

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Electrical Equipment

Precio de Cierre: EUR 2,35 (26 abr 2023)

Fecha del informe: 27 abr 2023 (08:30)

**Resultados 12m 2022**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2022**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

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

+34 915 904 226

**Endurance Motive (END)**, es una pequeña compañía española con sede en Valencia, fundada en 2018 y especializada en el desarrollo y comercialización de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica a través de baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible. Los sectores a los que está destinada su actividad son: i) industrial, ii) naval y iii) movilidad urbana. El equipo fundador controla el c.62% del total del accionariado.

## Rdos 2022, en línea. La mejora de márgenes ("ya desde 2023e) es el nuevo equity story

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	21,5	23,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	25,2	27,8
Número de Acciones (Mn)	9,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,90 / 2,50 / 1,62	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación <sup>(3)</sup>	37,0	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Carlos Navarro	33,6
Andrés Muelas	28,6
Free Float	37,8

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,8	9,2	9,2	9,2
Total Ingresos	6,1	8,8	11,9	14,4
EBITDA Rec.	-2,4	-1,3	-0,4	0,7
% Var.	-42,1	44,2	68,4	268,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	-4,0	27,5	28,1	18,4
Beneficio neto	-1,9	-1,2	-0,4	0,6
BPA (EUR)	-0,22	-0,13	-0,04	0,06
% Var.	6,9	38,4	67,9	247,1
BPA ord. (EUR)	-0,26	-0,13	-0,04	0,06
% Var.	-12,7	47,6	67,9	247,1
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-3,8	-2,3	-1,5	-0,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,8	5,3	6,7	6,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	9,6
ROE (%)	n.a.	n.a.	134,9	n.a.
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	14,4

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

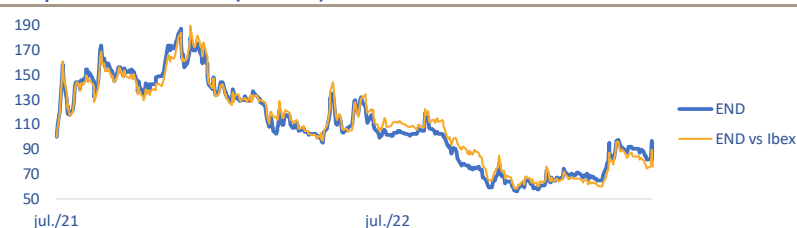
PER	n.a.	n.a.	n.a.	37,2
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	37,2
P/BV	19,0	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	4,16	2,85	2,12	1,75
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	35,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	26,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS (EUR 6,1MN; +45,9% VS 2021)...** END confirma su capacidad de crecer en 2022, pese a la crisis de suministros que penalizó el número de entregas durante el 1S22 (ingresos 1S22: EUR 2,6Mn; +26,8%). La vuelta a niveles normales de fabricación durante el 2S22 ha hecho posible cerrar el año con un elevado crecimiento en ingresos (+45% vs 2021). La cartera de pedidos se mantiene robusta, con EUR 7,1Mn a 20 de abril de 2023. Los pedidos fuera de España comienzan a ganar tracción y ya suponen c.13% s/ingresos 2022 (27,4% sobre la cartera de pedidos de abril de 2023).

**... AUNQUE LOS MÁRGENES SE HAN VISTO PENALIZADOS POR EL MAYOR COSTE DE LAS MATERIAS PRIMAS (EBITDA 2022 EUR -2,1MN VS EUR -1,7MN 2021).** END no ha podido trasladar el aumento de precios de las materias primas utilizadas en la fabricación de las baterías como el acero (+30%) y celdas de litio (+7,1%) a sus clientes, lo que ha estrechado el margen bruto 2022 hasta el 21% (vs 25,5% 2021). El incremento de plantilla (+11 empleados vs 2021; +21%) ha elevado el gasto de personal a EUR 2,2Mn (+30,2% vs 2021) y mantiene el EBITDA negativo (EUR -2,1Mn).

