBITDA / Ingresos</i>      | n.a.  | n.a.  | n.a.         | -2,0% | 2,7 p.p. |
| <b>EBIT</b>                   | -0,7  | -1,0  | 31,2%        | -1,1  | 39,1%    |
| <b>BAI</b>                    | -0,8  | -5,0  | 84,3%        | -1,7  | 88,8%    |
| <b>BN</b>                     | -0,8  | -11,4 | 93,4%        | -1,5  | 90,4%    |
| <b>BN ordinario</b>           | -0,8  | -5,1  | 83,8%        | -1,7  | 33,0%    |
| Deuda Neta                    | 18,0  | 17,6  |              | 18,7  |          |

**La compañía en 8 gráficos**

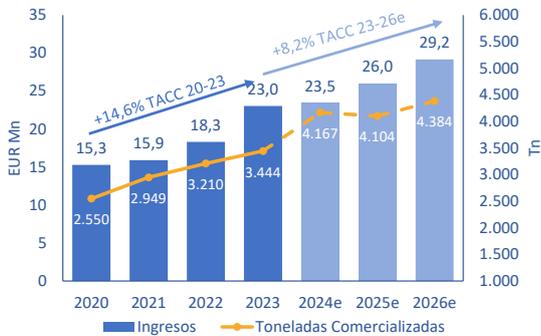
**El aumento en el consumo de frutos secos (-8y) es uno de los principales drivers de crecimiento de ECO (+4,3% TACC 14-22)**



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



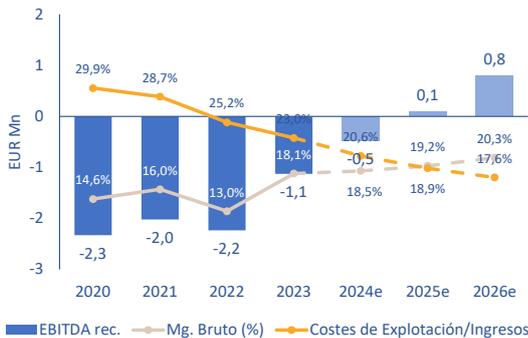
**Pese al entorno, ECO ha sido capaz de crecer a doble dígito (+14,6% TACC, en el período 2020-2023)**



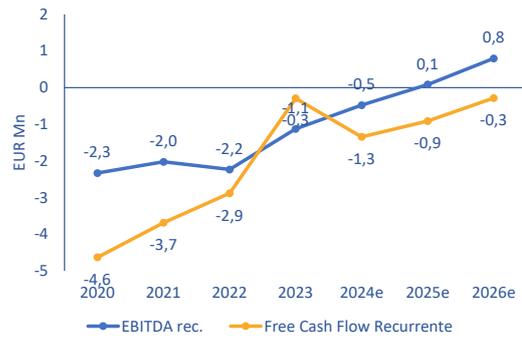
**El mayor peso de AirNuts en el mix (5,9% en 26e vs 1,2% en 23), incrementará el Mg. Bruto hasta 20,3% en 26e (+2,2 p.p. vs 23)**



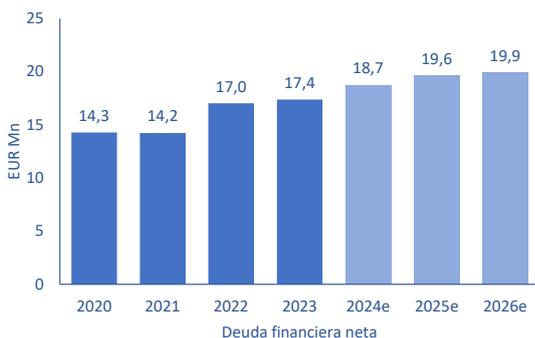
**Lo que, sumado al control de costes de estructura, permitirá ver EBITDA positivo en 2025e**



