

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Electrical Equipment

Fecha del informe: 26 abr 2022

Hora distribución: 10:45

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 2,84 (25 abr 2022)

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.

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

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	24,4	26,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	26,8	28,7
Número de Acciones (Mn)	8,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,40 / 4,00 / 2,84	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽²⁾	50,0	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Carlos Navarro	32,9
Andrés Muelas	29,4
Mónica Bragado	1,3
Free Float	36,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,7	8,7	8,7	8,7
Total Ingresos	4,7	8,5	14,2	18,7
EBITDA Rec. ⁽³⁾	-1,5	-1,4	-0,7	0,1
% Var.	-46,6	8,4	50,8	118,1
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	18,9	18,5	28,7	20,8
Beneficio neto	-1,4	-1,1	-0,6	0,0
BPA (EUR)	-0,25	-0,12	-0,06	0,00
% Var.	83,8	50,3	48,6	101,1
BPA ord. (EUR)	-0,20	-0,12	-0,06	0,00
% Var.	88,7	36,8	48,6	101,1
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-2,6	-2,6	-2,5	-2,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	2,6	2,5	3,8	5,8
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	46,6
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	4,6

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	n.a.	10,1	8,0	8,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	5,72	3,16	1,88	1,43
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) END presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

(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.

(7) END comenzó a cotizar en BME Growth el 8 de julio de 2021.

Una opción (única) de "jugar" la movilidad sostenible. La financiación es la piedra angular

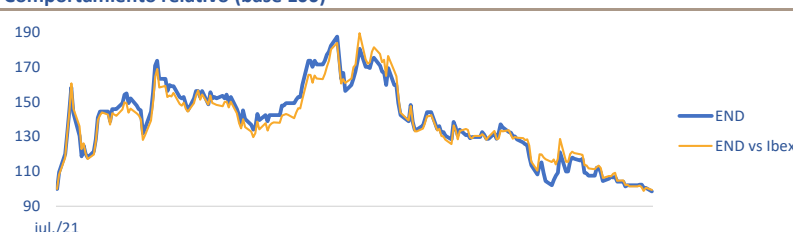
2019-2021: "ARRANQUE" DEL NEGOCIO CON UN CRECIMIENTO EXPONENCIAL (GRACIAS A SU POSICIONAMIENTO EN UN MERCADO EN EXPANSIÓN)... La apuesta de END por el desarrollo y comercialización de baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible le ha permitido generar un crecimiento exponencial en sus ingresos (EUR 4,7Mn en 2021 vs EUR 0,3Mn en 2019). Pero con una estructura de costes que mantiene el EBITDA aún por debajo de break-even (lo que ha condicionado su financiación; obtenida, principalmente, con ampliaciones de capital).

... QUE SE PROLONGARÁ DURANTE LOS PRÓXIMOS AÑOS (HASTA ALCANZAR BREAK-EVEN EN EBITDA EN 2024). La transición hacia la movilidad sostenible ya ha comenzado. Lo que, de un modo muy simple indica que el timing es óptimo. Una idea que permite esperar (nuestro escenario central) que el crecimiento explosivo en ingresos se mantenga: multiplicándose por c.4x en el período 21-24e (apoyado en la internacionalización del negocio y la diversificación sectorial). Y permitiendo alcanzar break-even en EBITDA 2024e (por puro apalancamiento operativo).

LA ÚNICA RESTRICCIÓN, APARENTE/IMPORTANTE, ES EL CAPITAL. El equity story de END presenta un negocio solo condicionado por la captación del capital necesario para crecer. El "viento" (sectorial, regulatorio, incluso social) es a favor y explica por sí solo la oportunidad de un fortísimo "salto" en ingresos. La única restricción del modelo de END es el capital (no lo es la demanda). Lo que implica asumir que las necesidades de financiación adicionales seguirán cubriéndose mayoritariamente con soluciones que impliquen equity y por tanto dilución. Nuestro modelo es claro al prever una DN 24e de c. EUR 6Mn (vs EUR 2,6Mn en 2021; DN/FFPP 24e c.2x).

EN DEFINITIVA, UNA OPCIÓN (ÚNICA) DE JUGAR LA MOVILIDAD SOSTENIBLE. END aparece como la oportunidad (singular en la bolsa española) de participar en la electrificación de la movilidad (una tendencia imparable). Una industria que se apoya en factores regulatorios (fin en la producción de vehículos de combustión 2040 en España) y en el interés, cada vez mayor, en inversiones que cumplan con criterios ESG. Un factor que mitiga teóricamente el riesgo financiero de END (ya que su negocio entra dentro del grupo de los "preferidos" por los inversores ESG).

Comportamiento relativo (base 100)⁽⁷⁾



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-8,4	-24,9	n.a.	-26,4	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-11,0	-25,7	n.a.	-25,2	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-7,9	-28,8	n.a.	-27,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-5,7	-18,5	n.a.	-15,8	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-1,5	-18,2	n.a.	-7,2	n.a.	n.a.

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

Informe emitido por IEF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEF 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. 130 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).

Conclusiones

Una oportunidad “intuitiva”: crecer gracias al desarrollo (“imparable”) de la movilidad sostenible. La única restricción, aparente, es el capital.

Incorporada a BME Growth en julio de 2021, END es una pequeña compañía (EUR 24Mn Mkt Cap) fundada por Andrés Muelas y Carlos Navarro en 2018 dedicada al desarrollo, fabricación y comercialización de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica, basados en baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible.

La estrategia seguida por END ha consistido en la sustitución de baterías con una tecnología obsoleta (baterías de plomo) en vehículos industriales por baterías de Ion-Litio (compuestas por celdas de litio y equipos electrónicos y eléctricos que le confieren a la batería la seguridad necesaria para su operación), ofreciendo ventajas en duración, eficiencia y menor contaminación, lo que le ha permitido experimentar un salto en tamaño pese a fundarse hace apenas 4 años. El sector de la movilidad se encuentra en plena transición por el impacto medioambiental de los motores de combustión; donde las baterías de litio se imponen como la opción más utilizada (por sus ventajas) y asequible del mercado (por la significativa reducción en su coste).

El contexto actual nos plantea las siguientes cuestiones: i) ¿Qué es END hoy? ii) ¿Qué podemos esperar de un negocio como END a medio y largo plazo?

A) 2019-2021: “Arranque” del negocio. Crecimiento orgánico exponencial en ingresos.

La apuesta de END por las soluciones de movilidad vinculadas a energías sostenibles y el esfuerzo comercial realizado desde el comienzo de su actividad en 2018, le han permitido despegar en ingresos, pero sin superar todavía el break-even en EBITDA recurrente. Este período se ha caracterizado por:

- **Un modelo de negocio que le ha permitido alcanzar unos ingresos de EUR 4,7Mn en 2021 (vs EUR 0,3Mn en 2019).** Un crecimiento elevado que se explica esencialmente por el esfuerzo comercial que ha realizado END en el territorio nacional con el enfoque inicial centrado en la movilidad industrial, siendo sus principales clientes concesionarios y propietarios de flotas de vehículos industriales (carretillas de elevación, transpaletas y tractores de arrastre). Las ventajas que ofrecen las baterías de litio frente a fuentes de energía tradicional como las baterías de plomo, junto con el empuje sectorial han sido claves para el desarrollo de la actividad de END durante sus primeros años.
- **... con una mejora significativa en el margen bruto (Mg. Bruto/Ingresos c. 25,5% en 2021 vs 22,1% en 2020) pero con espacio para seguir creciendo.** La mejora en el margen bruto vista hasta ahora se ha producido gracias a: i) la venta de productos con mayor valor añadido (baterías) frente a otros componentes (como cargadores, en los que END hace de intermediario), ii) eficiencia en los procesos, iii) mejora en condiciones con proveedores por un aumento en el volumen de unidades vendidas (890 en 2021 vs 121 en 2019) y iv) la reducción en el coste de las celdas de litio a nivel global hasta 132 USD/KWh en 2021 (vs 631 USD/KWh 2013).
- **Manteniendo el EBITDA rec. aún por debajo del break-even (EUR -1,5Mn en 2021).** Hoy, END se encuentra en un momento de creación de la estructura necesaria para acometer sus planes de crecimiento. Lo que ha quedado patente por el aumento en su capacidad productiva hasta 2.600m² en 2021 (vs 1.800m² en 2020) y la contratación de personal hasta alcanzar una plantilla de 55 trabajadores en 2021 (vs 28 en 2020) entre los que se encuentran delegados comerciales en países como Francia, Alemania e Italia.
- **Lo que ha condicionado su financiación. Obtenida, principalmente, con ampliaciones de capital.** Dada la situación incipiente del negocio, el capital necesario para su desarrollo ha procedido principalmente de: i) financiación externa (entidades bancarias), ii) sucesivas ampliaciones de capital, incluyendo la salida a bolsa, por importe acumulado de EUR 2,7Mn desde 2019 hasta 2021 y iii) la obtención de líneas de financiación convertibles. Lo que eleva la DN en 2021 hasta niveles de EUR 2,6Mn (ratio de DN/FFPP 3,3x).

Un crecimiento exponencial en Ingresos (EUR 4,7Mn en 2021 vs EUR 0,3Mn en 2019) ...

... manteniendo el EBITDA rec. aún por debajo del break-even en 2021 (EUR -1,5Mn)

Lo que habría elevado la DN a EUR 2,6Mn en 2021 (DN/FFPP 3,3x en 2021)

La “foto” hoy es la de una compañía en plena frase de crecimiento que se ha caracterizado por: i) su esfuerzo en la obtención de ingresos (Ingresos 2021 EUR 4,7Mn), ii) creando una estructura para los próximos años que ha mantenido sus niveles de rentabilidad (todavía) por debajo del break-even (EBITDA rec. 2021 EUR -1,5Mn) y iii) con un nivel de endeudamiento condicionado por las ampliaciones de capital (DN/FFPP 2021 3,3x). Ahora toca preguntarse qué se puede esperar de END en el m/p y l/p (2021-2024e).

B) 2021-2024e: Un contexto sectorial favorable. Multiplicando ingresos por c.4x (2021-2024e) con una mejora de márgenes que apuntan al break-even en 2024e.

Durante los últimos años (2019-2021), END ha centrado sus esfuerzos en construir “desde cero” su actividad. No obstante, parte del esfuerzo también ha ido en dirección de crear una estructura operativa que hiciese posible desarrollar su actividad en diversos sectores como el naval y de movilidad urbana, así como en expandir su negocio en el mercado europeo. Todo ello, supone una oportunidad en el m/p y l/p, que no ha sido visible en el P&L hasta ahora, pero para la que se encuentra bien posicionada por las siguientes razones:

Con capacidad para seguir creciendo a ritmos de doble dígito

- **Expansión de la actividad al ámbito internacional:** A fecha de este informe, END ha obtenido pedidos procedentes de Francia por un importe de EUR 0,6Mn (mercado abierto durante el segundo semestre de 2021). Lo que refuerza la idea de que la evolución natural del negocio de END pasa por la internacionalización de su actividad. Estimamos que la apertura de nuevos mercados podría suponer de c. 30% del mix de ingresos en 2024e (vs c. 14% en 2022e) y aumentar su cartera de clientes.
- **Diversificación hacia sectores como el naval y el de movilidad urbana:** El know-how obtenido durante sus primeros años de actividad han permitido a END perfeccionar la fabricación de las baterías de Ion-Litio. END tiene intención de desarrollar nuevos proyectos para introducir sus productos en sectores como el naval (2022e) y movilidad urbana (2023e).
- **Incremento en el precio de venta unitario por batería:** El precio de la batería varía, esencialmente, en función del número de celdas de litio necesarias dentro del batería. Por tanto, el número de celdas y el tamaño de la batería se ajusta en base al voltaje necesario (24V a 96V), lo que determina el precio medio por unidad. El aumento del precio de venta por unidad esperado en nuestras estimaciones (Tabla 1) se explica esencialmente por: i) un incremento en el mix de ingresos de baterías de mayor voltaje y ii) el aumento en el coste de las materias primas necesarias para su fabricación debido al contexto inflacionario y de incertidumbre actual.

Tabla 1. Principales indicadores (2020-2024e)

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 2021-2024e
Ingresos	2,3	4,7	8,5	14,2	18,7	58,6%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	613,8%	107,3%	81,2%	67,6%	31,4%	
Margen Bruto	0,5	1,2	2,3	4,0	5,5	66,2%
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	22,1%	25,5%	27,5%	28,2%	29,3%	
EBITDA recurrente	-1,0	-1,5	-1,4	-0,7	0,1	
Free Cash Flow Recurrente	-1,5	-2,6	-2,6	-2,5	-2,0	
Ampliaciones de Capital	0,6	1,4	2,7	1,2	0,0	
Deuda financiera neta	1,1	2,6	2,5	3,8	5,8	
<i>DN/FFPP</i>	1,2x	3,3x	1,0x	1,2x	1,9x	
<i>Nº de Uds Vendidas</i>	524	890	1.100	1.475	1.900	28,8%
<i>Precio medio de venta (€)</i>	4.317	5.270	7.725	9.656	9.849	23,2%

Nota: El aumento del precio medio de venta se explica esencialmente como resultado del incremento en el mix de ingresos de baterías de mayor voltaje.

- **Y pudiendo apalancarse sobre sus costes de estructura** que permitiría una mejora en EBITDA, sobrepasando el break-even a partir de 2024e (EBITDA Rec. c. EUR 0,1Mn vs EUR -1,5Mn en 2021). Y que confirma elevada la capacidad “a priori” de crecimiento en EBITDA, EBIT y BN, si se alcanza un alto volumen de ingresos.
- **Con un nivel de deuda mitigado por las ampliaciones de capital comprometidas.** END tiene “ya” pactados EUR 3,9Mn en ampliaciones de capital. En diciembre de 2021 firma un acuerdo de financiación con Nice & Green (inversor institucional suizo) por valor de EUR 2,4Mn hasta 2023e. Adicionalmente, ha obtenido un préstamo convertible a fecha de este informe por valor de EUR 1,5Mn con vencimiento en 2022e.