**END FIRMA UN ACUERDO DE FINANCIACIÓN MEDIANTE OBLIGACIONES CONVERTIBLES CON ALPHA BLUE OCEAN POR EUR 3,2MN.** Las necesidades de capital son la principal restricción al crecimiento de END. La DN 2022 se eleva a EUR 3,8Mn (+50% vs 2021). END ha obtenido un PERTE en 2023 a fondo perdido (ya cobrado) por EUR 0,7Mn y ha firmado un acuerdo de financiación vía emisión de obligaciones convertibles con "Global Corporate Finance Opportunities 15" (vehículo gestionado por Alpha Blue Ocean, con inversiones en otras compañías de BMEGrowth como Substatre AI), por EUR 3,2Mn a un precio de conversión del 95% de la media de las últimas 10 sesiones bursátiles anteriores a la fecha de solicitud de conversión. Si se convirtiese el total del importe a fecha de este informe, los accionistas de END se enfrentarían a una potencial dilución de c.8%.

**LA MEJORA DE MÁRGENES (YA VISIBLE EN 2023E) SE CONVIERTE EN EL NUEVO EQUITY STORY.** Tras los resultados 2022, END ha validado su apuesta por la movilidad sostenible y se enfrenta al reto de mejorar márgenes que esperamos obtenga por: i) la normalización en el precio de las materias primas y ii) la mejora en la eficiencia de sus procesos de fabricación. Nuestro escenario central apunta a unos ingresos 2023e de EUR 8,8Mn con un margen bruto >29% que se traduciría en un EBITDA 2023e: -1,1Mn). Habrá que esperar hasta 2025e con unos ingresos EUR 14,4Mn para superar el break-even. END cotiza hoy a un EV/Vtas 2023e 2,85x. La financiación (tanto su obtención como su potencial efecto dilutivo) se mantiene como la única restricción relevante del modelo de negocio.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-10,6	17,5	-19,0	12,4	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-15,5	14,2	-26,4	-0,4	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-9,7	26,9	-13,5	3,9	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-15,1	12,8	-30,6	-1,9	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-16,9	15,0	-28,2	-0,5	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: Europe Electrical Products.

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

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

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

---

## END es una compañía de BME Growth

---

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

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

**Resultados 12m 2022**
**Resultados 12m2022**

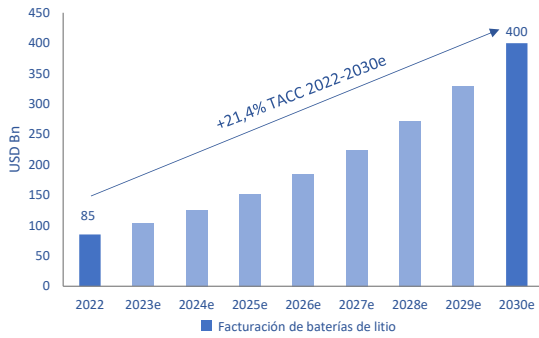
EUR Mn	12m22 Real*	12m21	12m22 Real* vs 12m21	2022e	12m22Real vs 2022e
<b>Total Ingresos</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>	<b>29,3%</b>	<b>5,8</b>	<b>4,3%</b>
Tracción	6,0	4,6	31,8%	n.a.	n.a.
Urban	0,0	0,0	n.a.	n.a.	n.a.
Marine	0,0	0,1	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-42,1%</b>	<b>-2,1</b>	<b>-16,5%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-39,8%</i>	<i>-32,6%</i>	<i>-7,2 p.p.</i>	<i>-35,7%</i>	<i>-4,1 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-19,6%</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,2%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-34,2%</i>	<i>-39,0%</i>	<i>4,8 p.p.</i>	<i>-35,7%</i>	<i>1,4 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-37,0%</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,2%</b>
<b>BAI</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-44,7%</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,0%</b>
<b>BN</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-44,7%</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,0%</b>
<b>BN ordinario</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-70,2%</b>	<b>-1,8</b>	<b>-23,5%</b>
Pedidos de clientes a abril <sup>1</sup>	7,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda Neta	3,8	2,5	48,9%	3,5	8,6%

Nota<sup>(1)</sup>: Los pedidos de clientes incluyen tanto el importe facturado como pendiente de facturar en 2023.

Nota<sup>(\*)</sup>: El informe de auditoría 2022 contiene dos salvedades: i) por activación de bases imponibles negativas de ejercicios anteriores (EUR 0,3Mn) y que el auditor considera debieran haberse dado de baja (29% s/Fondos Propios 2022) y ii) por la reversión no procedente de la provisión de garantías de post-venta, por importe de EUR 0,2Mn (20% s/Fondos Propios 2022).

