

### Resultados 6m 2022

Opinión <sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

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

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

**Innovative Solutions Ecosystem (ISE)**, anterior Service Point Solutions, es una compañía con una estrategia de crecimiento a través de M&A en los sectores de seguridad de datos, tecnología, criptografía y voto online. Tras la desinversión de su negocio tradicional en 2021, está especializada en el sector de voto-online, donde mantiene una posición de referencia con presencia internacional a través de su filial ScytI (adquirida en 2020).

## 1S22: aún sin masa crítica. Todo depende del grado éxito de la integración de ScytI

Innovative Solutions Ecosystem, (anterior Service Point Solutions) ha presentado sus resultados 1S22 (julio-diciembre; cerrado el 31 de diciembre 2021). Destacamos:

**INGRESOS QUE AVANZAN POR DEBAJO DE LO ESPERADO (EUR 2,6Mn)...** El negocio tecnológico de ISE (ScytI; software de voto online adquirido en octubre 2020) generó unos ingresos de EUR 2,6Mn durante el 1S22 (vs EUR 3Mn del 2S21; esencialmente como consecuencia del período vacacional entre julio y septiembre). Un nivel de ingresos que se sitúa por debajo de lo esperado debido a la situación concursal de la que provenía ScytI (que, junto al proceso de integración en ISE, ha reducido de forma significativa su capacidad de participar en licitaciones públicas y de generar negocio).

**... CON UNA ESTRUCTURA OPERATIVA DIMENSIONADA PARA UN NIVEL DE INGRESOS MUY SUPERIOR (EBITDA 1S22: EUR -1,6Mn).** Con una plantilla media de 93 empleados (88 a cierre del período 1S22) que resultó en unos gastos de personal de EUR 2,1Mn y otros gastos de explotación de EUR 0,8Mn, ISE cuenta con una estructura operativa dimensionada para un nivel de ingresos muy superior al actual. Lo que mantiene el EBITDA en negativo (aunque las medidas de control de costes tomadas durante el 2T22 logran reducir las pérdidas en EBITDA hasta EUR -1,6Mn en el 1S22; vs EUR -2,3Mn del cierre enero-junio 2021).

**EL APOYO FINANCIERO DEL ACCIONISTA DE REFERENCIA SEGUIRÁ SIENDO CLAVE (DN 1S22: EUR 7,6Mn).** ISE incrementa su Deuda Neta (incluyendo obligaciones convertibles por EUR 0,8Mn) hasta EUR 7,5Mn (vs EUR 5,3Mn a cierre de 2021). Una Deuda Neta explicada esencialmente por la financiación del circulante obtenida de su accionista de referencia (bajo las condiciones del Acuerdo Global de Tesorería de Grupo Paragon; sin fecha concreta de devolución).

**EL FOCO SIGUE ESTANDO EN EL GRADO DE ÉXITO DE LA INTEGRACIÓN DE SCYTIL.** La adquisición de ScytI es estratégica y representa el primer paso de ISE hacia lo tecnológico, pero no esperamos que coja tracción hasta 2023e (una vez superado el proceso de integración). El escenario que planteamos para 2022e debiera permitir a ISE generar niveles de ingresos de, al menos, EUR 6Mn (Ingresos 2S22e estanco: +13% vs 2S21). Aunque con EBITDA aún por debajo de break even (EUR -2,7Mn) que resultará en una DN de c. EUR 8,5Mn. Cotizando a 7x EV/Vtas 2022e (que se reduce a 4,9x en 2023e, ejercicio en el que el negocio de ScytI ya debiera coger tracción).