Nuestras estimaciones recogen un ratio elevado de endeudamiento DN/FFPP 2024e 1,9x en 2024e. En caso de convertirse el total de acuerdos de financiación pactados hasta 2023e, la dilución máxima a asumir por el accionista según nuestro escenario central se situaría en el 11,5%.

2021-2024e: Capacidad de multiplicar sus ingresos c. 4x hasta EUR 18,7Mn (vs EUR 4,7Mn en 2021)

¿Cuál es el escenario central que hay detrás de nuestras proyecciones 2021-2024e? El escenario planteado para el período analizado debiera permitir a END aspirar a: (i) continuar creciendo a un doble dígito elevado en ingresos hasta niveles de EUR 18,7Mn (+58,6% TACC 2021-2024e), (ii) mejorando los márgenes vistos permitiéndole alcanzar el break-even en 2024e (EBITDA EUR 0,1Mn) y (iii) pero sin generar FCF positivo EUR -2,0Mn en 2024e. Lo que se traduciría en un incremento de la DN (EUR 5,8Mn en 2024), mitigado a través de las ampliaciones de capital ya pactadas (DN/FFPP 2024e c. 1,9x vs 3,3x en 2021).

Aunque con un EBITDA por debajo de break-even hasta 2024e

END se basa en un modelo/oportunidad de negocio de raíz netamente sectorial y regulatoria. Y que estaría validado por el rápido crecimiento en ingresos ya visto en el período 2019-2021. Lo que, de un modo muy simple, confirma que la idea de negocio, la apuesta por las baterías de litio, es correcta. Y, aún más importante, que el timing es óptimo. El momento es ahora, porque la transición hacia modelos de movilidad sostenible ya ha comenzado. Es por tanto una idea muy simple pero efectiva y que permite esperar (nuestro escenario central) que el crecimiento explosivo en ingresos se mantenga: multiplicándose por c.4x en el período 2021-2024e. Y permitiendo alcanzar break-even al final del período por puro apalancamiento operativo.

Lo que se traducirá en un consumo de caja elevado

Pero esta oportunidad debe ejecutarse en los próximos tres años. ¿Cuáles son los riesgos? El primer riesgo es comercial. END hoy es “hiperdependiente” de obtener pedidos en nuevos negocios, en clientes y mercados que de continuidad a la senda marcada en los últimos tres años. Aunque este parece “bajo control” vista la experiencia de 2021. Ya que la oportunidad de abrir mercado parece real: nuevos clientes, nuevos países.

La única restricción del modelo es el capital

El único riesgo relevante es obvio. El equity story de END nos ofrece la idea de un negocio solo condicionado por la captación del capital necesario para crecer. El “viento” (sectorial, regulatorio, incluso social) es a favor y explica por sí solo la oportunidad de un fortísimo “salto” en ingresos. La única restricción del modelo de END es el capital (no lo es la demanda). Lo que implica asumir que las necesidades de financiación adicionales de un modelo de fuerte crecimiento como el de END (pero todavía por debajo de break-even) seguirán cubriéndose (2021 – 2024e) mayoritariamente con soluciones que impliquen equity y por tanto dilución. Nuestro modelo es claro, al prever una DN de c. EUR 6 Mn en 2024, casi duplicando el patrimonio neto.

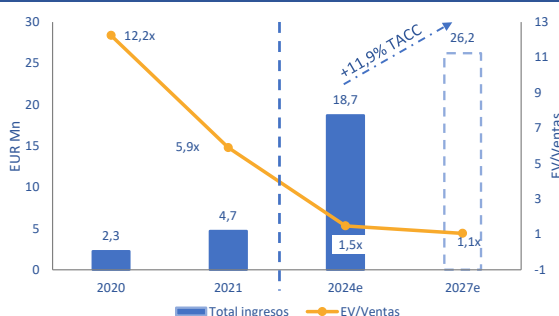
C) ¿Y qué cabría esperar más allá del 2024e?

Dado el momento del negocio en el que opera END, quizás lo más interesante sea levantar la vista y preguntarse qué cabe esperar de END en el más largo plazo. El sector en el que opera END todavía no ha alcanzado su madurez (USD 32,5Bn en 2020 vs USD 65,8Bn en 2025e), lo que ofrece un importante potencial de crecimiento y hace que el empuje sectorial sea uno de los pilares en su evolución. El gran pilar. Esta “foto” no puede ser capturada en compañías en “despegue” como END, mediante una valoración DCF basada en estimaciones de corto y medio plazo.

Una oportunidad en el m/p y l/p que no es visible hoy en el P&L

De continuar el ritmo de crecimiento orgánico estimado hasta 2024e (58,6% TACC 2021-2024e), END aspiraría a niveles de facturación de c. EUR 26Mn en 2027e (c.+11,9% TACC 2024e-2027e). A nuestro juicio, la progresiva mejora de márgenes que estimamos post 2024e (¿Mg. EBITDA 12% en 2027e?) sería posible únicamente si: i) se mantienen las tasas de crecimiento de, al menos, +12% anual a partir de 2024e y ii) se apalanca en la estructura de cosas actual (lo que parece muy factible).

Gráfico 1. Evolución teórica de ingresos (l/p)



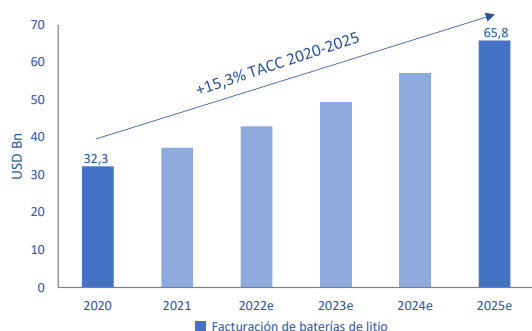
Los múltiplos 2024e apuntan niveles por debajo de sector. Pero quizá explicados por el riesgo de financiación del crecimiento. Como hemos visto, la única restricción al equity story de END. En línea con las transacciones que se han realizado en los últimos años, Borgwarner (EE.UU.) entre febrero de 2021 y mayo de 2022 adquiere Akasol (negocio centrado en la fabricación de baterías de Ion-Litio) por un valor total de USD 932Mn (EV/Ventas NTM 4x 2022e) y Tesla adquiere Maxwell Technology (negocio centrado en el desarrollo de baterías para automóviles y vehículos industriales) por un valor total de USD 293Mn (EV/Ventas c. 2,8x NTM en base a estimaciones 2019e en el momento de la transacción) en febrero de 2019. Unos números que en END se situarían en c. 3,2x EV/Ventas según nuestras estimaciones para 2022e.

Una opción (única) de “jugar” a la movilidad sostenible. La financiación es la piedra angular

END es hoy la única compañía favorecida por el cambio a la movilidad sostenible que cotiza en la bolsa española (BME Growth). Una industria que se apoya en factores regulatorios (fin en la producción de vehículos de combustión 2040 en España) y en el interés, cada vez mayor, en inversiones que cumplan con criterios ESG. Un factor que mitiga teóricamente el riesgo financiero de END. Ya que su negocio entra dentro del grupo de los “preferidos” por los inversores ESG.

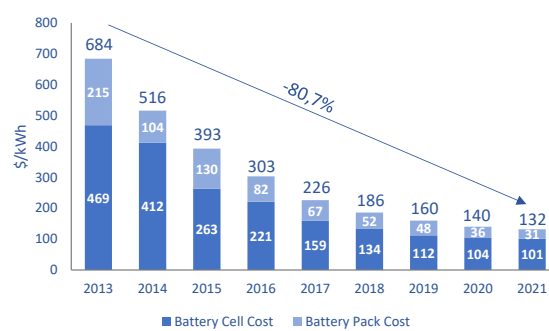
La compañía en 8 gráficos

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



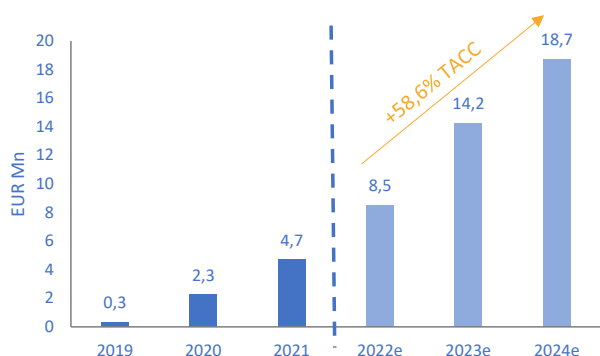
Fuentes: Global Market Insights – Informe Grant Thornton (2020)

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

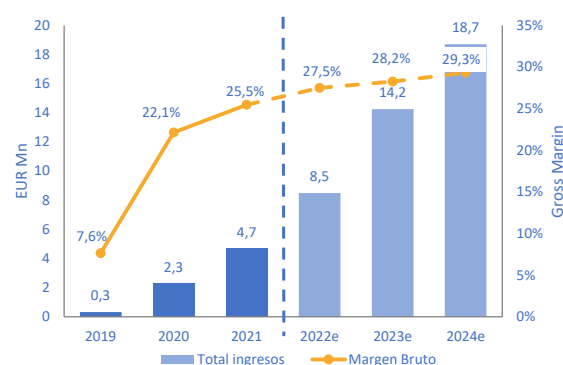


Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

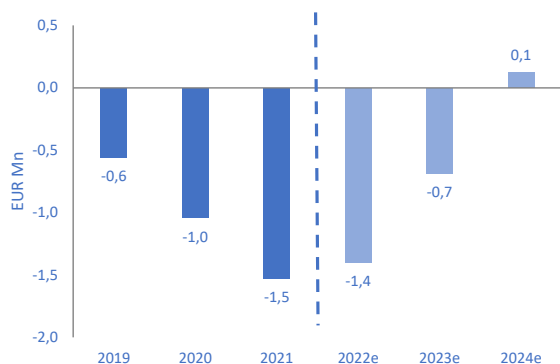
END: Bien posicionada para acelerar su crecimiento...



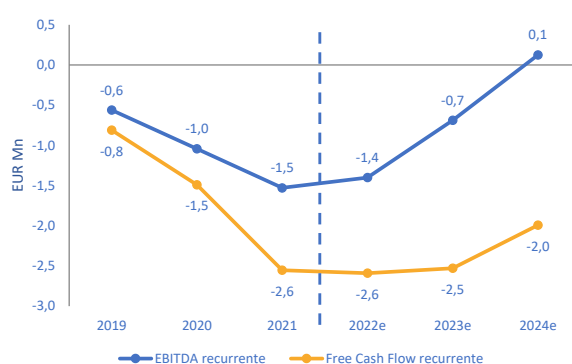
... y capacidad para mejorar su Mg. Bruto (aún inferior al 30%)



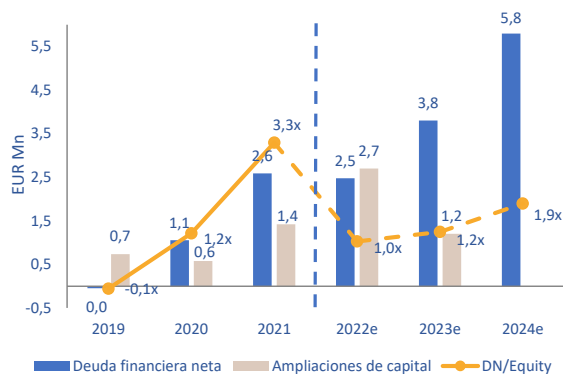
Aunque el break-even en EBITDA no será posible, al menos, hasta 2024e



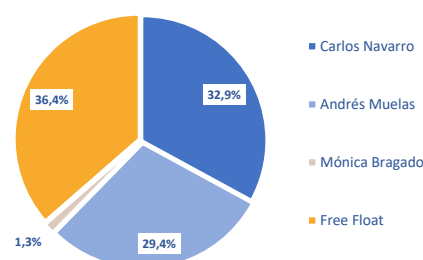
Lo que se traducirá en un elevado consumo de caja



DN 2024e: EUR 5,8Mn (pese a las ampliaciones de capital ya acordadas)



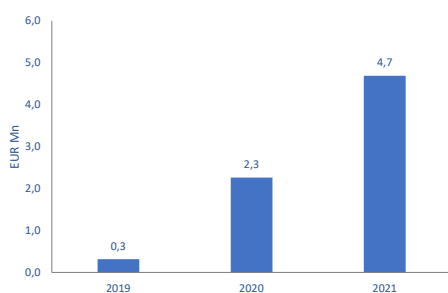
c. 62% del capital en manos de sus fundadores



Descripción del negocio

Baterías de Ion-Litio: Un negocio con la vista puesta en el futuro de la movilidad sostenible

Gráfico 1. Evolución de los Ingresos (2019-2021)



Endurance (END) es una pequeña compañía española (Mkt. Cap c EUR 24Mn) con sede en Valencia, fundada en 2018 y especializada en el desarrollo, fabricación e instalación de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica a través de baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible. Las baterías de Ion-Litio son dispositivos de almacenamiento de energía eléctrica sostenibles compuestas por celdas de litio que generan una reacción electroquímica reversible. Las celdas están agrupadas e interconectadas por un sistema eléctrico y electrónico que permite regular su rendimiento y monitorizar su consumo.

El core del negocio es el ensamblaje de baterías de litio para movilidad eléctrica compuestas principalmente por celdas de litio y equipos electrónicos y eléctricos que le confieren a la batería la seguridad necesaria para su operación, así como la adaptación a las necesidades de energía eléctrica (Vatios) en función de su destino final. Los tres sectores en los que opera la compañía son: Sector Industrial (Vehículos de Intralogística y manutención), Sector Naval (Nautica de recreo e industrial) y por último Sector de Movilidad Urbana (Autobuses, Vehículos de última milla). En el Sector Industrial, principal fuente de ingresos destinada a la sustitución de baterías de plomo en vehículos industriales (carretillas de elevación, vehículos de autoguiado o transpaletas). Adicionalmente, END ha obtenido sus primeros pedidos relacionados con el sector naval y con el sector de movilidad urbana en 2021.