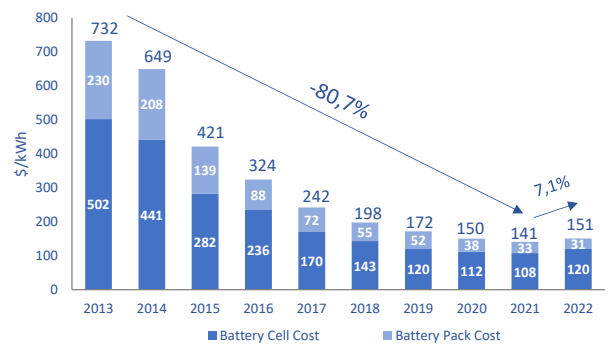
**La compañía en 8 gráficos**

**Baterías de litio: Un sector en plena fase de crecimiento ...**



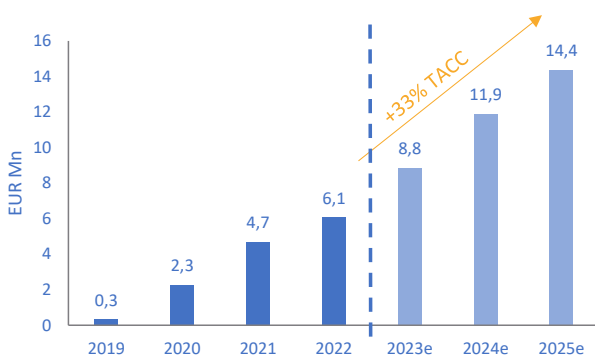
Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

**... y cada vez más asequibles (lo que empujará su demanda)**

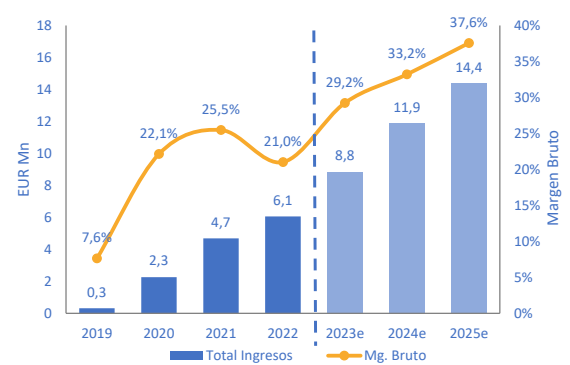


Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

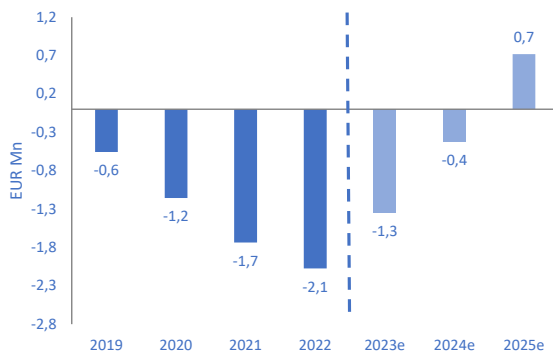
**END: Bien posicionada para acelerar su crecimiento...**



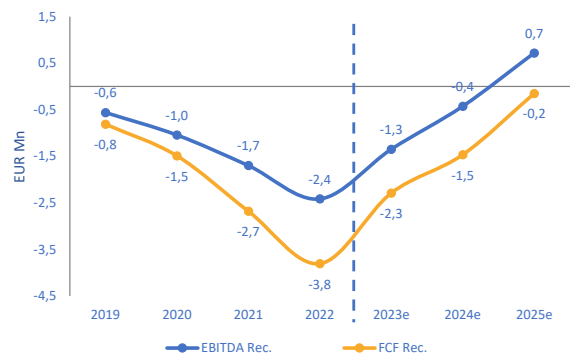
**... y capacidad para mejorar su Mg. Bruto (aún inferior al 30%)**



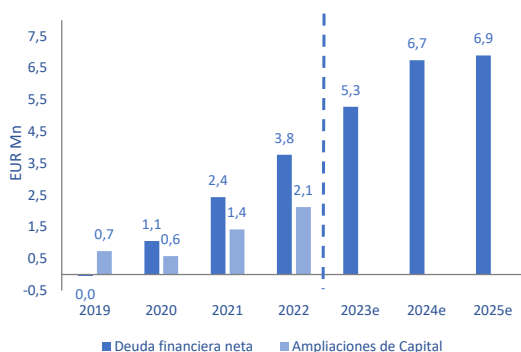
**Aunque el break-even en EBITDA no será posible, al menos, hasta 2025e**