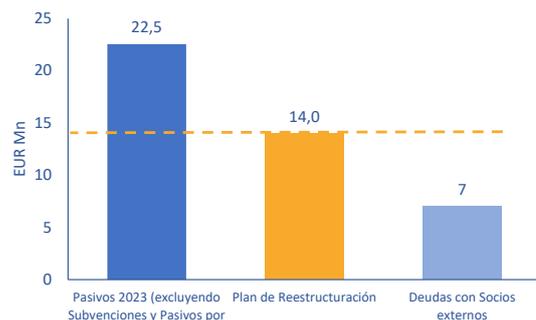
**El FCF continuará marcado (24e-26e) por el CAPEX y unos elevados gastos financieros**



**Incrementando la DN hasta EUR 19,9Mn en 2026e 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 <sup>(1)</sup> |                   |                      |  |
|------------------------------------|-------------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm"       | (0,9)       | (0,5)  | 0,2   | n.a.                    |                   |                      |  |
| <b>Market Cap</b>                  | <b>32,4</b> | A la fecha de este informe                             |       |                         |                   |                      |  |
| <b>Deuda financiera neta</b>       | <b>18,0</b> | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2024)            |       |                         |                   |                      |  |
|                                    |             |  |       |                         | 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) |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>Coste de la deuda neta</b>      | <b>5,2%</b> | <b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>                |       |                         | <b>5,0%</b>       | <b>5,4%</b>          |  |
| Risk free rate (rf)                | 2,9%        | 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>7,7%</b> | <b>Ke = Rf + (R * B)</b>                               |       |                         | <b>6,8%</b>       | <b>8,8%</b>          |  |
| Equity / (Equity + Deuda Neta)     | 64,3%       | E (tomando como valor del equity su Market Cap)        |       |                         | =                 | =                    |  |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 35,7%       | D  |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>WACC</b>                        | <b>6,8%</b> | <b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>                          |       |                         | <b>6,1%</b>       | <b>7,6%</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<br>Factset | Mkt. Cap | PER 24e     | BPA<br>24e-26e | EV/EBITDA<br>24e | EBITDA<br>24e-26e | EV/Vtas.<br>24e | Ingresos<br>24e-26e | EBITDA/Vtas.<br>24e | FCF Yield<br>24e | FCF<br>24e-26e |
|---------------------------------|-------------------|----------|-------------|----------------|------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------------|----------------|
| Select Harvest Limited          | SHV-AU            | 307,0    | n.a.        | n.a.           | 18,3             | 29,3%             | 3,8             | 8,4%                | 21,0%               | n.a.             | n.a.           |
| SIPEF                           | SIP-BE            | 596,7    | 10,1        | 6,0%           | 4,6              | 4,8%              | 1,6             | 2,7%                | 35,2%               | n.a.             | n.a.           |
| <b>Industria Europea</b>        |                   |          | <b>10,1</b> | <b>6,0%</b>    | <b>11,4</b>      | <b>17,0%</b>      | <b>2,7</b>      | <b>5,5%</b>         | <b>28,1%</b>        | <b>n.a.</b>      | <b>n.a.</b>    |
| Archer-Daniels-Midland (ADM-US) | ADM-US            | 25.594,0 | 11,1        | 1,6%           | 7,6              | 1,2%              | 0,4             | 2,5%                | 5,5%                | 8,9%             | -1,4%          |
| 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        | 596,1x        |
| Central   | 0,3%                | 0,1        | 596,1x        |
| Min       | 0,3%                | 0,1        | 596,1x        |