Tabla 1. Cadena de valor de END



La actividad de END se puede separar en cuatro fases (Tabla 1): i) Estudio de la viabilidad técnica siguiendo las especificaciones del cliente, ii) diseño de batería específico de acuerdo con las características físicas y requisitos de potencia, iii) fase de validación técnica por parte del cliente (si fuera necesario entrega de primeros prototipos), iv) monitorización y control de funcionamiento con garantía estándar de 5 años.

En el Sector Industrial, las ventajas que ofrecen las baterías de LI-Ion frente a las baterías tradicionales (compuestas generalmente por plomo; Tabla 2) son: i) mayor duración del tiempo de uso de la batería, ii) menor tiempo de carga, iii) aumento en la capacidad de almacenamiento, iv) eficiencia en el uso de energía y v) un menor impacto medioambiental.

Tabla 2. Baterías de Litio vs Baterías de Plomo

	LITIO	PLOMO
Durabilidad	2.000-7.000 Ciclos	800-1.200 Ciclos
Eficiencia Energética	3,6 V	2 V
Rapidez de carga	2h-4h Tiempo de carga	8h-10h Tiempo de carga
Capacidad de almacenamiento	110 - 160 Densidad de energía	30-50 Densidad de energía

Entre sus principales competidores destacan compañías cotizadas dedicadas a la movilidad sostenible como Fluxpower (EEUU), Fluence (EEUU), Lelanché (Suiza), Voltabox (Alemania), y otras muchas no cotizadas como Cegasa, Midac, Flash Battery o Triathlon Batterien. En el sector naval los principales competidores son: Corvus Energy o Super B Lithium.

Una oferta de productos innovadores que le permiten estar al a vanguardia

Los productos que comercializa END tienen un tiempo medio de entrega que puede oscilar entre dos o tres semanas desde el encargo y se pueden dividir en:

- **Baterías de Ion-litio.** La composición química de las baterías que utiliza END está basada en Litio-Hierro-Fosfato (LFP), y sus voltajes, en las baterías destinadas al sector industrial van desde 24V a 96V en función de las necesidades de cada vehículo.
- **Sistemas de monitorización y control de los vehículos.** Las baterías llevan equipado un Sistema de Gestión de Baterías (BMS) y un GPS. BMS es un sistema eléctrico que permite monitorizar y controlar en tiempo real el rendimiento de la batería.

Gráfico 2. Jugadores del sector por volumen de ingresos (2021)

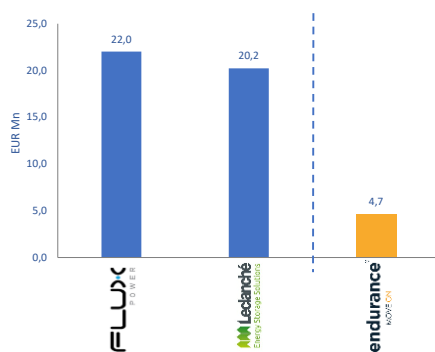


Gráfico 3. Mix de Ingresos (2020)

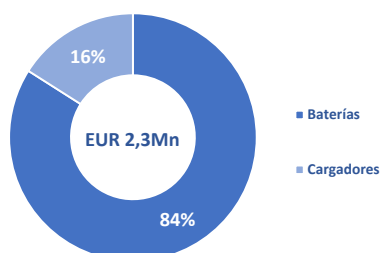
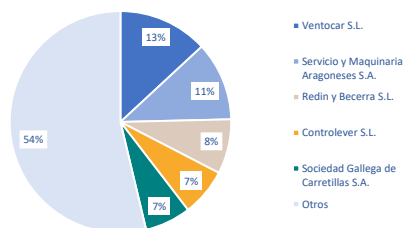


Gráfico 4. Mix de Clientes (2020)

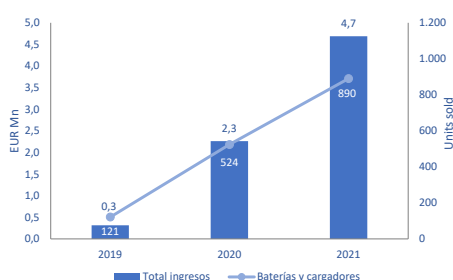


- **Cargadores ultra rápidos.** Los cargadores que vende END son de alta frecuencia, más rápidos y eficientes que los cargadores de plomo. Lo que permite recargar las baterías de Ion-Litio sin necesidad de tener una batería adicional para cambiarla durante la jornada de uso en vehículos industriales.

Con la mira puesta en la expansión internacional

END ha facturado 2,3Mn en 2020 (vs EUR 0,3Mn en 2019). Los 5 mayores clientes por volumen de ingresos en 2020 (principalmente concesionarios y distribuidores que disponen de vehículos industriales con baterías de plomo) conforman el >45% de la facturación, y los 10 primeros el c.74% (Gráfico 4). La expansión internacional y fidelización son elementos claves para el negocio de END frente al nivel de concentración y diversificación de su cartera de clientes. END ha obtenido sus primeros pedidos internacionales en Francia y Alemania durante 2021 (en 2020, el 100% de ingresos en España).

Gráfico 5. Evolución Ingresos y unidades vendidas (2019-2021)



Nota: Número de baterías vendidas en 2021 estimadas por LH.

Un crecimiento exponencial

END cuenta con un negocio aún incipiente en el que sus ingresos se encuentran en fase de despegue desde 2019 (primer ejercicio completo de actividad de la compañía) manteniendo tasas de crecimiento elevadas. De acuerdo con los resultados de 2021, END ha facturado EUR 4,7Mn (+107% vs 2020). Un crecimiento que en nuestra opinión se explica esencialmente por:

- **Incremento en el volumen de ventas.** END ha vendido en 2021 c. 890 unidades (vs 524 en 2020; c. 7x desde 2019). Las principales razones que justifican este aumento son: i) las ventajas que ofrecen las baterías de Ion-Litio frente a medios tradicionales en la movilidad industrial y ii) el empuje sectorial, consecuencia de la transición hacia el uso de fuentes de energía menos contaminantes.
- **Diversificación en su cartera de clientes.** El esfuerzo comercial realizado por END durante los últimos años ha comenzado a mostrar resultados en 2021 con los primeros pedidos internacionales y el desarrollo de nuevas baterías enfocadas a clientes del sector naval.
- **Un producto ajustado a las necesidades de cada cliente.** El estudio personalizado pre-entrega que permite ofrecer una amplia gama de baterías y el precio competitivo al que vende sus productos son elementos clave para el crecimiento en Ingresos. Adicionalmente, el aumento en el tamaño de las baterías (en pedidos de sectores como el naval o el de la movilidad urbana) tiene efecto directo en el precio final.

Gráfico 6. Mg. Bruto (2019-2021)

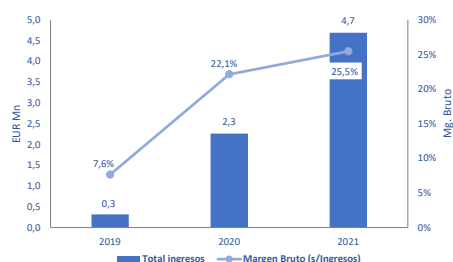
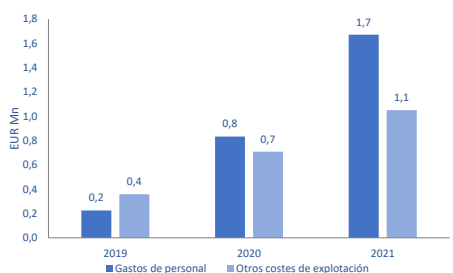
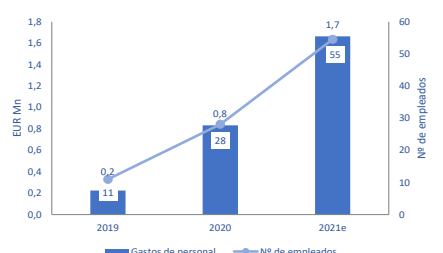


Gráfico 7. Otros gastos de explotación (2019-2021)



Nota: Otros gastos de explotación excluye la dotación por provisiones por importe de EUR 0,1Mn en 2020 y EUR 0,18Mn en 2021.

Gráfico 8. Evolución Gastos de Personal (2019-2021)



Unos márgenes (todavía) presionados por la inversión en estructura

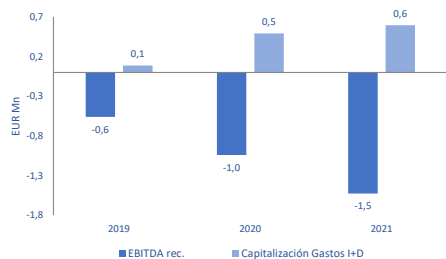
El coste de ventas registrado por END recoge específicamente las materias primas utilizadas en la fabricación de baterías. Las celdas de litio (LiFePO₄ básicamente compuestas por Aluminio-Cobre-Gráfico-Litio) representan el c. 40% del total del coste de la batería (cuyos proveedores se encuentran esencialmente en Asia) otras materias primas que forman parte de las baterías son el acero, material eléctrico y electrónica para el control de las baterías.

Durante 2020, END ha trabajado con 3 proveedores de celdas de Ion-Litio, siendo el principal Sinopoly New Energy Ltd. con el c.18% del total del coste de ventas (China). Los primeros 6 proveedores supusieron c.51% del total de aprovisionamientos en 2020. El único proveedor de BMS (Battery Management System, electrónica de control de las baterías) es la empresa Lithium Balance A.S. (Dinamarca) y los cargadores vienen en su totalidad de proveedores europeos. Las transacciones realizadas con proveedores extranjeros fuera de la zona euro se han realizado en dólares. A fecha de este informe, END no cuenta con ningún tipo de cobertura por riesgo de tipo de cambio.

En 2021, END ha registrado un margen bruto de 25,5% (+3,4 p.p. vs 2020; Gráfico 6) gracias a la reducción que ha experimentado el precio del litio desde el 2010 y una mejora del know-how por parte del personal en la fabricación de las baterías.

Por debajo de la línea del margen bruto, END ha puesto el foco en la creación de estructura operativa a través de la contratación de personal, tanto para el desarrollo de producto (23 ingenieros) como para la expansión internacional. En 2021, el gasto de personal asciende a EUR 1,7Mn (vs EUR 0,2Mn en 2019) con 55 trabajadores de media (vs 11 en 2019; Gráfico 8).

Gráfico 9. EBITDA rec. vs Gastos en I+D capitalizados (2019-2021)



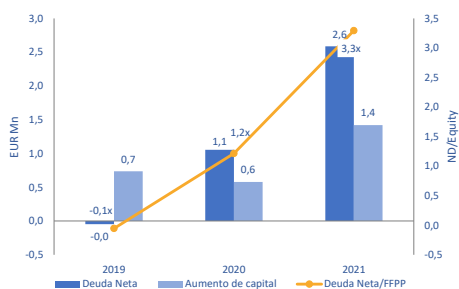
Nota: EBITDA rec. excluye la dotación por provisiones por importe de EUR 0,1Mn en 2020 y EUR 0,18Mn en 2021 ni gastos capitalizados.

Por otra parte, la partida de otros gastos de explotación ha aumentado significativamente en 2021 (+48,1% vs 2020), esencialmente explicado por: (i) la ampliación de la capacidad productiva de 1.800 m² hasta 2.600 m², (ii) gastos derivados de tratamiento de baterías recicladas y reparaciones puntuales y (iii) gastos necesarios para la expansión internacional.

La fase incipiente en la que se encuentra la compañía le ha impedido trasladar la mejora en Ingresos (+107,3% vs 2020) y en Margen Bruto (+3,4 p.p. vs 2020) al EBITDA recurrente que, excluyendo el impacto del I+D capitalizado, se sitúa en EUR -1,5Mn en 2021 (Gráfico 9). La pérdida de rentabilidad está esencialmente explicada por la fase de creación de estructura en la que se encuentra END.

Desde el inicio de la actividad, END ha realizado una intensa actividad en I+D (activado en P&L), invirtiendo progresivamente desde su fundación (EUR 0,6Mn en 2021, máximo histórico), para el desarrollo de un BMS propio, mejora de la conectividad de las baterías, diseño de primeras unidades par fabricantes, desarrollos de placas electrónicas, displays y primeras baterías para el sector naval. Durante el período 2019-2021, la compañía ha invertido y capitalizado c. EUR 1,2Mn en I+D (Gráfico 9), lo que ha tenido su efecto en el P&L (e incrementará la amortización en los próximos años).

Gráfico 10. Deuda Neta (2019-2021)

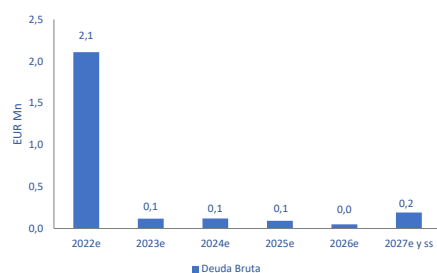


Manteniendo un ratio de endeudamiento de DN/FFPP 3,3x en 2021

Las necesidades de capital y el incremento de estructura llevado a cabo durante el período 2019-2021, junto a la actividad de I+D para el desarrollo de nuevos sistemas y mejora de procesos han implicado un esfuerzo inversor significativo. A cierre del 2021, la deuda neta de END asciende a EUR 2,6Mn (vs EUR 1,1Mn cierre 2020; DN/FFPP 3,3x) por lo que el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales del equity. Dado el tamaño y momento de negocio, el capital necesario para su desarrollo ha procedido principalmente de:

- **Sucesivas ampliaciones de capital necesarias para sostener el consumo de circulante:** (i) EUR 0,7Mn en 2019, (ii) EUR 1,1Mn en 2020 y (iii) EUR 1,4Mn en 2021 (vinculada con la incorporación a BME Growth).
- **Financiación bancaria:** END mantiene líneas de financiación avaladas parcialmente por el ICO con las principales entidades bancarias del país (Bankia, Santander, Sabadell, Caixa o Bankinter). El importe de la deuda bruta registrada en 2021 asciende a 2,7Mn, de los cuales EUR 2,1Mn están registrados a corto plazo y EUR 0,6Mn distribuido hasta 2027e y ss. (Gráfico 11).