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	36,2	40,0
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	45,0	49,6
Número de Acciones (Mn)	57,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,14 / 0,88 / 0,61	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación <sup>(3)</sup>	32,8	
Factset / Bloomberg	ISE-ES / ISE SM	
Cierre año fiscal	30-jun	

### Estructura Accionarial (%)

Grupo Paragon	76,2
Free Float	23,8

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	55,6	57,7	57,7	57,7
Total Ingresos	3,0	6,2	9,2	12,3
EBITDA Rec. <sup>(4)</sup>	-2,4	-2,7	-1,4	0,0
% Var.	-43,9	-10,6	47,4	97,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector <sup>(5)</sup>	28,1	27,7	19,1	13,3
Beneficio neto	0,5	-3,9	-2,4	-0,8
BPA (EUR)	0,01	-0,07	-0,04	-0,01
% Var.	125,0	-827,9	37,9	65,5
BPA ord. (EUR)	-0,06	-0,07	-0,04	-0,02
% Var.	-64,3	-15,0	37,9	63,5
Free Cash Flow Rec. <sup>(6)</sup>	-3,4	-3,3	-2,0	-0,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,3	8,6	10,6	11,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	83,2	30,8	8,8
ROCE (%) <sup>(6)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

### Ratios y Múltiplos (x) <sup>(7)</sup>

PER	67,0	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	14,85	7,27	4,90	3,65
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) <sup>(6)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

### Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-10,7	-11,0	-41,2	-11,0	10,6	-53,1
vs Ibex 35	-14,0	-8,9	-40,7	-8,9	21,5	-42,3
vs Ibex Small Cap Index	-15,3	-14,5	-39,0	-14,5	-13,9	-68,5
vs Eurostoxx 50	-14,2	-2,4	-40,8	-2,4	-4,5	-58,1
vs Índice del sector <sup>(5)</sup>	-13,3	7,4	-39,4	7,4	-23,3	-70,9

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) El ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021.

(5) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

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

**Resultados 6m 2022**  
**Bajamos estimaciones**

EUR Mn	Ene-Mar 2021	Abr-Jun 2021	2S21	Jul-Sept 2021	Oct-Dic 2021	1S22	2022e
<b>Total Ingresos</b>	1,4	1,7	<b>3,0</b>	1,0	1,6	<b>2,6</b>	<b>6,2</b>
<b>Margen Bruto</b>	0,6	0,8	<b>1,4</b>	0,4	0,9	<b>1,3</b>	<b>3,1</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	-1,4	-0,9	<b>-2,3</b>	-1,0	-0,6	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>
<b>EBIT</b>	-1,8	-1,3	<b>-3,1</b>	-1,4	-1,0	<b>-2,4</b>	<b>-3,9</b>
<b>BN</b>	-1,8	-1,3	<b>-3,1</b>	-1,5	-1,0	<b>-2,4</b>	<b>-3,9</b>
<b>Deuda Neta<sup>1</sup></b>			<b>5,3</b>			<b>7,5</b>	<b>8,6</b>

Nota: Para que sea comparable, la comparativa 2021 incluye solo el negocio tecnológico durante el período enero-junio de 2021 (correspondiente al 2S21).

Nota 1: La Deuda Neta incluye obligaciones convertibles por importe de EUR 0,8Mn correspondientes a los bonos propiedad de Paragon y que están pendientes de convertir en acciones de ISE (con vencimiento en junio 2026).

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo <sup>(1)</sup>		
Free Cash Flow "To the Firm"	(3,2)	(1,9)	(0,6)	n.a.		
Market Cap	36,2	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	7,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,8%	2,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	1,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,4%	1,8%
Risk free rate (rf)	1,5%	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	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,8%	12,6%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,1%	D			=	=
WACC	9,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	10,7%
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 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
Atos	ATO-FR	2.699,3	10,2	32,5%	5,0	12,9%	0,5	1,4%	9,4%	5,0%	82,8%
Tieto	TIETO-FI	2.825,6	10,6	9,0%	7,0	4,6%	1,2	3,0%	17,4%	10,2%	10,0%
Indra	IDR-ES	1.678,2	10,0	11,5%	5,0	6,3%	0,5	4,5%	10,9%	11,2%	6,7%
IT Services			10,2	17,7%	5,7	7,9%	0,7	3,0%	12,6%	8,8%	33,1%
ISE	ISE-ES	36,2	n.a.	53,7%	n.a.	88,7%	7,3	41,2%	n.a.	n.a.	56,2%