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

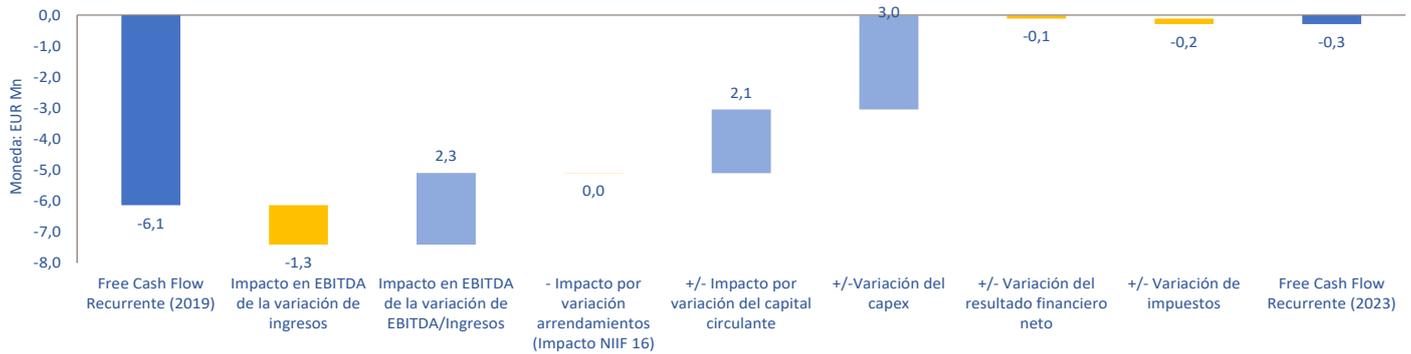
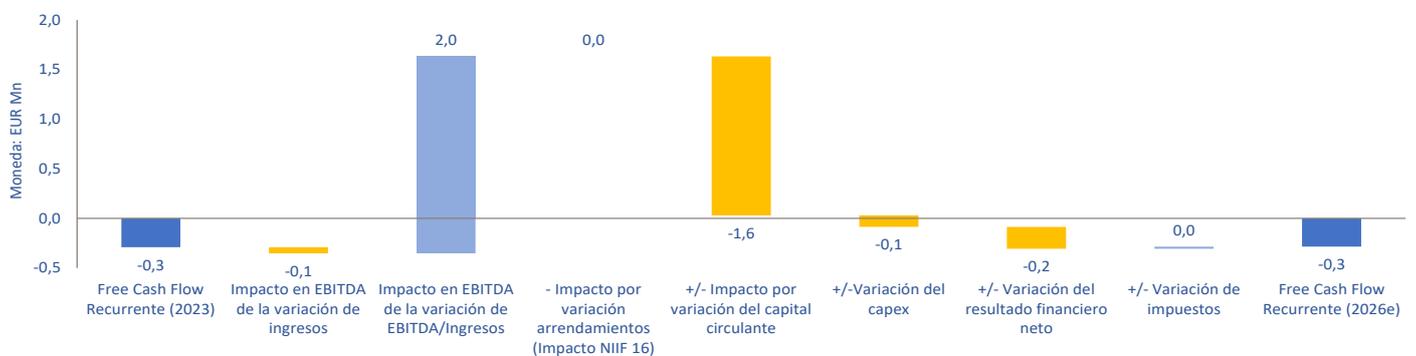
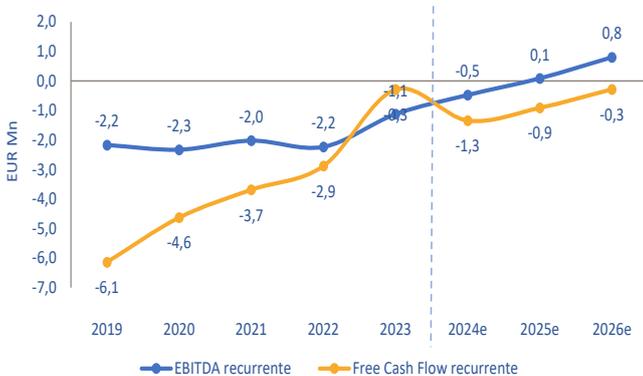
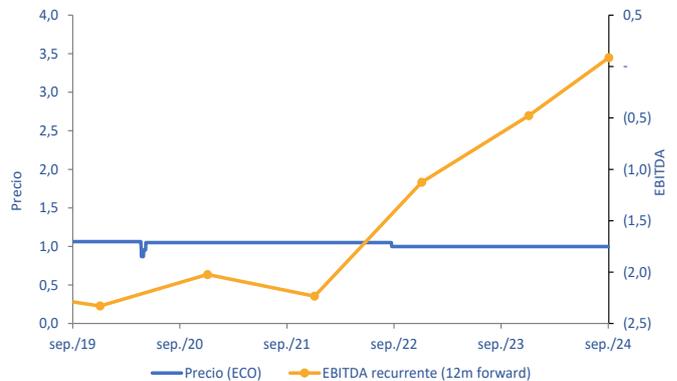
| FCF Rec. EUR Mn | CAPEX/Ventas 25e |       |       |
|-----------------|------------------|-------|-------|
| EBITDA 25e      | 0,9%             | 1,0%  | 1,1%  |
| 0,1             | (0,9)            | (0,9) | (0,9) |
| 0,1             | (0,9)            | (0,9) | (0,9) |
| 0,1             | (0,9)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