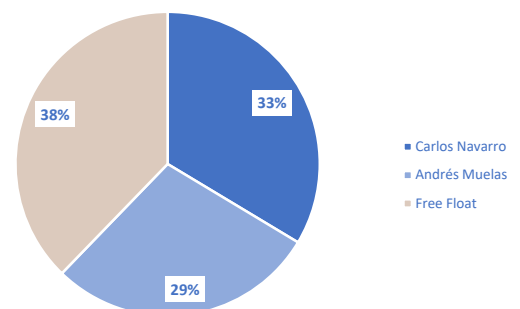
**Lo que se traducirá en un elevado consumo de caja**



**Lo que incrementará la DN hasta EUR 6,9Mn en 2025e...**



**c. 62% del capital en manos de sus fundadores**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,3)	(1,1)	0,2	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>21,5</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>3,8</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,0%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,6%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,5%</b>	<b>11,9%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	85,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	14,9%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,6%</b>	<b>10,7%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

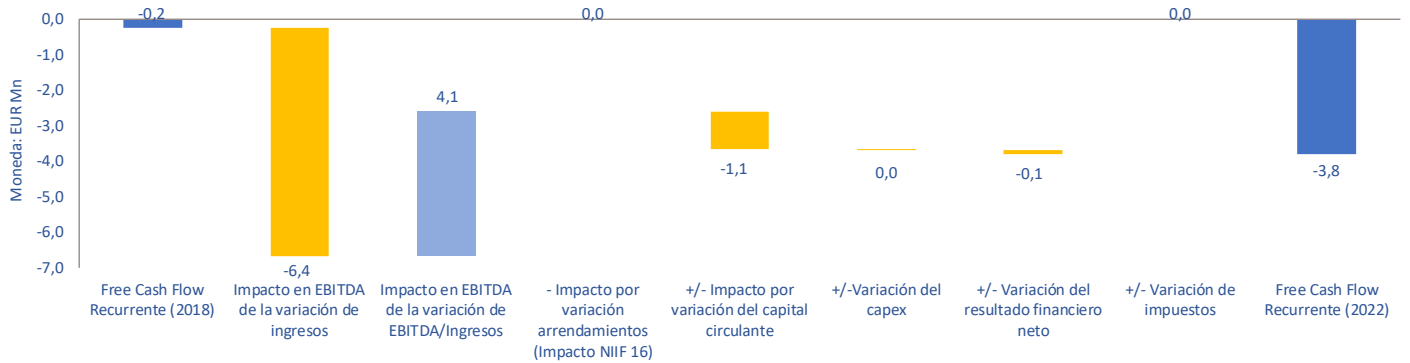
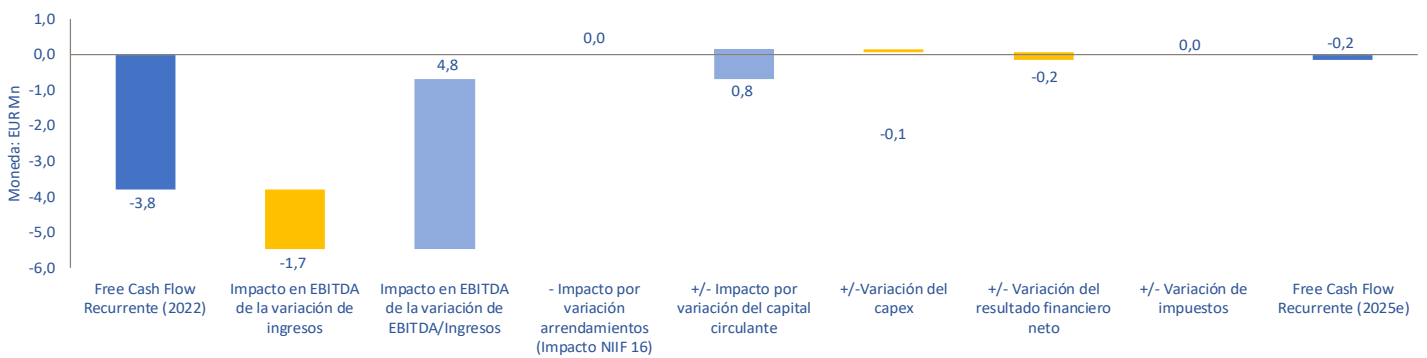
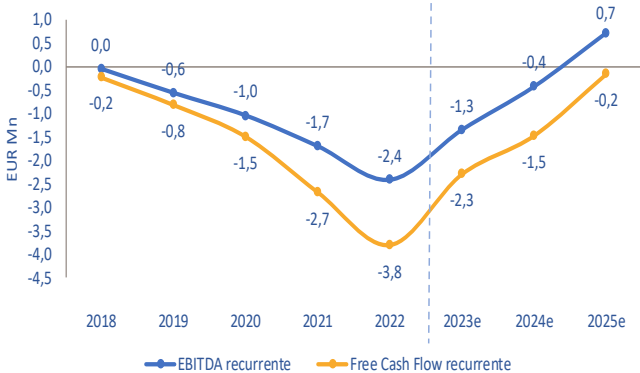
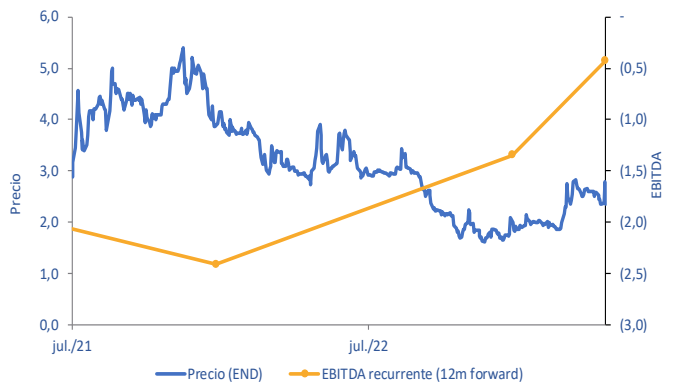
Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Varta AG	VAR1-DE	1.004,2	n.a.	n.a.	16,5	41,1%	1,8	9,9%	10,7%	n.a.	n.a.
Enersys	ENS-US	2.965,9	13,1	n.a.	9,1	n.a.	1,1	n.a.	11,9%	5,9%	n.a.
Fluence	FLNC-US	2.799,6	n.a.	81,9%	n.a.	n.a.	1,1	38,3%	n.a.	n.a.	77,8%
Ilika	IKA-GB	96,3	n.a.	31,6%	n.a.	33,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32,9%
Flux Power Holdings, Inc.	FLUX-US	49,8	n.a.	94,5%	n.a.	n.a.	0,9	36,0%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Lithium batteries</b>			13,1	56,7%	12,8	37,5%	1,3	24,1%	11,3%	5,9%	55,3%
<b>END</b>	<b>END-ES</b>	<b>21,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>57,2%</b>	<b>n.a.</b>	<b>59,1%</b>	<b>2,8</b>	<b>27,5%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>68,4%</b>