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	2021 <sup>1</sup>	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,0	0,1	7,3	5,2	4,0	3,1	2,3		
Inmovilizado material	0,5	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3		
Otros activos no corrientes	-	-	1,6	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1		
Activo circulante	1,5	1,3	1,2	2,1	1,3	2,0	2,9	3,8		
<b>Total activo</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>12,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>		
Patrimonio neto	(1,7)	(2,2)	(3,1)	(4,4)	(2,8)	(6,7)	(9,1)	(10,0)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	-	-	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2		
Otros pasivos no corrientes	-	0,3	1,6	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	0,6	1,2	1,8	8,5	5,3	8,6	10,6	11,2		
Pasivo circulante	2,9	2,6	2,9	5,7	4,2	4,3	4,8	5,4		
<b>Total pasivo</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>12,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>		
<b>TACC</b>										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	2021 <sup>1</sup>	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
<b>Total Ingresos</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>12,3</b>	<b>-23,4%</b>	<b>59,7%</b>
Cto. Total Ingresos	-4,0%	-6,6%	-6,0%	-87,5%	214,9%	104,3%	48,5%	34,3%		
Coste de ventas	(2,8)	(2,9)	(2,9)	(0,5)	(1,6)	(3,1)	(4,2)	(5,6)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-30,4%</b>	<b>69,1%</b>
Margen Bruto / Ingresos	68,0%	64,9%	61,8%	48,0%	46,1%	50,5%	54,0%	54,7%		
Gastos de personal	(4,9)	(4,5)	(4,2)	(1,5)	(2,9)	(4,2)	(4,4)	(4,6)		
Otros costes de explotación	(1,0)	(1,3)	(1,0)	(0,7)	(0,9)	(1,6)	(2,0)	(2,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>n.a.</b>	<b>75,8%</b>
Cto. EBITDA recurrente	-68,2%	-477,8%	-3,3%	-314,0%	-43,9%	-10,6%	47,4%	97,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	1,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>-86,3%</b>	<b>75,8%</b>
Depreciación y provisiones	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,2)	(0,9)	(0,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>-76,4%</b>	<b>37,8%</b>
Cto. EBIT	-273,6%	-56,5%	-53,7%	-144,5%	-64,6%	-20,1%	39,4%	66,9%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>-69,6%</b>	<b>35,4%</b>
Cto. Beneficio ordinario	-254,7%	-72,5%	-33,8%	-115,5%	-66,5%	-19,4%	37,9%	63,5%		
Extraordinarios	-	-	-	0,1	0,2	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>-67,6%</b>	<b>34,3%</b>
Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	(0,2)	3,7	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>0,5</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>34,8%</b>	<b>-53,5%</b>
Cto. Beneficio neto	-222,5%	-71,9%	-33,6%	-123,6%	125,4%	-855,3%	37,9%	65,5%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>n.a.</b>	<b>35,4%</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	-135,3%	-658,5%	-33,8%	-115,5%	-66,5%	-19,4%	37,9%	63,5%		
<b>TACC</b>										
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020 <sup>1</sup>	2021 <sup>1</sup>	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(2,7)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>n.a.</b>	<b>75,8%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,5)	(0,4)	(0,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-3,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-78,3%</b>	<b>48,4%</b>
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,0)	(0,0)	0,0		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>n.a.</b>	<b>42,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>n.a.</b>	<b>42,5%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>		