## Anexo 1. Proyecciones financieras

| <b>Balance (EUR Mn)</b>                    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023</b>    | <b>2024e</b> | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  |               |               |
|--|----------------|----------------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 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           |               |               |
| <b>Total activo</b>                        | <b>33,3</b>    | <b>31,4</b>    | <b>32,0</b>  | <b>30,3</b>   | <b>16,6</b>    | <b>16,5</b>  | <b>16,9</b>   | <b>17,5</b>   |               |               |
| 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           |               |               |
| <b>Total pasivo</b>                        | <b>33,3</b>    | <b>31,4</b>    | <b>32,0</b>  | <b>30,3</b>   | <b>16,6</b>    | <b>16,5</b>  | <b>16,9</b>   | <b>17,5</b>   |               |               |
| <b>TACC</b>                                |                |                |              |               |                |              |               |               |               |               |
| <b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>       | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023</b>    | <b>2024e</b> | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  | <b>19-23</b>  | <b>23-26e</b> |
| <b>Total Ingresos</b>                      | <b>13,4</b>    | <b>15,3</b>    | <b>15,9</b>  | <b>18,3</b>   | <b>23,0</b>    | <b>23,5</b>  | <b>26,0</b>   | <b>29,2</b>   | <b>14,4%</b>  | <b>8,2%</b>   |
| <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)        |               |               |
| <b>Margen Bruto</b>                        | <b>2,2</b>     | <b>2,2</b>     | <b>2,5</b>   | <b>2,4</b>    | <b>4,2</b>     | <b>4,3</b>   | <b>5,0</b>    | <b>5,9</b>    | <b>17,6%</b>  | <b>12,4%</b>  |
| <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)         |               |               |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   | <b>(2,2)</b>   | <b>(2,3)</b>   | <b>(2,0)</b> | <b>(2,2)</b>  | <b>(1,1)</b>   | <b>(0,5)</b> | <b>0,1</b>    | <b>0,8</b>    | <b>15,1%</b>  | <b>39,4%</b>  |
| <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            | -            | -             | -             |               |               |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>(2,5)</b>   | <b>(2,6)</b>   | <b>(2,1)</b> | <b>(2,2)</b>  | <b>(1,1)</b>   | <b>(0,5)</b> | <b>0,1</b>    | <b>0,8</b>    | <b>18,6%</b>  | <b>39,7%</b>  |
| 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)         |               |               |
| <b>EBIT</b>                                | <b>(2,2)</b>   | <b>(3,1)</b>   | <b>(2,1)</b> | <b>(2,6)</b>  | <b>(1,7)</b>   | <b>(1,1)</b> | <b>(0,4)</b>  | <b>0,3</b>    | <b>5,6%</b>   | <b>29,7%</b>  |
| <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      | -              | -              | -            | -             | -              | -            | -             | -             |               |               |
| <b>Beneficio ordinario</b>                 | <b>(2,4)</b>   | <b>(3,8)</b>   | <b>(2,6)</b> | <b>(3,2)</b>  | <b>(2,5)</b>   | <b>(1,7)</b> | <b>(1,0)</b>  | <b>(0,2)</b>  | <b>-0,7%</b>  | <b>55,9%</b>  |
| <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)         | -            | -             | -             |               |               |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>        | <b>(2,4)</b>   | <b>(5,3)</b>   | <b>(2,6)</b> | <b>(5,2)</b>  | <b>(15,0)</b>  | <b>(1,7)</b> | <b>(1,0)</b>  | <b>(0,2)</b>  | <b>-57,8%</b> | <b>75,8%</b>  |