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,2	0,6	1,2	1,6	0,8	0,8	0,8		
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,6	1,0	1,4		
Otros activos no corrientes	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	0,2	0,4	1,5	3,1	4,5	5,8	7,0	7,8		
<b>Total activo</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>		
Patrimonio neto	0,5	0,9	0,9	0,9	1,1	(0,1)	(0,5)	0,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(0,2)	(0,0)	1,1	2,4	3,8	5,3	6,7	6,9		
Pasivo circulante	0,0	0,1	0,8	1,6	1,8	2,5	3,1	3,5		
<b>Total pasivo</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	20-22	22-25e
<b>Total Ingresos</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>8,8</b>	<b>11,9</b>	<b>14,4</b>	<b>63,7%</b>	<b>33,3%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>613,8%</i>	<i>107,3%</i>	<i>29,3%</i>	<i>45,9%</i>	<i>34,4%</i>	<i>20,9%</i>		
Coste de ventas	(0,0)	(0,3)	(1,8)	(3,5)	(4,8)	(6,3)	(7,9)	(9,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>59,5%</b>	<b>61,8%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>25,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>29,2%</i>	<i>33,2%</i>	<i>37,6%</i>		
Gastos de personal	(0,0)	(0,2)	(0,8)	(1,7)	(2,2)	(2,3)	(2,4)	(2,5)		
Otros costes de explotación	-	(0,4)	(0,7)	(1,2)	(1,5)	(1,6)	(2,0)	(2,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-52,2%</b>	<b>31,9%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-62,9%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>44,2%</i>	<i>68,4%</i>	<i>268,4%</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>n.a.</i>	<i>5,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-34,0%</b>	<b>32,9%</b>
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
Gastos capitalizados	0,1	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,9</b>	<b>-54,1%</b>	<b>36,4%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-51,3%</i>	<i>-73,4%</i>	<i>-37,0%</i>	<i>43,4%</i>	<i>92,3%</i>	<i>n.a.</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>6,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-58,4%</b>	<b>32,0%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-73,5%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>35,9%</i>	<i>67,9%</i>	<i>247,1%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-58,4%</b>	<b>32,0%</b>
Impuestos	0,0	0,1	0,2	-	-	-	-	-		
<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	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-82,7%</b>	<b>32,0%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-130,6%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>35,9%</i>	<i>67,9%</i>	<i>247,1%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-86,3%</b>	<b>31,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-30,4%</i>	<i>-98,1%</i>	<i>-75,2%</i>	<i>45,5%</i>	<i>67,9%</i>	<i>247,1%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	20-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-52,2%</b>	<b>31,9%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,6)	(0,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-61,0%</b>	<b>28,0%</b>
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-59,8%</b>	<b>65,9%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						0,8	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(1,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-47,0%</b>	<b>64,8%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,2</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	(0,6)	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(1,3)	(0,4)	0,7	-62,7%	31,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	n.a.	-85,9%	-62,9%	-42,1%	44,2%	68,4%	268,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(0,6)	(0,6)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,3</b>	<b>-68,0%</b>	<b>28,0%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-273,2%	-83,0%	-79,2%	-44,7%	45,9%	47,4%	133,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,4%		
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-67,5%</b>	<b>65,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-262,6%	-83,9%	-79,8%	-42,0%	39,8%	36,0%	89,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	0,8	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-62,7%</b>	<b>64,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-256,3%	-99,1%	-69,4%	-27,6%	56,4%	2,9%	89,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,4)	(3,4)	(1,1)	(0,5)	(1,1)	(0,5)	(0,1)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,9	3,0	0,5	(0,2)	2,2	1,4	1,2		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,0)	(0,2)	(0,5)	(0,4)	0,6	0,0	0,2		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,9</b>	<b>-53,2%</b>	<b>36,4%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-62,7%</b>	<b>31,9%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(0,6)	(0,6)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,3</b>	<b>-68,0%</b>	<b>28,0%</b>
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>-66,3%</b>	<b>27,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-267,9%	-82,2%	-80,5%	-39,9%	44,4%	43,9%	118,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	0,8	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>-66,3%</b>	<b>27,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-267,9%	-82,2%	-80,5%	-39,9%	65,6%	9,4%	118,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%		