Gráfico 11. Vencimientos de deuda bancaria (2021)

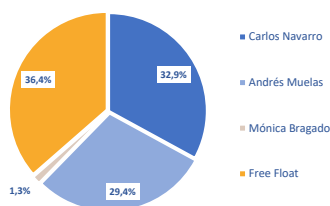


A fecha de este informe END, ha obtenido nuevas fuentes de financiación entre las que destacamos: (i) En diciembre de 2021 ha firmado un contrato de financiación con Nice & Green (inversor institucional suizo) por importe de EUR 2,4Mn convertibles en acciones y (ii) en enero del 2022e se firma una línea de financiación convertible con entidades y personas prestamistas por valor de EUR 1,5Mn (de los cuales Carlos Navarro, Cofundador y CEO ha desembolsado EUR 0,4Mn) y con vencimiento a diciembre de 2022e.

Una compañía con >60% del capital en manos de los fundadores

El Consejo de Administración mantiene el control de la compañía, sin participación significativa de inversores institucionales. Andrés Muelas (Co-fundador y Presidente) y Carlos Navarro (Co-fundador y CEO) tienen el control de END con 62,3% del capital.

Gráfico 12. Composición accionarial



Adicionalmente a la estructura accionarial actual, en diciembre de 2021 se firma un acuerdo de financiación con Nice&Green (inversor institucional suizo con fuerte especialización en financiación de Small Caps cotizadas) con el objetivo de dotar a END de un nivel adecuado de fondos propios para financiar su crecimiento orgánico.

El acuerdo con Nice&Green es por un importe total de EUR 2,4Mn que se materializará a través de 8 tramos trimestrales de EUR 0,3Mn mediante la suscripción de warrants convertibles en acciones hasta diciembre de 2023e. A fecha de este informe se han convertido EUR 0,35Mn por 110.621 acciones. El precio de la emisión de acciones (y de dilución de fondos propios) se establecerá como el 93% de la media ponderada de las últimas 6 sesiones bursátiles previas a la fecha de ejercicio de Nice&Green.

De emitirse la totalidad de warrants restantes establecidos en el acuerdo por un importe de EUR 2,05Mn al precio de conversión de EUR 2,75 (media de las últimas 6 sesiones previas a fecha de este informe aplicando un descuento del 7%), Nice&Green pasaría a poseer c. 11% del capital de la compañía (en caso de mantener las acciones nuevas emitidas; Tabla 3).

Tabla 3. Impacto en la estructura accionarial de la conversión de los warrants de N&G

Shareholders	% Capital	Precio de Conversión				
		2,20	2,48	2,75	3,03	3,30
Andrés Muelas	29,4%	27,0%	27,3%	27,5%	27,7%	27,9%
Carlos Navarro	32,9%	29,7%	30,0%	30,2%	30,5%	30,6%
Mónica Bragado	1,3%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Acciones nuevas (Warrants N&G)	0,0%	12,8%	11,8%	11,1%	10,4%	9,9%
Free Float	36,4%	29,5%	29,8%	30,0%	30,3%	30,4%
Acciones nuevas		931.395	827.907	745.116	677.378	620.930

Nota: Los escenarios calculados asumen como hipótesis que la compañía emite el importe total de los warrants restantes (EUR 2,05Mn). Los precios de conversión utilizados en este análisis de sensibilidad ya incluyen el descuento del 7% sobre cotización (a fecha de este informe).

Adicionalmente al acuerdo de financiación de Nice&Green, END firmó en enero de 2022e un préstamo convertible por valor de EUR 1,5Mn (precio de conversión de EUR 3,9461/acción; vencimiento en diciembre de 2022e).

Con el objetivo de calcular la dilución máxima a asumir por los accionistas actuales de END, asumimos: i) la conversión del préstamo convertible en diciembre de 2022 (EUR 1,5Mn) a un precio fijo de 3,9461/acción y ii) la conversión del 100% de los warrants de Nice&Green pendientes de emitir antes de diciembre de 2023 (EUR 2,05Mn). En concreto, contemplamos 3 posibles escenarios (en función del precio de conversión de los warrants de Nice&Green):

- Dilución del 11,5% en el escenario central (Tabla 5), considerando la conversión de los warrants de N&G a un precio de EUR 2,75/acción (7% de descuento sobre cotización actual). Lo que daría lugar a la emisión de 1.125.238 acciones (745.116 correspondientes a la conversión de los warrants de N&G y 380.122 del préstamo convertible; Tabla 4).
- Dilución de c. 10% considerando la conversión de los warrants de N&G con una prima del 20% sobre el precio actual.
- Dilución de c. 13% considerando la conversión de los warrants de N&G con un descuento del 20% sobre el precio actual.

Tabla 4. Nº de acciones post – Conversión Nice & Green y Préstamo Convertible

Shareholder	Nº acciones hoy	N&G (Escenario central)	Préstamo convertible	Nº acciones 23e
Andrés Muelas	2.550.673	-	-	2.550.673
Carlos Navarro	2.858.977	-	101.112	2.960.090
Mónica Bragado	108.558	-	-	108.558
Acciones nuevas (Warrant)	-	745.116	-	745.116
Préstamo por Convertible	-	-	279.010	279.010
Free Float	3.166.413	-	-	3.166.413
Total shares	8.684.621	745.116	380.122	9.809.859

Nota: Número de acciones emitidas de N&G en base a nuestro escenario central (Tabla 3).

Tabla 5. Dilución máxima a asumir incluyendo la deuda convertible (%)

Shareholder	Nº acciones hoy (%)	Acumulado tras conversión total (%)	Dilución (%)
Andrés Muelas	29,4%	26,0%	-11,5%
Carlos Navarro	32,9%	30,2%	-8,3%
Mónica Bragado	1,3%	1,1%	-11,5%
Acciones nuevas (Warrants N&G)	0,0%	7,6%	n.a
Préstamo por Convertible	0,0%	2,8%	n.a
Free Float	36,4%	32,3%	-11,5%
Total shares	100,0%	100,0%	n.a

Nota: La dilución teórica se ha calculado teniendo en cuenta la conversión en el escenario central de los warrants pendientes de emisión por parte de N&G (Tabla 3) junto a la totalidad del préstamo convertible.

Conclusión. ¿Qué es END hoy?

El modelo de negocio de END basa su apuesta en la “macro-tendencia” de movilidad sostenible. El papel de la expansión internacional y la diversificación a sectores como el naval o movilidad urbana son piezas clave para el desarrollo de su estrategia.

A nuestro juicio, pese a la fase temprana en la que se encuentra END, existen dos razones que validan en sí mismas el modelo de negocio: i) rápido crecimiento orgánico en ingresos (EUR 4,7Mn en 2021 vs EUR 0,3Mn en 2019) y ii) la capacidad de atraer capital (aunque a costa de la dilución de los accionistas por ampliaciones de capital): a) contrato de financiación firmado con Nice & Green y b) préstamos convertibles. Con todo, los márgenes continúan bajo presión en 2021. Y un nivel de endeudamiento (DN/FFPP 3,3x en 2021) que reduce la capacidad de acometer nuevas inversiones significativas en el corto plazo.

Los avances en la tecnología de las baterías de litio y su cada vez mayor implementación gracias a sus características diferenciales (mayor duración y eficiencia y menor contaminación) sumado a las ventajas económicas (*momentum* favorable para el Litio debido al abaratamiento del coste) sustentará el crecimiento del mercado (aceleración de la penetración en el uso de baterías de litio como fuentes de energía sostenible). END cuenta con el posicionamiento y capacidad para poder aprovechar el impulso de mercado en el medio/largo plazo.

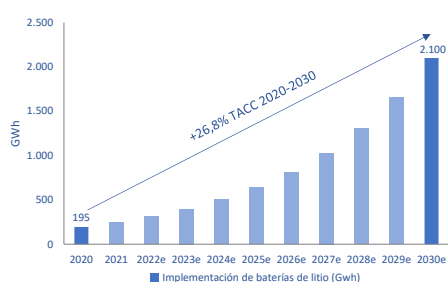
La mayor incertidumbre gira entorno al ritmo/velocidad de penetración de las baterías de litio en el mercado, y su materialización final en el P/L.

Industria (aún) embrionaria, con alto potencial de crecimiento (15,3% TACC 2020-2025e) empujado por macrotendencias

END opera en el sector de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica a través de baterías recargables, con tecnología LI-Ion (Ion Lito) y que centra su actividad en la fabricación, desarrollo y comercialización para el segmento de la movilidad. Las baterías de LI-Ion son fuentes de energía eléctrica, portátiles y con carga rápida utilizadas en sectores como movilidad, dispositivos electrónicos o almacenamiento. La composición puede variar dependiendo del tipo de batería de Ion-Litio; siendo las principales: Litio-Cobalto (LC), Litio-Hierro-Fosfato (LFP; utilizada por END), Litio-Magnesio (LM). La naturaleza de la batería afecta a las capacidades técnicas como su duración, potencia (kWh) o toxicidad.

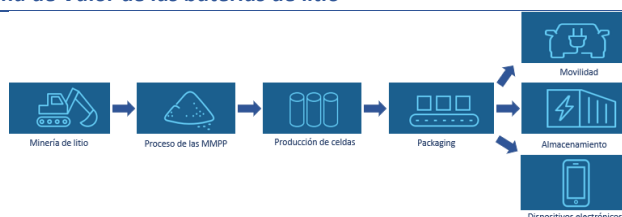
Las baterías de Ion-Litio (LFP) son dispositivos de almacenamiento de energía formados principalmente por pequeñas celdas de electrolitos que se agrupan en función de la capacidad y espacio disponible (Tabla 6). La transición ecológica y la conciencia global son dos de las palancas que motivan el incremento en las necesidades de consumo de energía sostenible esperado en 2030e (Technavio Li-Ion Battery Market). El Departamento de Energía de EE.UU. estima que el consumo de energía eléctrica de las baterías de Ion-Litio se situaría en c. 2.100 GWh en 2030e (+26,8% TACC 2020-2030e; Gráfico 13) frente a los 195 GWh en 2020.

Gráfico 13. Implementación de baterías litio (2020-2030e)



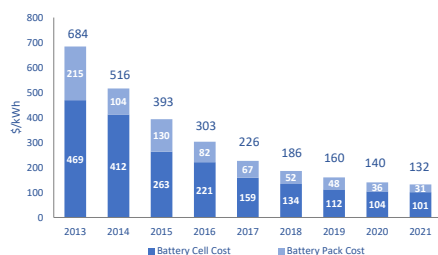
Fuentes: Energy Storage Grand Challenge (ESGR); Departamento de energía de EE.UU.)

Tabla 6. Cadena de Valor de las baterías de litio



Fuente: Departamento de energía de EE.UU. y elaboración propia

Gráfico 14: Precio de las baterías de litio (2013-2021)



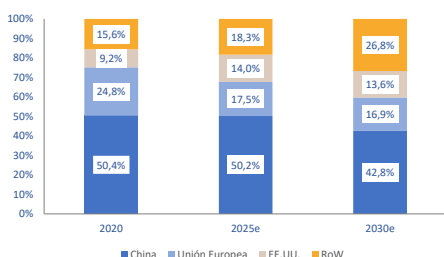
Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

Macrotendencias, factor clave en la demanda de baterías de litio...

Las macrotendencias son una pieza fundamental en la demanda de energía eléctrica para los próximos años a nivel global (Avicenne Energy, 2018). En concreto, destacamos:

- **Un crecimiento de la población mundial...** Según Naciones Unidas, la población mundial alcanzará la cifra de c. 9,7 Bn en 2050, de los cuales, c. 6,4 Bn se espera que residan en áreas de alta densidad.
- **... que conllevará un incremento en las necesidades de movilidad.** El aumento de la demografía mundial y la tendencia a la concentración en ciudades aflora nuevas oportunidades de movilidad sostenible. El cambio en la demanda (transición al vehículo eléctrico) abre la puerta a las opciones de movilidad eléctrica e híbrida en uso particular y en servicios de transporte público (Electrifying Insights, McKinsey).
- **Y recortando la diferencia entre el coste del motor eléctrico y el de combustión.** El coste de las baterías de LI-Ion disminuye c. 81% desde 2013 (BloombergNEF), hasta situarse en USD 132/kWh en 2021 (vs USD 684/kWh en 2013; Gráfico 14). El uso cada vez más frecuente de este tipo de baterías permite obtener una mayor eficiencia en el coste. Todo ello, reduce el gap de precio entre los motores eléctricos y los motores de combustión tradicionales (Departamento de energía de EE.UU.).