| 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)          | -            | -             | -             |               |               |
| <b>Beneficio neto</b>                      | <b>(2,2)</b>   | <b>(5,0)</b>   | <b>(2,5)</b> | <b>(5,0)</b>  | <b>(15,7)</b>  | <b>(1,5)</b> | <b>(0,9)</b>  | <b>(0,2)</b>  | <b>-62,8%</b> | <b>77,0%</b>  |
| <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>  |               |               |
| <b>Beneficio ordinario neto</b>            | <b>(2,1)</b>   | <b>(3,6)</b>   | <b>(2,6)</b> | <b>(3,2)</b>  | <b>(2,5)</b>   | <b>(1,7)</b> | <b>(1,0)</b>  | <b>(0,2)</b>  | <b>-4,8%</b>  | <b>56,1%</b>  |
| <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>  |               |               |
| <b>TACC</b>                                |                |                |              |               |                |              |               |               |               |               |
| <b>Cash Flow (EUR Mn)</b>                  | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023</b>    | <b>2024e</b> | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  | <b>19-23</b>  | <b>23-26e</b> |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   |                |                |              |               |                | <b>(0,5)</b> | <b>0,1</b>    | <b>0,8</b>    | <b>15,1%</b>  | <b>39,4%</b>  |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |                |                |              |               |                | (0,1)        | (0,1)         | (0,1)         |               |               |
| Var.capital circulante                     |                |                |              |               |                | (0,1)        | (0,2)         | (0,2)         |               |               |
| <b>Cash Flow operativo recurrente</b>      |                |                |              |               |                | <b>-0,7</b>  | <b>-0,2</b>   | <b>0,5</b>    | <b>19,9%</b>  | <b>39,2%</b>  |
| 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           |               |               |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>           |                |                |              |               |                | <b>(1,3)</b> | <b>(0,9)</b>  | <b>(0,3)</b>  | <b>53,3%</b>  | <b>0,7%</b>   |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |                |                |              |               |                | -            | -             | -             |               |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones         |                |                |              |               |                | -            | -             | -             |               |               |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow   |                |                |              |               |                | -            | -             | -             |               |               |
| <b>Free Cash Flow</b>                      |                |                |              |               |                | <b>(1,3)</b> | <b>(0,9)</b>  | <b>(0,3)</b>  | <b>53,1%</b>  | <b>0,7%</b>   |
| Ampliaciones de capital                    |                |                |              |               |                | -            | -             | -             |               |               |
| Dividendos                                 |                |                |              |               |                | -            | -             | -             |               |               |
| <b>Variación de Deuda financiera neta</b>  |                |                |              |               |                | <b>1,3</b>   | <b>0,9</b>    | <b>0,3</b>    |               |               |