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

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

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	21,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	3,8	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>25,2</b>	



## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Total Ingresos							0,0	0,3	2,3	4,7	6,1	8,8	11,9	14,4	n.a.	33,3%
Cto. Total ingresos							n.a.	n.a.	613,8%	107,3%	29,3%	45,9%	34,4%	20,9%		
EBITDA							(0,1)	(0,6)	(1,2)	(1,7)	(2,1)	(1,3)	(0,4)	0,7	n.a.	32,9%
Cto. EBITDA							n.a.	-967,7%	-108,0%	-50,1%	-19,6%	35,1%	68,4%	268,4%		
EBITDA/Ingresos							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0%		
Beneficio neto							0,0	(0,4)	(0,6)	(1,3)	(1,9)	(1,2)	(0,4)	0,6	n.a.	32,0%
Cto. Beneficio neto							n.a.	n.a.	-54,8%	-130,6%	-44,7%	35,9%	67,9%	247,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							0,3	0,3	0,4	5,7	8,8	9,2	9,2	9,2		
BPA (EUR)							0,12	-1,10	-1,54	-0,23	-0,22	-0,13	-0,04	0,06	n.a.	31,8%
Cto. BPA							n.a.	n.a.	-40,6%	84,9%	6,9%	38,4%	67,9%	n.a.		
BPA ord. (EUR)							0,06	-1,47	-1,75	-0,23	-0,26	-0,13	-0,04	0,06	n.a.	31,0%
Cto. BPA ord.							n.a.	n.a.	-18,4%	87,0%	-12,7%	47,6%	67,9%	n.a.		
CAPEX							(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
CAPEX/Vtas %							120,0%	11,8%	2,7%	2,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow							(0,2)	(0,8)	(1,6)	(2,7)	(3,5)	(1,5)	(1,5)	(0,2)	n.a.	64,8%
DN/EBITDA (x) (2)							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,6x		
PER (x)							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	37,2x		
EV/Vtas (x)							n.a.	n.a.	0,40x	0,49x	0,60x	2,85x	2,12x	1,75x		
EV/EBITDA (x) (2)							4,5x	0,3x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35,1x		
Comport. Absoluto							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-45,9%	12,4%				
Comport. Relativo vs Ibex 35							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-42,7%	-0,4%				