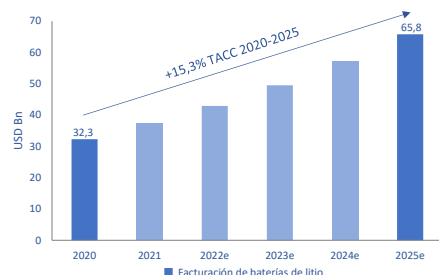
Gráfico 15. Evolución de la demanda global de baterías por regiones (2020-2030e)



Fuentes: Comisión Europea (Strategic Research Agenda for Batteries 2020)

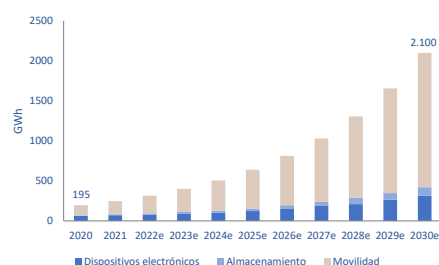
De acuerdo con la Comisión Europea, la demanda global de baterías superará los 2.000 GWh en 2030. A nivel geográfico, en Europa se alcanzarían los 400 GWh en 2028 (Gráfico 15) convirtiéndose, por delante de EE.UU., en el tercer mercado por volumen de demanda. Por su parte, China, pese a que se mantendría como líder en 2030 con c. 43% de la demanda total (vs 50,4% en 2020), perdería c. 8 p.p. respecto a 2020, consecuencia del desarrollo e implementación de opciones de movilidad sostenible en regiones menos desarrolladas.

Gráfico 16. Volumen de facturación del sector de baterías de litio en el mundo (2020-2025e)



Fuentes: Global Market Insights – Informe Grant Thornton (2020)

Gráfico 17. Evolución de la segmentación de la industria (2020-2030e)



Fuentes: Energy Storage Grand Challenge (ESGR); Departamento de energía de EE.UU.)

En una industria (aún) embrionaria con alto crecimiento (15,3% TACC 2020-2025e)

La conciencia global y la transición ecológica están siendo factores esenciales en la evolución de la industria de las baterías de litio, y es que, pese al importante crecimiento experimentado durante los últimos años, el desarrollo tecnológico hace que siga siendo una industria embrionaria. Según el informe realizado por Grant Thornton, se espera que crezca a una TACC del 15,3% durante el período 2020-2025e (Gráfico 16), alcanzando un volumen de facturación de USD 65,8Bn en 2025 (vs USD 32,3Bn en 2020; c. +100% en 5 años). Y cuyas principales palancas de crecimiento serán las macro tendencias: i) aumento de la población, ii) transición hacia una movilidad sostenible y iii) reducción en el coste de los materiales.

Europa mantuvo una cuota de mercado del 20,1% en 2020 con una facturación por baterías de litio de USD 6,5Bn, el informe de Global Market Insights de Grant Thornton estima que en 2025e, la cuota de mercado europea disminuirá 1,4 p.p. por una mayor inversión de otras regiones como la norteamericana o Asia-Pacífico. Los principales “players” del mercado europeo por facturación de baterías de litio en 2020 son: Alemania USD 1,1Bn (3,4% de cuota de mercado); Francia USD 0,8Bn (2,5% de cuota de mercado); Italia USD 0,3Bn (0,8% de cuota de mercado); España USD 0,2Bn en 2020 (0,6% de cuota de mercado).

Históricamente, el sector de las baterías de LI-Ion ha estado dominado por el uso de las baterías para dispositivos electrónicos (tablets, teléfonos móviles...). Sin embargo, durante los últimos años, la demanda de sistemas de baterías de mayor envergadura se ha incrementado, principalmente, por las necesidades de la movilidad sostenible (Departamento de energía de EE.UU.). Las tres áreas en las que podemos dividir el consumo de baterías son: i) dispositivos electrónicos, ii) almacenamiento y iii) movilidad (Gráfico 17).

Dentro del sector de la movilidad sostenible, el Departamento de Energía de EE.UU. estima que el uso de baterías LI-Ion supondrá c. 80% del consumo total en 2030e (vs c. 60% en 2020). Podemos segmentar el consumo de baterías LI-Ion dentro de la movilidad sostenible en:

- **Vehículos industriales.** Actualmente, las baterías de plomo son la principal fuente de energía que utilizan los vehículos industriales como las carretillas elevadoras. Las ventajas que ofrecen operativa y económicamente las baterías de litio suponen una oportunidad para el reemplazo de estas.
- **Naval.** La transición de los sistemas de combustión tradicional que se utilizan en los barcos por otros de carácter más sostenible no se encuentra en un horizonte cercano por los requisitos de potencia y autonomía que requieren.
- **Vehículos eléctricos.** El precio de las baterías se ha reducido c. 81% desde 2013 hasta alcanzar la cifra de USD 131/kWh en 2021, McKinsey prevé que el precio siga disminuyendo por debajo de USD 100/kWh en 2030e. Por lo que, el continuo desarrollo de la capacidad de las baterías de litio y la continua disminución en el precio hacen que los fabricantes de vehículos (Volkswagen, Ford o Nissan) se hayan comprometido a invertir en este tipo de fuentes de energía sostenible.

De acuerdo con el Departamento de Energía de EE.UU., el segmento de almacenamiento mantendría c. 5% del consumo total en 2030e. Mientras que el peso de los dispositivos electrónicos reduciría su peso en favor del sector de la movilidad sostenible hasta el 15% en 2030e (vs 35% en 2020).

Tabla 7. Minería y reservas de litio (2019-2020)

	Minería de litio (Tn)		Reservas de litio (Tn)
	2019	2020	
Australia	45.000	40.000	4.700.000
Chile	19.300	18.000	9.200.000
China	10.000	14.000	1.500.000
Argentina	6.300	6.200	1.900.000
Row	5.400	3.800	3.700.000
Total	86.000	82.000	21.000.000

Fuentes: US Geology Survey 2021

Una producción que se ha más que duplicado (2,5x) en el período 2015-2020

El volumen de extracción de litio se sitúa en las 82.000Tn en 2020 (vs 32.500Tn en 2015) concentrada en Australia (49%), Chile (22%) y China (17%). Los tres principales países han supuesto c. 88% del total de la extracción de litio a nivel global en 2020 (US Geology Survey 2021). China, al ser el mayor consumidor de litio del mundo en 2020, espera superar a Chile como segunda potencia extractora antes del 2030e.

Desde el punto de vista de las reservas mundiales de litio, Chile mantendría el 44% del total (Tabla 7), seguida de Australia (22%) y Argentina (9%). El impacto medioambiental por la toxicidad del litio durante la extracción es uno de los riesgos que existen para los proveedores.

Acompañado de una regulación incipiente en Europa

La normativa europea actual del sector está cimentada sobre el “Plan de Acción Estratégica sobre Baterías (2018)” en el que la Comisión Europea muestra la intención de diseñar una normativa común para el mercado de baterías. El principal reto al que se enfrenta la Comisión Europea es el final de la vida útil de las baterías y su huella medioambiental (Strategic Research Agenda for Batteries 2020).

Entre las propuestas que se encuentran en una fase más avanzada, está la creación de un pasaporte de baterías. El objetivo es introducir un sistema de etiquetado para todas las baterías. Según la Comisión Europea, esta medida permitiría una clasificación automática y eficiente de las características específicas de cada batería, así como de su lugar de origen. Y que, permitiría dar información sobre su composición química para el tratamiento específico de cada batería una vez haya alcanzado su fase de reciclado.

Las baterías de LI-Ion mantienen una posición sólida frente a una baja amenaza de productos sustitutos

La continua mejora de la eficiencia y en la aplicación de las baterías de litio hace que la amenaza de los productos sustitutos no sea significativa en la actualidad. Además, la naturaleza de baja toxicidad de las baterías de Ion-Litio supone una barrera de entrada para los posibles sustitutos. Los otros tipos de batería, como las de iones de sodio, las de iones de aluminio y las de estado sólido, están aún en fase de investigación y desarrollo. Por tanto, no se espera que este tipo de baterías puedan llegar a suponer una amenaza real para el mercado de las baterías de LI-Ion a corto plazo (Technavio Li-Ion Battery Market).

Conclusión: Baterías de litio ¿la “llave” para una movilidad más sostenible?

El crecimiento esperado en la demanda de energía eléctrica viene marcado por macrotendencias como el aumento y concentración de la población que favorecerán a la industria de las baterías de litio (y a END). En definitiva, el sector vendría marcado por:

- **Compromisos medioambientales.** Adoptados por países a través de acuerdos de reducción de emisiones (Acuerdos de París 2015) que han empujado la transición ecológica. El desarrollo hacia una movilidad sostenible es una pieza clave en la que las baterías de LI-Ion están en una posición privilegiada por las ventajas que ofrecen frente a otras alternativas (plomo, diésel... etc).
- **Precio de las baterías de litio.** Ha pasado de suponer USD 1.000/kWh en 2010 (esencialmente como consecuencia del aumento en la producción mundial de litio que ha multiplicado la oferta 2,5x desde 2015) a USD 132/kWh en 2021, lo que ha hecho que sean más accesibles y que se haya extendido su uso a diversos sectores.
- **La mejor alternativa.** Pese a que no se puede descartar en el I/p un riesgo de sustitución de diferentes tecnologías, el continuo esfuerzo en investigación y desarrollo hace que las baterías de litio se consagren como la mejor alternativa de fuentes de energía sostenible y con posibilidad de “despegar” en sectores estratégicos como el de la movilidad (Según la Agencia internacional de Energía, solamente el 9% el mercado mundial de automóviles es eléctrico en 2021).

Y sin olvidar que, en un escenario con un crecimiento atractivo, la industria tiende a adoptar estrategias (orgánicas/inorgánicas) para acelerar su expansión.

Fuerte crecimiento en Ingresos (multiplicando 4x los ingresos 2021 en 2024e), ¿break-even EBITDA “ya” en 2024e?

END presta servicios para el desarrollo, la fabricación, distribución y comercialización de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica recargables para el segmento de la movilidad sostenible. Los sectores a los que está destinada la actividad de END son: i) industrial, ii) naval y iii) movilidad urbana. La oferta de productos va desde baterías de Ion-Litio y sistemas eléctricos de monitorización asociados hasta cargadores.

Los resultados de 2021 reafirman la idea de la buena posición de END en el mercado de baterías de Ion-Litio para el sector de la movilidad, con un fuerte crecimiento en ingresos (+107,3% vs 2020) impulsado principalmente por: i) el incremento en el número de unidades (baterías y cargadores; c.+70% vs 2020), ii) consolidación de su posición en el mercado nacional (movilidad industrial) e inicio de la actividad en el sector naval y iii) el aumento del precio de venta (c. +22% vs 2020). END ha alcanzado en 2021 una cifra de ventas de EUR 4,7Mn (vs 0,3Mn en 2019). Sin embargo, la mejora en márgenes continúa como objetivo clave de cara a los próximos años.

Por tanto, lo visto hasta ahora nos invita a plantear las siguientes cuestiones: i) ¿Podrían mejorarse los niveles de rentabilidad en un escenario de alto crecimiento? ii) ¿A partir de qué momento esperamos que END alcance el break-even en EBITDA recurrente? y iii) ¿Cómo se financiará este crecimiento?

Aceleración del crecimiento de ingresos (TACC +58,6% 2021-2024e) ...

En los últimos tres ejercicios (2019-2021) la cuenta de resultados de la compañía ha presentado un crecimiento exponencial justificado, en parte, por su corto período de actividad (fundada en 2018). Nuestro modelo recoge un aumento significativo en ingresos para 2022e (+81,2%), con una tasa aún elevada en 2023e (+67,6%) y desacelerándose a partir de 2024e (+31,4%). El fuerte crecimiento de ingresos de doble dígito estimado para el periodo 2021-2024e (c. 4x Ingresos 2021; Gráfico 18) se apoyará en:

- **El precio de venta por unidad al alza...**, como una de las palancas del crecimiento en ingresos. El precio de la batería varía, esencialmente, en función del número de celdas de litio necesarias dentro de la batería. Por tanto, el número de celdas y el tamaño de la batería se ajusta en base a las necesidades de potencia (V), determinando su precio medio por unidad. Nuestro modelo recoge un aumento significativo en el precio medio de venta para 2022e, esencialmente explicado por: i) una mayor demanda en baterías de mayor tamaño y ii) el aumento en el coste de las materias primas necesarias para la fabricación debido a la situación de incertidumbre existente a fecha de este informe. Lo anterior, nos conduce a un aumento en el precio medio en 2022e hasta c. EUR 7.800 (+46,6%; vs EUR 5.270 en 2021) y en 2023e, el efecto precio se prolonga hasta c. EUR 9.700 por unidad.
- **... junto al crecimiento en el número de unidades vendidas.** Principalmente gracias a la consolidación de la actividad en el mercado nacional y el asentamiento en el mercado internacional. Esperamos que END venda c. 1.100 unidades en 2022e (+23,6% vs 2021) y se sitúe en torno a c. 1.900 unidades en 2024e (vs 890 en 2021; Gráfico 19). A nuestro juicio, las razones que justifican el volumen de unidades vendidas en los próximos años son: i) diversificación sectorial, aumento de pedidos por clientes de sector naval (2022e) y de movilidad urbana (2023e), ii) mejora en la notoriedad de sus productos y iii) la penetración de las baterías de litio en la industria de la movilidad.
- **Todo ello, aupado por la expansión internacional**, siendo uno de los ejes en la estrategia de crecimiento planteada por la compañía. Nuestras estimaciones asumen c. 14% de la facturación internacional en 2022e (en línea con la información publicada por la END a fecha de este informe). Y c. 30% en 2024e (Gráfico 20), siendo sus principales mercados Italia, Francia y Alemania.

Gráfico 18. Ingresos 2019-2024e

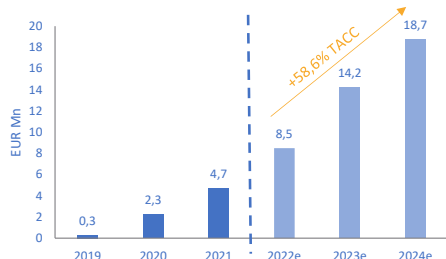
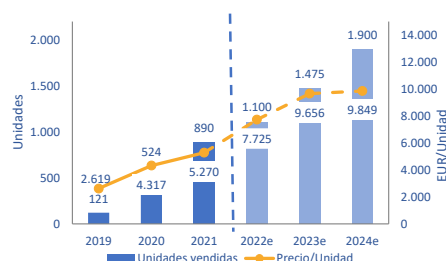


Gráfico 19. Crecimiento en el número de unidades vendidas vs Precio medio unitario



Nota: El número de unidades vendidas en 2021 estimado por LH.