## 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       |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>(2,3)</b> | <b>(2,0)</b> | <b>(2,2)</b> | <b>(1,1)</b> | <b>(0,5)</b> | <b>0,1</b>   | <b>0,8</b>   | <b>21,5%</b> | <b>39,4%</b> |
| <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)        |              |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>(2,7)</b> | <b>(3,5)</b> | <b>(2,3)</b> | <b>0,2</b>   | <b>(0,7)</b> | <b>(0,2)</b> | <b>0,5</b>   | <b>27,4%</b> | <b>39,2%</b> |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>                                       | 6,1%         | -29,7%       | 34,4%        | 108,1%       | -444,5%      | 70,5%        | 365,2%       |              |              |
| <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          |              |              |
| <b>= Free Cash Flow recurrente</b>   | <b>(4,6)</b> | <b>(3,7)</b> | <b>(2,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>(1,3)</b> | <b>(0,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>60,2%</b> | <b>0,7%</b>  |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>  | 24,6%        | 20,4%        | 21,8%        | 89,9%        | -360,8%      | 32,1%        | 68,7%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>                                      | <i>n.a.</i>  |              |              |
| - Gastos de reestructuración y otros   | 0,0          | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | 0,5          | 1,0          | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| <b>= Free Cash Flow</b>  | <b>(4,1)</b> | <b>(2,6)</b> | <b>(2,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>(1,3)</b> | <b>(0,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>58,5%</b> | <b>0,7%</b>  |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i>   | 32,4%        | 35,0%        | -8,9%        | 89,9%        | -360,8%      | 32,1%        | 68,7%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>                             | <i>n.a.</i>  |              |              |
| <i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>  | <i>n.a.</i>  |              |              |
| <b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> |              |              |
| <b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>  | <b>(6,1)</b> | <b>(4,6)</b> | <b>(3,7)</b> | <b>(2,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>(1,3)</b> | <b>(0,9)</b> |              |              |
| 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          |              |              |
| <b>= Variación EBITDA recurrente</b>   | <b>(0,2)</b> | <b>0,3</b>   | <b>(0,2)</b> | <b>1,1</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,7</b>   |              |              |
| - 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)        |              |              |
| <b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>                            | <b>0,2</b>   | <b>(0,8)</b> | <b>1,2</b>   | <b>2,5</b>   | <b>(0,8)</b> | <b>0,5</b>   | <b>0,7</b>   |              |              |
| +/- 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)        |              |              |
| <b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>                                 | <b>1,5</b>   | <b>0,9</b>   | <b>0,8</b>   | <b>2,6</b>   | <b>(1,1)</b> | <b>0,4</b>   | <b>0,6</b>   |              |              |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>   | <b>(4,6)</b> | <b>(3,7)</b> | <b>(2,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>(1,3)</b> | <b>(0,9)</b> | <b>(0,3)</b> |              |              |
| <b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>     | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | TACC         |              |
| <b>EBIT</b>  | <b>(3,1)</b> | <b>(2,1)</b> | <b>(2,6)</b> | <b>(1,7)</b> | <b>(1,1)</b> | <b>(0,4)</b> | <b>0,3</b>   | <b>17,8%</b> | <b>29,7%</b> |
| * <i>Tasa fiscal teórica</i>   | <i>0,0%</i>  |              |              |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>(2,3)</b> | <b>(2,0)</b> | <b>(2,2)</b> | <b>(1,1)</b> | <b>(0,5)</b> | <b>0,1</b>   | <b>0,8</b>   | <b>21,5%</b> | <b>39,4%</b> |
| - 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)        |              |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>(2,7)</b> | <b>(3,5)</b> | <b>(2,3)</b> | <b>0,2</b>   | <b>(0,7)</b> | <b>(0,2)</b> | <b>0,5</b>   | <b>27,4%</b> | <b>39,2%</b> |
| - CAPEX  | (1,9)        | 0,1          | (0,4)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,3)        | (0,3)        |              |              |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| <b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>                                 | <b>(4,6)</b> | <b>(3,5)</b> | <b>(2,7)</b> | <b>0,0</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>(0,5)</b> | <b>0,2</b>   | <b>26,0%</b> | <b>n.a.</b>  |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>                              | 24,0%        | 25,3%        | 21,1%        | 100,5%       | <i>n.a.</i>  | 48,9%        | 148,2%       |              |              |
| Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos                               | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>  | 0,1%         | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>  | 0,7%         |              |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | 0,5          | 1,0          | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| <b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>  | <b>(4,1)</b> | <b>(2,4)</b> | <b>(2,7)</b> | <b>0,0</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>(0,5)</b> | <b>0,2</b>   | <b>26,1%</b> | <b>n.a.</b>  |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>   | 32,6%        | 41,0%        | -12,7%       | 100,5%       | <i>n.a.</i>  | 48,9%        | 148,2%       |              |              |
| <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. 6m 2024 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 0,9         | Rdos. 6m 2024 |
| + Deuda financiera neta            | 18,0        | Rdos. 6m 2024 |
| - Inmovilizado financiero          | -           | Rdos. 6m 2024 |
| +/- Otros                          | -           | Rdos. 6m 2024 |
| <b>Enterprise Value (EV)</b>       | <b>51,3</b> |               |