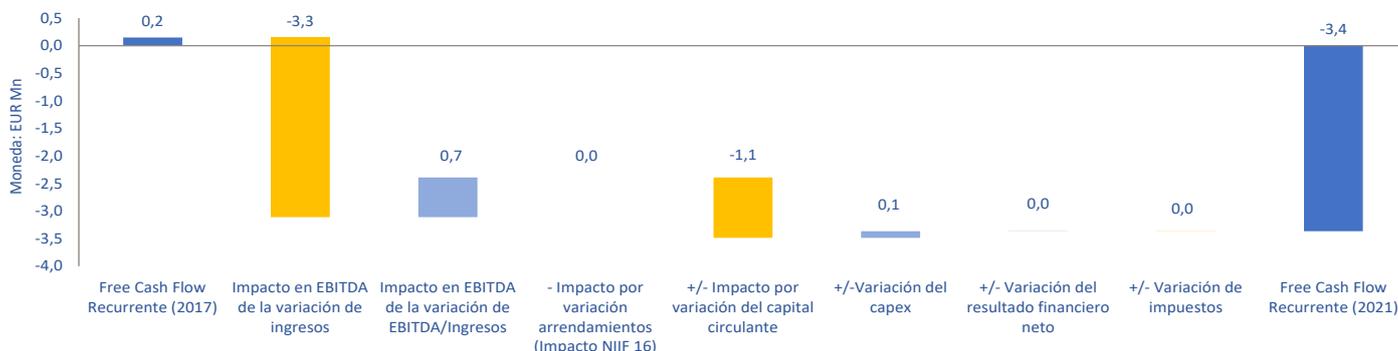
Nota 1: Los resultados 2020 sólo incluyen dos meses del negocio de Scytll (adquirida en octubre 2020). Adicionalmente, y como consecuencia de la modificación del cierre fiscal, el ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021. Los ejercicios anteriores a 2021 corresponden a períodos de 1 de enero a 31 de diciembre.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

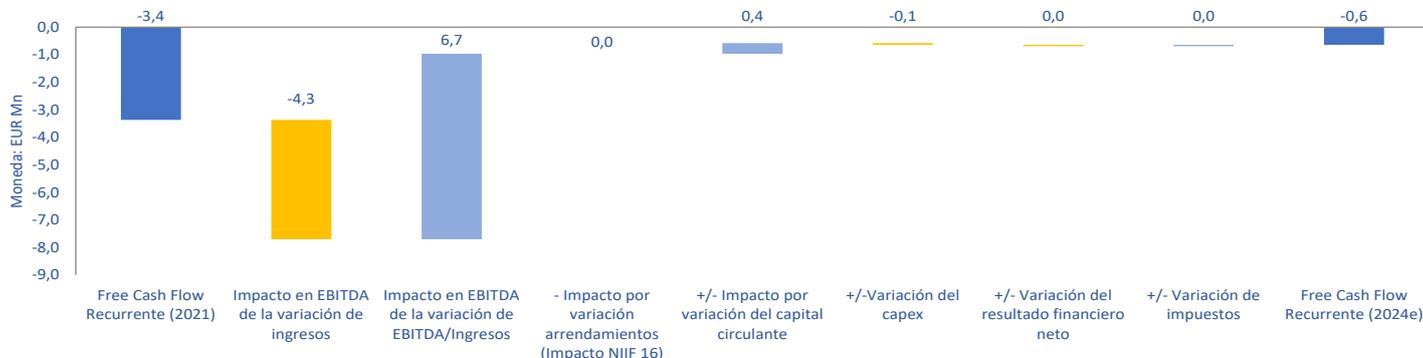
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>	(0,4)	(0,4)	(1,7)	(2,4)	(2,7)	(1,4)	(0,0)	-83,3%	75,8%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-477,8%	-3,3%	-314,0%	-43,9%	-10,6%	47,4%	97,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.								
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	0,5	1,9	(0,8)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,2</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>-71,5%</b>	<b>48,4%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-260,5%	62,1%	193,0%	n.a.	1,8%	43,2%	75,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	23,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX	(0,0)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>-58,4%</b>	<b>42,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-663,2%	-22,4%	110,3%	n.a.	1,2%	39,7%	68,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	11,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(4,5)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>-58,4%</b>	<b>42,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-663,2%	-22,4%	-318,8%	22,5%	1,2%	39,7%	68,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.								
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	0,0	0,4	(3,6)	(2,5)	(1,3)	(0,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,5)	(0,0)	(1,6)	2,9	2,3	2,6	1,9		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	0,3	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,5)	0,7	1,4	(2,7)	0,3	0,1	(0,0)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,1	(0,6)	0,6	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	-	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,1		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,1</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(0,6)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>-83,6%</b>	<b>37,8%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>								
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>-83,3%</b>	<b>75,8%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	0,5	1,9	(0,8)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,2</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>-71,5%</b>	<b>48,4%</b>
- CAPEX	(0,0)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,2</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>-69,5%</b>	<b>44,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-408,6%	-35,1%	120,0%	n.a.	1,8%	41,4%	70,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	19,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(4,5)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>-69,5%</b>	<b>44,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-408,6%	-35,1%	-366,2%	22,7%	1,8%	41,4%	70,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	0,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.								