Gráfico 20. Mix geográfico (2019-2024e)

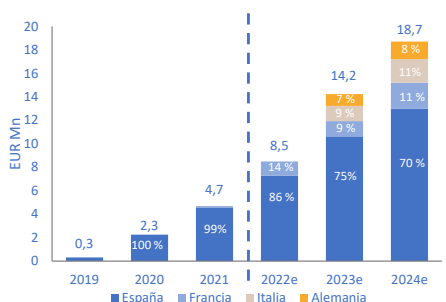


Gráfico 21. Mg. Bruto vs Ingresos (2019-2024e)

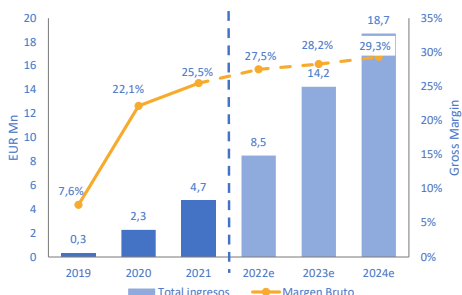


Gráfico 22. Estructura de costes y % s/Ingresos (2019-2024e)

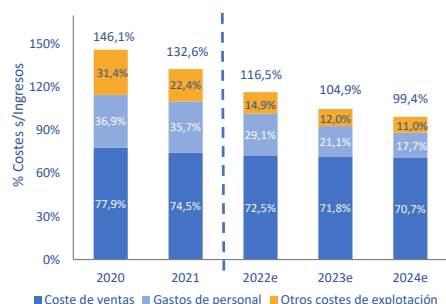


Gráfico 23. Otros costes de explotación vs Ingresos (2019-2024e)

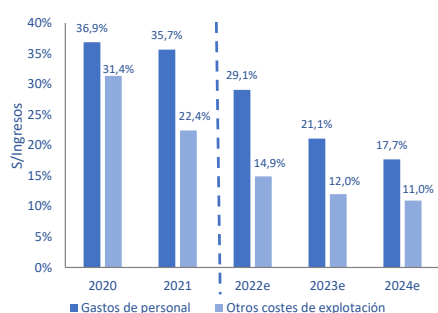
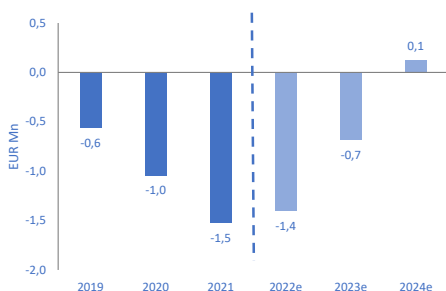


Gráfico 24. EBITDA (2019-2024e)



El escenario que planteamos para el período 2021-2024e se traduce en un importante salto en tamaño, que debiera permitir a END alcanzar niveles de ingresos de c. EUR 19Mn en 2024e (Gráfico 18; +58,6% TACC 2021-2024e). Lo que implicaría una fabricación y comercialización, según nuestras estimaciones de, al menos, 1.100 baterías y 800 cargadores con un precio medio por unidad de c. EUR 9.800. Asumible sin necesidad (a priori) de realizar inversiones muy significativas y empujado por la demanda internacional.

... y mejora progresiva en el Mg. bruto (+3,8 p.p. 2024e vs 2021), sumada a la capacidad de END de mejorar en EBITDA (Break-even a partir de 2024e)

El coste de ventas de END refleja el coste de las materias primas (Litio, Fosfato, Hierro o Acero) utilizadas en la fabricación de baterías, el gasto por la fabricación de baúles (contrapesos necesarios en vehículos industriales como transpaletas carretillas por la diferencia con el peso del plomo) y la adquisición de cargadores.

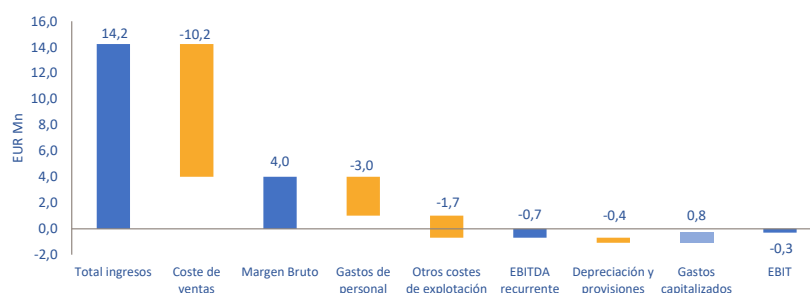
El margen bruto varía en función del mix de productos, siendo la fabricación de baterías la actividad que genera un mayor margen (40-45%), mientras que los cargadores, al ser elementos de menor valor añadido, generan un margen muy inferior (10-15%). A nuestro juicio, la evolución del margen bruto desde 2019 se consolida con los resultados de 2021 situándose en niveles del 25,5% (+3,4 p.p. vs 2020). Nuestro modelo recoge una mejora de +3,8 p.p. hasta 2024e (vs 2021; Gráfico 21) gracias a: i) la evolución mix baterías/cargadores (tipología de baterías vendidas, dando mayor importancia aquellas unidades con mayor valor añadido y dirigiéndose hacia sectores que necesiten baterías de mayor tamaño), ii) la capacidad de mejora en las condiciones con proveedores de materias primas e intermediarios y iii) la estandarización en procesos de fabricación y gestión de inventarios.

En 2022e estimamos un incremento de los costes de estructura hasta EUR 3,7Mn (+37,2% vs 2021), resultado de unos gastos de personal de EUR 2,5Mn (+47,6% vs 2021; 29,1% s/Ingresos) en los que c. 80% están relacionados con el trabajo de mano de obra indirecta (ingenieros y corporativa) y otros costes de explotación por EUR 1,3Mn (+20,6% vs 2021; 14,9% s/Ingresos).

Pese al elevado componente variable que END ha experimentado en los últimos años en gastos de personal y otros costes de explotación (que han impedido transformar el fuerte crecimiento de ingresos en EBITDA), estimamos cierta capacidad de mejora en márgenes como resultado de la inversión realizada en estructura y el aprovechamiento de economías de escala. La política de contratación de personal seguida hasta 2021 (55 empleados de media en 2021 vs 11 en 2019) y el esfuerzo comercial en la expansión internacional debería permitir un apalancamiento operativo en los siguientes ejercicios.

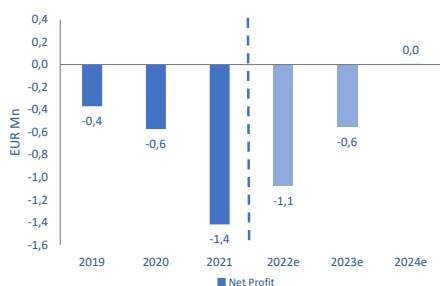
Las principales partidas que estimamos por debajo de la línea de EBITDA a partir de 2022e son: (i) la amortización de intangibles con un impacto de c. EUR -0,2Mn (15,3% s/EBITDA Rec. 2022e) y (ii) la activación de gastos por trabajos realizados para el intangible (I+D) dirigido a la estandarización y diseño de nuevos proyectos por EUR 0,7Mn (53,1% s/EBITDA Rec. 2022e).

Tabla 8. De Ingresos hasta EBIT (2023e)



En 2023e, con unos ingresos de EUR 14,2Mn, nuestras estimaciones asumen un EBITDA "todavía" por debajo del break-even (EUR -0,7Mn) que junto con el efecto de los gastos activables permitirán a END registrar un EBIT que se acercaría al break-even (Tabla 8). En 2024e, momento en el que nuestros números recogen los resultados de la expansión internacional y la diversificación sectorial, estimamos una facturación de EUR 18,7Mn (+58,6% TACC 2021-2024e) que junto con el menor coste de estructura esperado gracias al apalancamiento operativo, END generaría por primera vez un EBITDA rec. positivo de EUR 0,1Mn (Gráfico 24).

Gráfico 25. Beneficio Neto (2019-2024e)



La generación de BN positivo se retrasaría hasta 2024e

Por otro lado, nuestros números no contemplan impactos adicionales por extraordinarios. Aunque estimamos un coste de la deuda en niveles de c. 8% (efectivo a fecha de este informe). Lo que implicaría un incremento progresivo del gasto financiero hasta niveles de EUR 0,4Mn en 2024e. En concreto, para 2022e estimamos un gasto financiero de c. EUR 0,2Mn.

Adicionalmente, la política de activación de bases imponibles negativas ha hecho que END cuente con EUR 0,3Mn acumulados por este concepto en 2021, que le permitirán mantener la tasa fiscal <10% a partir del momento en el que comience a generar beneficios. Nuestros números recogen en 2024e un BN en break-even. Los competidores americanos que centran su actividad en baterías y soluciones eléctricas para sectores entre los que se incluye el de movilidad urbana como Enersys ofrecen niveles de ROE del c. 14%.

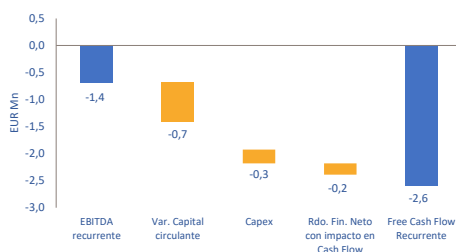
Progresiva reducción de la ratio circulante/ingresos

El promedio de la inversión en circulante habría aumentado ligeramente hasta el 33,1% de los ingresos 2021 (vs 31,5% en 2020) y nuestras estimaciones recogen una mejora en el ratio. El incremento en las ventas y establecimiento de condiciones más favorables por la experiencia con los clientes permitirá acortar el periodo medio de cobro (c. 100 días en 2021; -10,5% +3y). Adicionalmente, la mejora en el control de gestión de inventarios, el periodo de pago a proveedores y la mejora en eficiencia en procesos productivos serán clave.

Y “a priori” sin necesidades de CAPEX adicional para expandir el negocio

La capacidad productiva de la nave actual permitirá apalancar el negocio (I/p) sin necesidad de realizar inversiones adicionales en inmovilizado. Esperamos un nivel de CAPEX de mantenimiento de 3% s/ingresos a/a. La inversión en I+D activada en balance por trabajos realizados para el inmovilizado intangible se incorpora en el P/L vía gasto posteriormente activado en el intangible (EUR 0,7Mn 2022e y EUR 0,8Mn 2024e), conforme a la política contable de END.

Gráfico 26. De EBITDA rec a FCF rec (2022e)



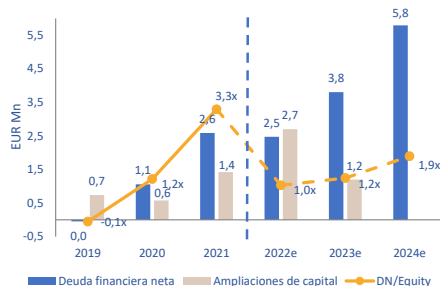
Aunque (aún) sin capacidad de generar FCF positivo a la vista

Todo lo anterior, nos conduce a un escenario central que no contempla FCF recurrente positivo hasta, al menos, después de 2024e. Una vez END hubiera consolidado un EBITDA rec. suficientemente elevado que le permita amortiguar el consumo de caja necesario para su actividad. Pese a todo, el comportamiento del FCF será muy sensible a dos factores: i) la mejora en márgenes de la compañía, y ii) la gestión de la inversión en circulante. Por otro lado, las necesidades financieras de medio/largo plazo, conllevan mantener un pay-out “cero”.

Lo que mantendrá un nivel de endeudamiento elevado (DN/FFPP 2024e 1,9x). Parcialmente mitigado por las ampliaciones de capital comprometidas

El consumo de caja previsto en nuestro escenario central se traducirá en un gradual incremento a medio plazo de la deuda. A cierre del 2021, la Deuda Neta de END se situó en c. EUR 2,6Mn (vs EUR 1,1Mn en 2020; DN/FFPP 3,3x en 2021) incrementándose pese a la entrada de capital por la salida a BME Growth de END (EUR 1,4Mn). Lo que a nuestro juicio reduce la capacidad de acometer nuevas inversiones significativas en el corto plazo.

Gráfico 27. DN vs ampliaciones de capital (2019-2024e)



Nuestras estimaciones contemplan un consumo de caja de 2,3Mn al año, lo que se traduciría en unas necesidades de caja totales de EUR 7Mn para el período 2022e-2024e, en las que: i) EUR 2Mn para cubrir el “consumo de caja” operativo (EBITDA Rec.), ii) EUR 1,2Mn en CAPEX, iii) EUR 3,8Mn en inversión en circulante (excluyendo salidas de caja no recurrentes).

Hoy, END tiene “ya” pactados EUR 3,9Mn en ampliaciones de capital por conversión de líneas de financiación (Nice & Green y préstamo convertible a fecha de este informe; para más información ver tabla 3 en el apartado de Descripción del Negocio, página 10 de este informe). La ampliación pactada en 2022e reduciría el ratio DN/FFPP un -68,8% en 2022e (DN EUR 2,5Mn; -4,3% en 2021).

No obstante, las necesidades de capital de END supondrán un incremento de la DN más allá de 2022e alcanzando niveles de EUR 5,8Mn en 2024e (vs EUR 2,6Mn en 2021), poniendo de manifiesto el riesgo que entrañaría la financiación en el futuro si no se realizan ampliaciones de capital adicionales que, en este escenario, parecen inevitables.

En conclusión: Oportunidad de apalancar el crecimiento a la evolución de la transición de la movilidad sostenible pero condicionada a la captación de capital.