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

| Comportamiento histórico<br>(EUR Mn) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017    | 2018   | 2019   | 2020    | 2021  | 2022   | 2023    | 2024e  | 2025e  | 2026e  | TACC  |        |
|--------------------------------------|------|------|------|------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|
|                                      |      |      |      |      |         |        |        |         |       |        |         |        |        |        | 13-23 | 23-26e |
| Total Ingresos                       |      |      |      |      | 0,1     | 0,2    | 13,4   | 15,3    | 15,9  | 18,3   | 23,0    | 23,5   | 26,0   | 29,2   | n.a.  | 8,2%   |
| Cto. Total ingresos                  |      |      |      |      | n.a.    | 69,3%  | n.a.   | 13,8%   | 4,0%  | 15,1%  | 25,8%   | 1,9%   | 10,7%  | 12,3%  |       |        |
| EBITDA                               |      |      |      |      | (1,2)   | (2,0)  | (2,5)  | (2,6)   | (2,1) | (2,2)  | (1,1)   | (0,5)  | 0,1    | 0,8    | n.a.  | 39,7%  |
| Cto. EBITDA                          |      |      |      |      | -217,2% | -69,8% | -25,8% | -2,9%   | 20,3% | -7,2%  | 50,1%   | 56,6%  | 118,0% | 828,5% |       |        |
| EBITDA/Ingresos                      |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.  | n.a.   | n.a.    | n.a.   | 0,3%   | 2,7%   |       |        |
| Beneficio neto                       |      |      |      |      | 0,0     | (1,4)  | (2,2)  | (5,0)   | (2,5) | (5,0)  | (15,7)  | (1,5)  | (0,9)  | (0,2)  | n.a.  | 77,0%  |
| Cto. Beneficio neto                  |      |      |      |      | 108,2%  | n.a.   | -55,8% | -122,6% | 49,3% | -99,4% | -211,8% | 90,4%  | 40,2%  | 78,9%  |       |        |
| Nº Acciones Ajustado (Mn)            |      |      |      |      | -       | -      | -      | 27,0    | 27,0  | 29,5   | 32,4    | 32,4   | 32,4   | 32,4   |       |        |
| BPA (EUR)                            |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | -0,18   | -0,09 | -0,17  | -0,48   | -0,05  | -0,03  | -0,01  | n.a.  | 77,0%  |
| Cto. BPA                             |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | 49,3% | -82,4% | n.a.    | 90,4%  | 40,2%  | 78,9%  |       |        |
| BPA ord. (EUR)                       |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | -0,13   | -0,10 | -0,11  | -0,08   | -0,05  | -0,03  | -0,01  | n.a.  | 56,1%  |
| Cto. BPA ord.                        |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | 27,6% | -14,1% | 29,4%   | 33,0%  | 40,2%  | 78,9%  |       |        |
| CAPEX                                |      |      |      |      | (1,5)   | (1,0)  | (3,2)  | (1,9)   | 0,1   | (0,4)  | (0,2)   | (0,2)  | (0,3)  | (0,3)  |       |        |
| CAPEX/Vtas %                         |      |      |      |      | 1670,0% | 660,8% | 23,8%  | 12,5%   | n.a.  | 2,3%   | 0,8%    | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   |       |        |
| Free Cash Flow                       |      |      |      |      | (2,9)   | (3,1)  | (6,0)  | (4,1)   | (2,6) | (2,9)  | (0,3)   | (1,3)  | (0,9)  | (0,3)  | n.a.  | 0,7%   |
| DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.  | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   | 24,9x  |       |        |
| PER (x)                              |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.  | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.   |       |        |
| EV/Vtas (x)                          |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | 2,66x  | 2,59x   | 2,64x | 2,57x  | 2,17x   | 2,19x  | 1,97x  | 1,76x  |       |        |
| EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         |      |      |      |      | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.  | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.   |       |        |
| Comport. Absoluto                    |      |      |      |      | -8,3%   | 10,7%  | 0,0%   | -1,9%   | 0,0%  | -4,8%  | 0,0%    | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |       |        |
| Comport. Relativo vs Ibex 35         |      |      |      |      | -14,6%  | 30,2%  | -10,6% | 16,1%   | -7,3% | 0,8%   | -18,5%  | -14,9% |        |        |       |        |