Nota 1: Los resultados 2020 sólo incluyen dos meses del negocio de Scytll (adquirida en octubre 2020). Adicionalmente, y como consecuencia de la modificación del cierre fiscal, el ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021. Los ejercicios anteriores a 2021 corresponden a períodos de 1 de enero a 31 de diciembre.

### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



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



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



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	36,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,8	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	7,5	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	0,6	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>45,0</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(4)</sup>	2021 <sup>(4)</sup>	2022e	2023e	2024e	TACC	
															11-21	21-24e
<b>Total Ingresos</b>	<b>214,5</b>	<b>208,8</b>	<b>147,2</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>12,3</b>	<b>-34,7%</b>	<b>59,7%</b>
Cto. Total Ingresos	5,8%	-2,6%	-29,5%	-92,9%	-9,7%	-2,9%	-4,0%	-6,6%	-6,0%	-87,5%	214,9%	104,3%	48,5%	34,3%		
<b>EBITDA</b>	<b>9,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>-8,4%</b>	<b>75,8%</b>
Cto. EBITDA	68,2%	-43,0%	-15,0%	-110,0%	115,5%	344,2%	-161,5%	-95,4%	-3,3%	-314,0%	-43,9%	-10,6%	47,4%	97,6%		
EBITDA/Ingresos	4,6%	2,7%	3,3%	n.a.	0,8%	3,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(39,8)</b>	<b>(18,2)</b>	<b>(194,0)</b>	<b>86,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>0,5</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>7,2%</b>	<b>-53,5%</b>
Cto. Beneficio neto	-207,3%	54,2%	-966,1%	144,5%	-97,9%	-81,6%	-222,5%	-71,9%	-33,6%	-123,6%	125,4%	-855,3%	37,9%	65,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	6,3	7,1	7,1	7,6	7,6	424,8	54,6	54,8	54,8	54,8	55,6	57,7	57,7	57,7		
BPA (EUR)	-6,31	-2,57	-27,48	11,37	0,23	0,00	-0,01	-0,01	-0,02	-0,04	0,01	-0,07	-0,04	-0,01	7,2%	-52,7%
Cto. BPA	n.a.	59,3%	n.a.	n.a.	-97,9%	-99,7%	n.a.	-71,0%	-33,6%	n.a.	n.a.	n.a.	37,9%	65,5%		
BPA ord. (EUR)	-6,31	-2,57	-27,48	-0,39	0,23	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,04	-0,06	-0,07	-0,04	-0,02	37,3%	36,2%
Cto. BPA ord.	n.a.	59,3%	n.a.	98,6%	n.a.	-99,7%	n.a.	n.a.	-33,8%	n.a.	-64,3%	-15,0%	37,9%	63,5%		
CAPEX	(8,7)	(6,0)	(2,7)	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,2)	(0,0)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	4,1%	2,9%	1,8%	0,4%	0,1%	2,8%	2,1%	0,4%	8,7%	4,4%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%		
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(7,6)</b>	<b>(14,3)</b>	<b>79,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>-1,6%</b>	<b>42,5%</b>
DN/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>	9,2x	18,0x	15,8x	n.a.	n.a.	1,3x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,6x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	75,3x	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	0,59x	0,56x	0,63x	4,31x	4,56x	9,60x	5,10x	2,82x	3,94x	n.a.	n.a.	7,27x	4,90x	3,65x		
EV/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>	12,7x	20,8x	19,3x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Comport. Absoluto	-42,0%	-46,5%	-23,0%	-24,5%	0,0%	-10,6%	-49,5%	-50,1%	30,7%	105,9%	-34,3%	-11,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-33,2%	-43,9%	-36,5%	-27,1%	7,7%	-8,8%	-53,0%	-41,3%	16,9%	143,6%	-39,1%	-8,9%				