La “foto” es la de una compañía situada en un sector en auge, con el empuje de macrotendencias (transición hacia una movilidad sostenible). El comportamiento en ingresos que ha presentado END desde su fundación en 2018 pone de manifiesto la fase (aún) incipiente en la que se encuentra (Ingresos EUR 4,7Mn en 2021 vs EUR 0,3Mn en 2019). La información en relación con los pedidos alcanzados publicada el 17 de marzo 2022 hace creíble la idea de situar los ingresos de 2022e en EUR 8,5Mn (+81,2% vs 2021).

La evolución del negocio de END hasta 2024e sobre la que pivota nuestro modelo se basa esencialmente en:

- Capacidad para crecer basada en la penetración de la tecnología en diversos sectores y el aprovechamiento del posicionamiento en el mercado consolidará el crecimiento a doble dígito esperado (58,6% TACC 2021-2024e).
- Superar el break-even en EBITDA recurrente en 2024e, mediante la obtención de una mejora en la eficiencia de procesos y la capacidad de apalancarse sobre sus costes de estructura.
- Aunque sin generación de caja positiva, al menos, hasta después del 2024e y con un nivel de endeudamiento “a priori” muy elevado pese a las ampliaciones de capital pactadas a fecha de este informe (DN/FFPP 1,9x 2024e).

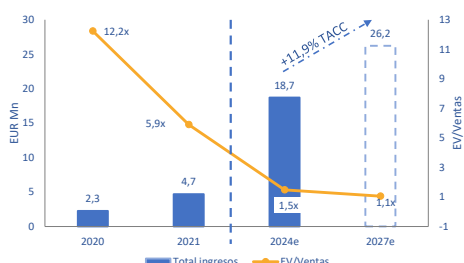
En definitiva, el éxito del modelo de negocio de END estará ligado a la gestión del negocio y la capacidad de generación de un nivel sólido de ingresos en el medio plazo, lo que hoy, representa simultáneamente oportunidad y riesgo (ambas en la misma medida).

¿Pero, qué podemos esperar de END en el l/p?

Dado el momento del negocio en el que opera END, quizás lo más interesante sea elevar la vista y preguntarse que cabe esperar de END en el más largo plazo. El sector en el que opera END todavía no ha alcanzado su madurez (USD 32,5Bn en 2020 vs USD 65,8Bn en 2025e), lo que ofrece un importante potencial de crecimiento y hace que el empuje sectorial sea uno de los pilares en su evolución. Esta “foto” no puede ser capturada en compañías en “despegue”, como END, mediante una valoración DCF basada en estimaciones de m/p.

De continuar el ritmo de crecimiento orgánico estimado hasta 2024e (58,6% TACC 2021-2024e), END aspiraría a niveles de facturación de c. EUR 26Mn en 2027e (+11,9% TACC 2024e-2027e). A nuestro juicio, la progresiva mejora de márgenes que estimamos (post 2024e) vendría gracias a una mejora por las condiciones con proveedores (y menor coste de materiales como el Litio), una mayor eficiencia en el desarrollo del producto y la estandarización en la fabricación de baterías (¿Mg. EBITDA 12% en 2027e?) lo que sería posible únicamente si: i) se mantienen las tasas de crecimiento de, al menos, +11,9% anual desde 2024e y se apalanca en la estructura de cosas actual.

Gráfico 28. Evolución teórica de ingresos a l/p. Y su impacto en múltiplos (EV/Vtas)



Su múltiplo EV/Vtas a cierre de 2022 se situaría en c. 3,2x, reduciéndose hasta c. 1,5x en 2024e. Durante los últimos años, se han realizado transacciones en el sector: i) Borgwarner (EE.UU.) entre febrero de 2021 y mayo de 2022 adquiere la alemana Akasol (negocio centrado en la fabricación de baterías de Ion-Litio) por un valor total de USD 932Mn (EV/Ventas NTM 4x en base a estimaciones 2022e en el momento de la transacción) y ii) Tesla adquiere Maxwell Technology (negocio centrado en el desarrollo de baterías para automóviles y vehículos industriales) por un valor total de USD 293Mn (EV/Ventas c. 2,8x NTM en base a estimaciones 2019e en el momento de la transacción) en febrero de 2019.

END es hoy la única compañía dedicada a la fabricación de baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible que cotiza en la bolsa española (BME Growth). Una industria que se apoya en factores regulatorios (fin en la producción de vehículos de combustión 2040 en España) y en el interés, cada vez mayor, en inversiones que cumplan con criterios ESG.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,4)	(2,3)	(1,6)	n.a.			
Market Cap	24,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	2,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	8,0%	Coste de la deuda neta			7,8%	8,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	6,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			6,2%	6,6%	
Risk free rate (rf)	1,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,5%	Ke = Rf + (R * B)			10,1%	12,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	90,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	9,6%	D			=	=	
WACC	11,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,7%	12,3%	
G "Razonable"	3,0%				3,0%	2,0%	

(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 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Varta AG	VAR1-DE	3.597,5	30,5	13,4%	13,7	14,6%	3,8	14,3%	28,0%	0,4%	n.a.
Enersys	ENS-US	2.633,9	16,9	22,5%	10,5	16,2%	1,1	6,6%	10,6%	n.a.	n.a.
Fluence	FLNC-US	1.516,8	n.a.	67,9%	n.a.	48,9%	0,5	55,4%	n.a.	n.a.	56,1%
Ilika	IKA-GB	208,7	n.a.	16,0%	n.a.	11,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27,2%
Flux Power Holdings, Inc.	FLUX-US	40,0	n.a.	25,2%	n.a.	23,2%	1,6	44,3%	n.a.	n.a.	n.a.
Baterías de Litio			23,7	29,9%	12,1	22,8%	1,8	25,4%	19,3%	0,4%	41,6%
END	END-ES	24,4	n.a.	41,6%	n.a.	44,5%	3,2	48,4%	n.a.	n.a.	12,3%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- 1. Riesgo de una reducción en el ritmo de crecimiento.** En la actualidad, END presenta un riesgo comercial del modelo de negocio (hoy “hiperdependiente” de obtener pedidos en nuevos negocios, en clientes y mercados). Uno de los pilares sobre los que se asienta nuestra hipótesis de crecimiento en ingresos es la apertura de nuevos mercados hasta alcanzar c. 30% del mix de ingresos en 2024e (vs c. 14% en 2022e y 1% en 2021). La ralentización del crecimiento fuera de España hasta situar su peso sobre el mix de ingresos en el 20% en 2024e implicaría una contracción de los ingresos del 10,5%; impidiendo superar de niveles de break-even hasta, al menos, 2025e e incrementando las necesidades de capital.
- 2. Repercusión de costes de materia prima y energía.** El proceso de fabricación de baterías de Ion-Litio depende de la disponibilidad y precio de sus materias primas. Nuestras estimaciones actuales recogen una subida de precios en los materiales por el contexto actual que presionarían a la baja los márgenes hasta que se repercutiera ese aumento en el precio de venta. En nuestro modelo se considera un margen bruto del 27,5% para el ejercicio 2022e (+2,0 p.p. vs 2021). Una reducción del margen bruto hasta niveles del 25,5% implicaría una reducción de c. -12% en términos de EBITDA rec. 2022e (Mg. EBITDA -2,0 p.p. vs estimación inicial).
- 3. El desarrollo de economías de escala es clave para la mejora en eficiencia y márgenes.** Nuestros números recogen unos costes de explotación (gastos de personal más otros costes de explotación) de EUR 4,7Mn (33,1% s/Ingresos 2023e vs 58,0% en 2021). Un incremento de un 10% en los costes de explotación estimados hasta niveles de EUR 5,1Mn implicaría un EBITDA de EUR -1,2Mn (vs -0,7Mn estimación inicial) en 2023e.
- 4. Nivel elevado endeudamiento y potencial dilución:** END cerró 2021 con una deuda financiera neta de EUR 2,6Mn. Un nivel de endeudamiento que, pese a la conversión del préstamo convertible en diciembre 2022e y la financiación obtenida a través del acuerdo con Nice & Green, estimamos que se incremente hasta EUR 5,8Mn en 2024e (consumo de caja anual de c. EUR 2,3Mn). Por lo que consideramos el nivel de endeudamiento un riesgo en sí (DN/FFPP 3,3x en 2021 vs 1,9x en 2024e), asociado a la capacidad de END de generar FCF positivo.

De acuerdo con nuestro escenario central las necesidades de financiación actuales pasan por una dilución del 11,5% para el accionista por la ejecución de acuerdos de financiación alcanzados con Nice & Green (EUR 2,4Mn) y el préstamo convertible suscrito (EUR 1,5Mn) hasta el 2023e. Dado el tamaño/sector/momento de negocio de END, el acceso a nuevo capital para crecer podría pasar por incrementos adicionales del equity (que implicaría una dilución adicional a la relativa por la ejecución de la deuda convertible actual; para más información ver tabla 5 en el apartado de Descripción del Negocio, página 10 de este informe).

- 5. Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D en su balance:** A 31 de diciembre de 2021, END tiene registrados EUR 1,2Mn (c. 35% de sus activos intangibles netos). El riesgo inherente a la activación del I+D expone a END a sus potenciales deterioros y el aumento progresivo del gasto por amortización impactando en su P/L.
- 6. Riesgo por cambios regulatorios.** Un riesgo inherente a la industria de la fabricación de baterías es la legislación vigente que está en continuo desarrollo debido a la fase de aún embrionaria en la que se encuentra la industria. La necesidad de homologación en instalaciones, obtención de permisos y nuevas regulaciones que podrían limitar la actividad podrían impactar en la rentabilidad de END.
- 7. Disrupción tecnológica.** La tecnología de las baterías de Ion-Litio sigue siendo una tecnología aún en una fase de desarrollo temprana y continua evolución. Un cambio disruptivo en la tecnología, como una composición distinta de las baterías por la aparición de materiales que ofrezcan una mayor eficiencia productiva, implicaría para END el riesgo de adaptarse.

Un consejo técnico en manos de los fundadores

END se funda en 2018 por Andrés Muelas y Carlos Navarro ambos se mantienen en la actualidad como accionistas de referencia, y lideran el equipo directivo con los cargos de: i) Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado Solidario y ii) CEO y Consejo Delegado Solidario, respectivamente. Lo que otorga a los órganos de gobierno y equipo directivo una alta exposición al precio de la acción. Destacamos los siguientes puntos:

Tabla 9. Estructura accionarial

Nombre	TOTAL
Carlos Navarro Paulo ¹	32,9%
Andrés Muelas Lopez	29,4%
TOTAL	62,3%

Nota: Porcentaje de participación de Carlos Navarro incluyendo su participación directa e indirecta (a través de Meia Noite Inversiones, S.L.U. de la que controla el 100% propiedad de la del 32,6% de END).

Tabla 10. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	%Capital ¹
Andrés Muelas	Dominical	2019	29,4%
Carlos Navarro	Dominical	2019	32,9%
Manuel Fernández	Independiente	2019	0,5%
M ^a Dolores Castillo	Independiente	2021	0,0%
Juan Pons	Independiente	2022	0,0%
Mónica Bragado	Dominical	2021	1,3%
Jorge Novella	Secretario no consejero	2019	0,2%
Total			64,3%

Nota: porcentaje de capital incluyendo participación directa e indirecta (a través de la patrimonial Meia Noite Inversiones, S.L.U).

1. **Un Consejo de Administración renovado...** En mayo 2021 END renueva su Consejo, ampliándolo desde los 4 miembros de 2020 hasta los 6 de la actualidad. La composición se distribuye en: dos ejecutivos, tres independientes (M^a Dolores Castillo – Presidente del Comité de Auditoría) y una consejera dominical. El Consejo se ha actualizado desde el punto de vista de género (hoy, el 33,3% del Consejo está compuesto por mujeres, sin representación en 2020 y por encima del c. 26% de la media española). En su conjunto, el Consejo controla de forma directa e indirecta el 64,3% del capital.

2. **... y con un perfil predominantemente técnico.** 5 de sus 6 consejeros son ingenieros mientras que el perfil restante es económico/financiero. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 6 años renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente). Andrés Muelas y Carlos Navarro cuentan con más de 25 años de experiencia en el sector de energías renovables.

Tabla 11. Principales Indicadores de Gobierno Corporativo

KPI	2019	2020	2021	Hoy
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	33,3%	33,3%
% Remuneración del Consejo/gastos de personal	0,0%	0,0%	5,4%	n.a

*Nota: Adicionalmente a su condición de consejeros dominicales, Andrés Muelas y Carlos Navarro desempeñan funciones ejecutivas al ostentar las posiciones de Presidente y Consejero Delegado Solidario y CEO y Consejo Delegado Solidario, respectivamente.

3. **Se mantiene la independencia de sus Comisiones.** La Comisión de Auditoría está presidida e integrada mayoritariamente por consejeros independientes (el 66,7% de sus miembros). Actualmente, END no tiene una Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

4. **Nueva retribución del Consejo de Administración a partir de 2021.** El Consejo de Administración ha aprobado en 2021, una remuneración del Consejo de Administración que ascenderá a un máximo de EUR 0,09Mn (c. 5,4% s/gastos de personal en 2021; sin remuneración al Consejo de Administración en 2020). No existen compromisos por sistemas de retribución variable, complementos a pensiones, avales o garantías concedidas a favor del Consejo de Administración.

5. **Ampliaciones de capital y nuevos accionistas:** En diciembre de 2021 se firma un acuerdo de financiación con Nice&Green por un importe máximo de EUR 2,4Mn. Distribuido en 8 tramos convertibles por valor de EUR 0,3Mn cada uno con vencimiento en diciembre de 2023e, siempre a solicitud de END y no siendo obligado a suscribir la totalidad de la financiación. El Consejo de Administración ha aprobado a fecha de este informe la suscripción de los dos primeros tramos de Equity Warrants por importe de EUR 0,6Mn. En la actualidad, se han convertido EUR 0,35Mn del total de warrants ya suscritos. La conversión total de esta línea de financiación supondría una dilución potencial para el accionista (según nuestro escenario central) de un 7,9% en el futuro (para más información ver tabla 3 en el apartado de Descripción del Negocio, página 10 de este informe).