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2024e

|                               | EUR Mn                  | Industria Europea      |         |         | Otros                          |        |
|-------------------------------|-------------------------|------------------------|---------|---------|--------------------------------|--------|
|                               |                         | Select Harvest Limited | SIPEF   | Average | Archer-Daniels-Midland Company | ECO    |
| Datos Mercado                 | Ticker (Factset)        | SHV-AU                 | SIP-BE  |         | ADM-US                         | ECO-ES |
|                               | País                    | Australia              | Belgium |         | USA                            | Spain  |
|                               | Market cap              | 307,0                  | 596,7   |         | 25.594,0                       | 32,4   |
|                               | Enterprise value (EV)   | 603,4                  | 634,3   |         | 32.688,7                       | 51,3   |
|                               |                         |                        |         |         |                                |        |
| Información financiera básica | Total Ingresos          | 157,0                  | 392,5   |         | 78.770,7                       | 23,5   |
|                               | Cto.Total Ingresos      | 22,9%                  | -4,4%   | 9,3%    | -6,4%                          | 1,9%   |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 8,4%                   | 2,7%    | 5,5%    | 2,5%                           | 11,5%  |
|                               | EBITDA                  | 33,0                   | 138,2   |         | 4.317,2                        | (0,5)  |
|                               | Cto. EBITDA             | 269,7%                 | -4,6%   | 132,6%  | 22,2%                          | 56,6%  |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 29,3%                  | 4,8%    | 17,0%   | 1,2%                           | 91,6%  |
|                               | EBITDA/Ingresos         | 21,0%                  | 35,2%   | 28,1%   | 5,5%                           | n.a.   |
|                               | EBIT                    | 12,6                   | 90,7    |         | 2.567,6                        | (1,1)  |
|                               | Cto. EBIT               | 144,7%                 | -5,5%   | 69,6%   | -0,6%                          | 39,1%  |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 65,3%                  | 8,2%    | 36,7%   | 6,7%                           | 51,6%  |
|                               | EBIT/Ingresos           | 8,0%                   | 23,1%   | 15,6%   | 3,3%                           | n.a.   |
|                               | Beneficio Neto          | 2,7                    | 58,0    |         | 2.405,0                        | (1,5)  |
|                               | Cto. Beneficio Neto     | 103,8%                 | -13,8%  | 45,0%   | -22,9%                         | 90,4%  |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | n.a.                   | 6,5%    | 6,5%    | -2,3%                          | 64,5%  |
|                               | CAPEX/Ventas            | 8,7%                   | 24,0%   | 16,3%   | 1,5%                           | 1,0%   |
| Free Cash Flow                | (4,0)                   | n.a.                   |         | 2.280,1 | (1,3)                          |        |
| Deuda financiera Neta         | 129,6                   | 30,8                   |         | 6.667,5 | 18,7                           |        |
| DN/EBITDA (x)                 | 3,9                     | 0,2                    | 2,1     | 1,5     | n.a.                           |        |
| Pay-out                       | 0,0%                    | 28,9%                  | 14,4%   | 40,1%   | 0,0%                           |        |
| Múltiplos y Ratios            | P/E (x)                 | n.a.                   | 10,1    | 10,1    | 11,1                           | n.a.   |
|                               | P/BV (x)                | 1,1                    | n.a.    | 1,1     | 1,3                            | n.a.   |
|                               | EV/Ingresos (x)         | 3,8                    | 1,6     | 2,7     | 0,4                            | 2,2    |
|                               | EV/EBITDA (x)           | 18,3                   | 4,6     | 11,4    | 7,6                            | n.a.   |
|                               | EV/EBIT (x)             | 47,8                   | 7,0     | 27,4    | 12,7                           | n.a.   |
|                               | ROE                     | 1,0                    | n.a.    | 1,0     | 12,0                           | 23,2   |
|                               | FCF Yield (%)           | n.a.                   | n.a.    | n.a.    | 8,9                            | n.a.   |
|                               | DPA                     | 0,00                   | 1,61    | 0,80    | 1,78                           | 0,00   |
|                               | Dvd Yield               | 0,0%                   | 2,9%    | 1,4%    | 3,3%                           | 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).

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://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](https://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](mailto: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                         |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--|----------------------------------|
| 01-Oct-2024   | n.a.          | 1,00         | n.a.              | n.a.          | Resultados 6m 2024                         | Luis Esteban Arribas, CESGA      |
| 27-May-2024   | n.a.          | 1,00         | n.a.              | n.a.          | Small & Micro Caps (España)                | Alfredo Echevarría Otegui        |
| 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 |