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 2023e

		Lithium batteries						
		Varta AG	Enersys	Fluence	Ilika	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
EUR Mn								
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VAR1-DE	ENS-US	FLNC-US	IKA-GB	FLUX-US		END-ES
	País	Alemania	USA	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	1.004,2	2.965,9	2.799,6	96,3	49,8		21,5
	Enterprise value (EV)	1.540,3	3.803,2	1.632,7	76,1	58,4		25,2
Información financiera básica	Total Ingresos	868,9	3.505,3	1.495,9	1,5	63,1		8,8
	Cto.Total Ingresos	0,0%	5,5%	37,8%	101,7%	64,6%	36,3%	45,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,9%	n.a.	38,3%	n.a.	36,0%	24,1%	27,5%
	EBITDA	93,2	416,2	(97,5)	(8,5)	(3,6)		(1,3)
	Cto. EBITDA	0,0%	19,3%	n.a.	n.a.	72,3%	9,6%	35,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	41,1%	n.a.	n.a.	33,9%	n.a.	37,5%	59,1%
	EBITDA/Ingresos	10,7%	11,9%	n.a.	n.a.	n.a.	11,3%	n.a.
	EBIT	(5,0)	319,8	(130,3)	(9,8)	(5,0)		(1,0)
	Cto. EBIT	0,0%	26,6%	n.a.	n.a.	63,9%	13,3%	43,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	n.a.	77,6%	30,9%	n.a.	54,3%	71,8%
	EBIT/Ingresos	n.a.	9,1%	n.a.	n.a.	n.a.	9,1%	n.a.
	Beneficio Neto	(12,0)	217,0	(122,9)	(8,4)	(6,0)		(1,2)
	Cto. Beneficio Neto	0,0%	43,9%	n.a.	n.a.	57,5%	22,0%	35,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	n.a.	77,9%	32,2%	94,8%	55,1%	57,2%
CAPEX/Ventas	12,7%	2,7%	0,5%	n.a.	n.a.	5,3%	1,0%	
Free Cash Flow	(24,8)	174,0	(127,0)	(6,0)	n.a.		(1,5)	
Deuda financiera Neta	424,8	n.a.	(295,6)	(5,6)	n.a.		5,3	
DN/EBITDA (x)	4,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,6	n.a.	
Pay-out	0,0%	12,3%	0,0%	0,0%	n.a.	3,1%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	13,1	n.a.	n.a.	n.a.	13,1	n.a.
	P/BV (x)	2,7	1,8	6,5	5,4	n.a.	4,1	n.a.
	EV/Ingresos (x)	1,8	1,1	1,1	n.a.	0,9	1,3	2,8
	EV/EBITDA (x)	16,5	9,1	n.a.	n.a.	n.a.	12,8	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	11,9	n.a.	n.a.	n.a.	11,9	n.a.
	ROE	n.a.	14,1	n.a.	n.a.	n.a.	14,1	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	5,9	n.a.	n.a.	n.a.	5,9	n.a.
	DPA	0,00	0,63	0,00	0,00	n.a.	0,16	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	n.a.	0,2%	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 Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)

---

**Alfredo Echevarría Otegui**

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

**David López Sánchez**

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

**Luis Esteban Arribas**

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

**Enrique Andrés Abad**

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

**Jesús López Gómez**

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

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

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

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

**Estados Unidos.** IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercado 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
27-Abr-2023	n.a.	2,35	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
27-Oct-2022	n.a.	1,83	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
26-Abr-2022	n.a.	2,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