6. **Descartamos el pago de dividendo en el medio plazo.** No existe ningún compromiso de la compañía en relación con el pago de dividendo. El foco de atención de END está en la consolidación del crecimiento orgánico hasta alcanzar una rentabilidad operativa de forma sostenida.
7. **Transacciones con partes vinculadas.** Durante el año 2020, Andrés Muelas (Presidente del Consejo y Consejero Delegado Solidario) y Carlos Navarro (CEO y Consejero Delegado Solidario) han percibido EUR 60.000 cada uno como compensación única por su actividad, en línea con el gasto devengado en 2019.

Adicionalmente, en enero de 2022 el Consejo de Administración aprueba una nueva línea de financiación en forma de préstamo convertible por valor de EUR 1,5Mn (totalmente suscrito), del que Carlos Navarro (CEO) ha aportado EUR 0,4Mn, desembolsado en su totalidad el 16 de febrero de 2022. El objetivo es financiar el activo circulante y proyectos de investigación y desarrollo. El vencimiento está fijado para el 31 de diciembre de 2022, con opción de prórroga de 3 meses y un tipo de interés del 5%. El Consejo, en línea con las condiciones establecidas en el precedente de la operación financiera con Nice & Green, ha fijado un tipo de conversión para el préstamo convertible que asciende a EUR 3,9461 (Para mayor desglose acerca de la potencial dilución total del accionariado por la conversión del préstamo convertible ver Tabla 5 en el apartado de Descripción del Negocio, página 10 de este informe).

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Inmovilizado inmaterial			0,2	0,6	1,2	2,0	2,7	3,5		
Inmovilizado material			0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3		
Otros activos no corrientes			0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		
Inmovilizado financiero			0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	-	-	-	-		
Activo circulante			0,4	1,5	3,1	4,9	7,6	10,0		
Total activo			0,9	2,7	5,0	7,5	11,0	14,3		
Patrimonio neto			0,9	0,9	0,8	2,4	3,1	3,1		
Minoritarios			-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP			-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			(0,0)	1,1	2,6	2,5	3,8	5,8		
Pasivo circulante			0,1	0,8	1,6	2,6	4,2	5,4		
Total pasivo			0,9	2,7	5,0	7,5	11,0	14,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	19-21	21-24e
Total Ingresos			0,3	2,3	4,7	8,5	14,2	18,7	<i>n.a.</i>	58,6%
<i>Cto. Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>613,8%</i>	<i>107,3%</i>	<i>81,2%</i>	<i>67,6%</i>	<i>31,4%</i>		
Coste de ventas			(0,3)	(1,8)	(3,5)	(6,2)	(10,2)	(13,2)		
Margen Bruto			0,0	0,5	1,2	2,3	4,0	5,5	<i>n.a.</i>	66,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>			<i>7,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>25,5%</i>	<i>27,5%</i>	<i>28,2%</i>	<i>29,3%</i>		
Gastos de personal			(0,2)	(0,8)	(1,7)	(2,5)	(3,0)	(3,3)		
Otros costes de explotación			(0,4)	(0,7)	(1,1)	(1,3)	(1,7)	(2,0)		
EBITDA recurrente			(0,6)	(1,0)	(1,5)	(1,4)	(0,7)	0,1	-65,1%	27,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			<i>-288,5%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-46,6%</i>	<i>8,4%</i>	<i>50,8%</i>	<i>118,1%</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>0,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			0,0	(0,1)	(0,3)	-	-	-		
EBITDA			(0,6)	(1,2)	(1,8)	(1,4)	(0,7)	0,1	-81,5%	27,4%
Depreciación y provisiones			(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
Gastos capitalizados			0,1	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			(0,5)	(0,7)	(1,4)	(0,9)	(0,3)	0,4	-67,9%	31,9%
<i>Cto. EBIT</i>			<i>-554,2%</i>	<i>-51,3%</i>	<i>-86,3%</i>	<i>36,3%</i>	<i>65,9%</i>	<i>234,5%</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>2,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(0,5)	(0,8)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	0,0	-69,6%	26,1%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>			<i>-518,5%</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>23,9%</i>	<i>48,6%</i>	<i>101,2%</i>		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,5)	(0,8)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	0,0	-69,6%	26,1%
Impuestos			0,1	0,2	-	-	-	(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>10,0%</i>		
Minoritarios			-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(0,4)	(0,6)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	0,0	-95,6%	26,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>			<i>-512,5%</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-147,1%</i>	<i>23,9%</i>	<i>48,6%</i>	<i>101,1%</i>		
Beneficio ordinario neto			(0,5)	(0,6)	(1,1)	(1,1)	(0,6)	0,0	-49,8%	26,1%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>-545,4%</i>	<i>-30,4%</i>	<i>-71,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>48,6%</i>	<i>101,1%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	19-21	21-24e
EBITDA recurrente						(1,4)	(0,7)	0,1	-65,1%	27,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,7)	(1,2)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						-2,1	-1,8	-1,0	-76,1%	24,0%
CAPEX						(0,3)	(0,4)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Impuestos						-	-	(0,0)		
Free Cash Flow Recurrente						(2,6)	(2,5)	(2,0)	-77,5%	7,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,6)	(2,5)	(2,0)	-88,3%	11,3%
Ampliaciones de capital						2,7	1,2	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(0,1)	1,3	2,0		

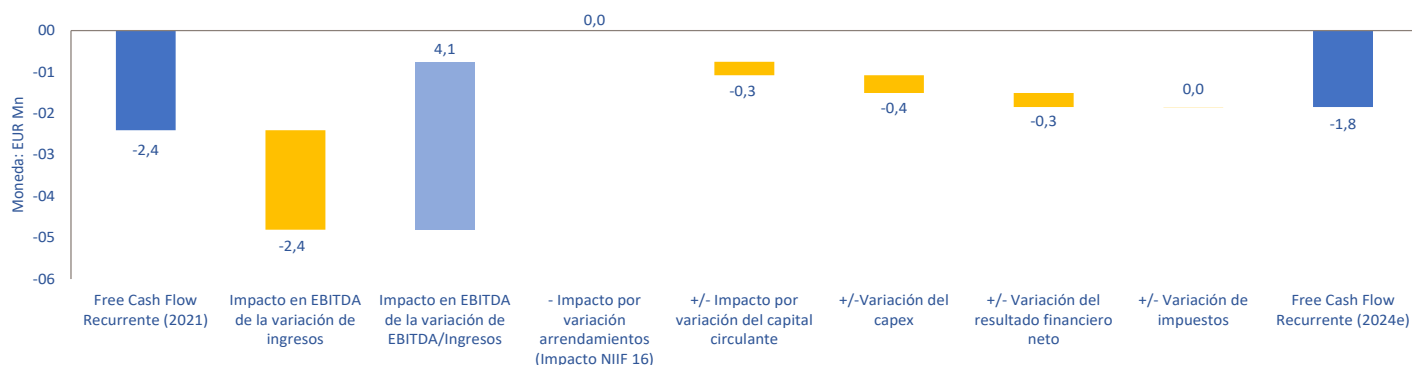
Nota 1: END presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

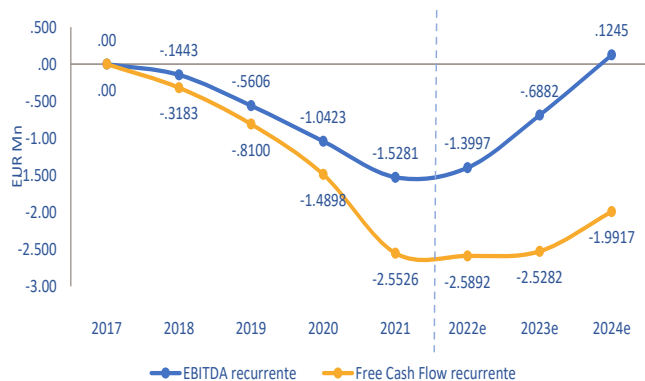
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC
								21-24e
EBITDA recurrente			(1,0)	(1,5)	(1,4)	(0,7)	0,1	27,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			-85,9%	-46,6%	8,4%	50,8%	118,1%	
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante			(0,4)	(0,8)	(0,7)	(1,2)	(1,2)	
= Cash Flow operativo recurrente			(1,4)	(2,4)	(2,1)	(1,8)	(1,0)	24,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			-83,0%	-69,5%	10,3%	13,3%	43,7%	
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- CAPEX			(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	
- Impuestos			-	-	-	-	(0,0)	
= Free Cash Flow recurrente			(1,5)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	(2,0)	7,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			-83,9%	-71,3%	-1,4%	2,4%	21,2%	
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Gastos de reestructuración y otros			(0,1)	(0,3)	-	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	-	-	-	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow			(1,6)	(2,9)	(2,6)	(2,5)	(2,0)	11,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			-99,1%	-78,0%	9,3%	2,4%	21,2%	
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			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.	
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(0,8)	(1,5)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(3,4)	(1,1)	(1,2)	(0,9)	(0,2)	
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			3,0	0,6	1,4	1,7	1,0	
= Variación EBITDA recurrente			(0,5)	(0,5)	0,1	0,7	0,8	
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,2)	(0,5)	0,1	(0,4)	(0,0)	
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			(0,6)	(1,0)	0,2	0,3	0,8	
+/- Variación del CAPEX			(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,1)	
+/- Variación de impuestos			-	-	-	-	(0,0)	
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(0,7)	(1,1)	(0,0)	0,1	0,5	
Free Cash Flow Recurrente			(1,5)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	(2,0)	
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC
EBIT			(0,7)	(1,4)	(0,9)	(0,3)	0,4	31,9%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	(0,0)	
EBITDA recurrente			(1,0)	(1,5)	(1,4)	(0,7)	0,1	27,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante			(0,4)	(0,8)	(0,7)	(1,2)	(1,2)	
= Cash Flow operativo recurrente			(1,4)	(2,4)	(2,1)	(1,8)	(1,0)	24,0%
- CAPEX			(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	(0,0)	
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(1,5)	(2,5)	(2,4)	(2,3)	(1,6)	13,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			-82,2%	-71,2%	4,7%	4,6%	27,8%	
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	-	-	-	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow "To the Firm"			(1,5)	(2,5)	(2,4)	(2,3)	(1,6)	13,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			-82,2%	-71,2%	4,7%	4,6%	27,8%	
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Nota 1: END presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	24,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	2,6	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	26,8	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

		Baterías de Litio						
EUR Mn		Varta AG	Energys	Fluence	Ilika	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
Datos	Market	VAR1-DE	ENS-US	FLNC-US	IKA-GB	FLUX-US		END-ES
		Ticker (Factset)	Alemania	USA	UK	UK	USA	
	País							
	Market cap	3.597,5	2.633,9	1.516,8	208,7	40,0		24,4
	Enterprise value (EV)	3.825,9	3.472,7	342,9	176,7	38,8		26,8
Información financiera básica	Total Ingresos	998,9	3.103,3	635,8	0,8	24,5		8,5
	Cto.Total Ingresos	10,6%	11,6%	21,3%	189,3%	55,9%	58,2%	81,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	14,3%	6,6%	55,4%	n.a.	44,3%	25,4%	48,4%
	EBITDA	279,3	330,3	(105,1)	(9,3)	(12,0)		(1,4)
	Cto. EBITDA	27,7%	-1,4%	n.a.	n.a.	-6,0%	13,1%	23,5%
	2y TACC (2022e - 2024e)	14,6%	16,2%	48,9%	11,4%	23,2%	22,8%	44,5%
	EBITDA/Ingresos	28,0%	10,6%	n.a.	n.a.	n.a.	19,3%	n.a.
	EBIT	180,7	226,5	(109,9)	(10,7)	(12,6)		(0,9)
	Cto. EBIT	46,8%	-8,4%	n.a.	n.a.	-7,4%	19,2%	36,3%
	2y TACC (2022e - 2024e)	14,1%	n.a.	37,7%	12,9%	10,5%	21,6%	56,8%
	EBIT/Ingresos	18,1%	7,3%	n.a.	n.a.	n.a.	12,7%	n.a.
	Beneficio Neto	127,5	150,4	(151,3)	(9,2)	(11,9)		(1,1)
	Cto. Beneficio Neto	1,3%	12,3%	n.a.	n.a.	10,8%	6,8%	23,9%
	2y TACC (2022e - 2024e)	9,9%	n.a.	46,6%	25,9%	6,5%	27,5%	41,6%
	CAPEX/Ventas	22,8%	2,3%	0,6%	n.a.	4,2%	8,6%	3,0%
Free Cash Flow	12,9	(58,7)	(251,7)	(13,1)	(17,9)		(2,6)	
Deuda financiera Neta	273,2	n.a.	57,8	(24,3)	(1,3)		2,5	
DN/EBITDA (x)	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0	n.a.	
Pay-out	52,4%	18,5%	n.a.	0,0%	0,0%	23,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	30,5	16,9	n.a.	n.a.	n.a.	23,7	n.a.
	P/BV (x)	6,3	2,1	n.a.	5,7	2,8	4,7	10,1
	EV/Ingresos (x)	3,8	1,1	0,5	n.a.	1,6	1,8	3,2
	EV/EBITDA (x)	13,7	10,5	n.a.	n.a.	n.a.	12,1	n.a.
	EV/EBIT (x)	21,2	15,3	n.a.	n.a.	n.a.	18,3	n.a.
	ROE	20,7	12,2	n.a.	n.a.	n.a.	16,5	n.a.
	FCF Yield (%)	0,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4	n.a.
	DPA	1,65	0,65	n.a.	0,00	0,00	0,77	0,00
Dvd Yield	1,9%	1,0%	n.a.	0,0%	0,0%	1,0%	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).

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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en 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 IFAF 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, IFAF 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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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
26-Abr-2022	n.a.	2,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