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Nota 4: Los resultados 2020 sólo incluyen dos meses del negocio de Scytll (adquirido en octubre 2020). Adicionalmente, y como consecuencia de la modificación del cierre fiscal, el ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021. Los ejercicios anteriores a 2021 corresponden a períodos de 1 de enero a 31 de diciembre.

## Anexo 5. Principales comparables 2022e

		IT Services					
		EUR Mn	Atos	Tieto	Indra	Average	ISE
Datos Mercado	Ticker (Factset)		ATO-FR	TIETO-FI	IDR-ES		ISE-ES
	País		France	Finland	Spain		Spain
	Market cap		2.699,3	2.825,6	1.678,2		36,2
	Enterprise value (EV)		5.185,0	3.471,3	1.934,9		45,0
Información financiera básica	Total Ingresos		10.940,8	2.865,7	3.518,8		6,2
	Cto.Total Ingresos		0,9%	1,5%	3,8%	2,1%	104,3%
	2y TACC (2022e - 2024e)		1,4%	3,0%	4,5%	3,0%	41,2%
	EBITDA		1.029,0	498,4	383,5		(2,7)
	Cto. EBITDA		-2,2%	20,3%	14,1%	10,8%	-10,6%
	2y TACC (2022e - 2024e)		12,9%	4,6%	6,3%	7,9%	88,7%
	EBITDA/Ingresos		9,4%	17,4%	10,9%	12,6%	n.a.
	EBIT		414,3	339,7	283,6		(3,9)
	Cto. EBIT		107,1%	35,5%	16,9%	53,2%	-20,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)		26,1%	7,9%	7,8%	14,0%	55,2%
	EBIT/Ingresos		3,8%	11,9%	8,1%	7,9%	n.a.
	Beneficio Neto		268,3	216,1	169,6		(3,9)
	Cto. Beneficio Neto		109,1%	-25,9%	18,3%	33,8%	-855,3%
	2y TACC (2022e - 2024e)		32,6%	11,8%	10,7%	18,4%	53,7%
CAPEX/Ventas		3,1%	3,2%	1,8%	2,7%	1,0%	
Free Cash Flow		134,0	287,8	187,6		(3,3)	
Deuda financiera Neta		1.264,9	500,1	187,3		8,6	
DN/EBITDA (x)		1,2	1,0	0,5	0,9	n.a.	
Pay-out		14,5%	79,8%	18,9%	37,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)		10,2	10,6	10,0	10,2	n.a.
	P/BV (x)		0,6	1,5	1,7	1,3	n.a.
	EV/Ingresos (x)		0,5	1,2	0,5	0,7	7,3
	EV/EBITDA (x)		5,0	7,0	5,0	5,7	n.a.
	EV/EBIT (x)		12,5	10,2	6,8	9,9	n.a.
	ROE		5,6	14,6	17,5	12,5	83,2
	FCF Yield (%)		5,0	10,2	11,2	8,8	n.a.
	DPA		0,35	1,46	0,18	0,66	0,00
Dvd Yield		1,5%	6,1%	1,9%	3,2%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

## 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](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

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

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

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

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

**Estados Unidos.** IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
04-Abr-2022	n.a.	0,63	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
06-Sep-2021	n.a.	0,88	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
02-Jul-2021	n.a.	0,98	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
19-May-2021	n.a.	1,09	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
05-Mar-2021	n.a.	1,01	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
15-Dic-2020	n.a.	1,08	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

