



IDEAS PARA ENCONTRAR IDEAS

Un análisis en profundidad de 30 Small &
Micro Caps del mercado español

12 de junio de 2023

“... por Cornualles, Bretaña y Galicia pasa un camino sembrado de cruces y de pepitas de oro que termina en el cielo de los marineros muertos en la mar.”
(Última frase de “Madera de boj”, Camilo José Cela, 1999)

Fotografía de portada: Faro Vilán (Faro de Cabo Villano)

Situado en plena Costa da Morte gallega, a 5 kms de la localidad de Camariñas (La Coruña), se trata del primer faro eléctrico de España. Tras el célebre naufragio del navío británico *Serpent*, el 10 de noviembre de 1890, frente al Cabo Villano (172 muertos, 3 supervivientes), se decidió la construcción de un nuevo faro para mejorar la seguridad de este peligroso tramo de la Costa da Morte. Los marineros británicos fueron sepultados en Punta da Boi, en el conocido como Cementerio de los Ingleses. El nuevo faro se inauguró en 1896.

EL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

El Instituto Español de Analistas es una asociación profesional fundada en 1965 que tiene como objetivo agrupar a los profesionales del análisis y representar sus intereses. Con más de 1.400 profesionales del análisis asociados y una quincena de patronos, el Instituto Español de Analistas busca fortalecer la reputación, tanto de los profesionales que forman parte de él, como de las empresas colaboradoras.

Para llevar a cabo su misión trabaja en cuatro líneas de actuación: i) proveer, facilitar y agregar servicios de apoyo a los analistas, ii) certificar la cualificación profesional de aquellos que hayan seguido y superado programas de formación de interés para los analistas, iii) promocionar la función del analista en la Sociedad y defender su contribución al interés general, y iv) participar en el debate público aportando reflexiones y evidencias relevantes para la mejora de la actividad económica y financiera.

Con delegaciones en Cataluña, Andalucía, País Vasco, Galicia, Valencia y Canarias, el Instituto está formado por tres entidades que trabajan para cumplir sus objetivos: la Fundación de Estudios Financieros, la Escuela FEF (escuela de formación dirigida a profesionales y estudiantes del sector) y Lighthouse.

El Instituto Español de Analistas tiene presencia activa en el Consejo Consultivo de la CNMV y es Socio de Entorno pre Mercado de BME. Además, está reconocido por el Banco de España y por la CNMV como entidad acreditadora.

LIGHTHOUSE

Lighthouse nace en junio de 2018 como un servicio de análisis independiente del Instituto Español de Analistas, dirigido al mercado secundario de renta variable español, y apoyado por BME (Bolsas y Mercados Españoles).

En el ámbito del análisis fundamental Lighthouse limita su actuación a la cobertura de aquellos valores cotizados (Mercado Continuo, BME Growth) del mercado español que no son cubiertos por el Sell Side. De esta forma, Lighthouse analiza exclusivamente aquello que el Sell Side no cubre, y por tanto compañías pequeñas y/o ilíquidas. Trabajando casi al 100% en la cobertura de Microcaps (Mkt Cap EUR 50 – 300 Mn). Desde el inicio de su actividad Lighthouse ha puesto en cobertura 31 compañías del mercado español. Reduciendo en más de un 40% la tasa de “valores huérfanos” del mercado español (que ya estaría por debajo del 25%).

El análisis fundamental producido por Lighthouse es de libre acceso y puede encontrarse en la web del Instituto Español de Analistas:

<https://institutodeanalistas.com/lighthouse/>

En 2021 Lighthouse inicia una segunda línea de actividad: un servicio de certificación ESG. Una certificación avalada por el Instituto Español de Analistas y especialmente diseñada para cubrir las necesidades de certificación de sostenibilidad de las Small&Mid Caps (cotizadas y no cotizadas).

En 2020, Lighthouse recibió el premio “European Small & Mid Cap Awards”, otorgado por la Comisión Europea, European Issuers y FESE (Federation of European Securities Exchanges). En el caso de Lighthouse el premio se concedió en una categoría especial (Special Mention) que reconoce a proyectos que han contribuido a la visibilidad y apoyo de las Small & Mid Caps en el mercado. Que es, en esencia, la razón de ser de Lighthouse. Persiguiendo que las Small & Mid Caps sean más conocidas, mejor valoradas, y, finalmente, más líquidas.



LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108, 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv. Lighthouse research is also available on the Bolsas y Mercados (BME) website (<https://www.bolsasymercados.es/esp/Home>)



Índice de Contenidos

1. Algunas notas aclaratorias	8
2. Declaración de intenciones: lo que “es” y lo que “no es” este informe	9
3. Mapa del segmento Micro Cap del mercado español y Universo de Cobertura de Lighthouse	10
4. Solo a título de ejemplo: 6 posibles (buenas) ideas de inversión del Universo de Cobertura de Lighthouse	15
5. Notas de compañías	17
1. Adolfo Domínguez	18
2. Agile	26
3. Alquiber	34
4. Amper	42
5. Audax Renovables	50
6. Borges	58
7. Cevasa	66
8. Cuatroochenta	74
9. Desa	82
10. Ecolumber	90
11. Endurance Motive	98
12. Enerside	106
13. Ercros	114
14. Facephi	122
15. GAM	130
16. IFFE Futura	138
17. Inmobiliaria del Sur	146
18. Innovative Solutions Ecosystem	154
19. Kompuestos	156
20. Libertas 7	164
21. Lingotes Especiales	172
22. LLYC	180
23. Mondo TV	188
24. Naturhouse Health	196
25. Netex	204
26. Nicolás Correa	212
27. Pangaea Oncology	220
28. Seresco	228
29. Squirrel	236
30. Substrate Artificial Intelligence	244
6. Tablas resumen del Universo de Cobertura de Lighthouse	253
7. Próximas publicaciones de resultados	262
8. Disclaimer	263



Algunas notas aclaratorias

- 1) Todos los precios utilizados en el informe (valores e índices) corresponden al cierre del 5 de junio de 2023.
- 2) Salvo que se indique lo contrario todos los datos de este informe tienen como fuente Factset, Lighthouse o las propias compañías.
- 3) El EBITDA (histórico y proyecciones financieras) de todas las compañías analizadas por Lighthouse e incluidas en este informe no incluye conceptos sin impacto (positivo o negativo) en Cash Flow. A título de ejemplo, el EBITDA no incluye ingresos por activación de costes.
- 4) Todo el análisis publicado por Lighthouse puede encontrarse en la web del Instituto Español de Analistas:
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse/>
- 5) A fecha de publicación de este informe la compañía Innovative Solutions Ecosystem (en cobertura por Lighthouse) se encuentra suspendida de cotización. Por lo que la nota de la compañía ([ver pg. 154](#)) no incluye proyecciones financieras ni múltiplos. Y ha sido excluida de las tablas comparativas incluidas al final de este informe.
- 6) Las siguientes compañías del universo de cobertura de Lighthouse pertenecen a BME Growth:
 - Agile
 - Alquiber
 - Cuatroochenta
 - Enerside
 - Endurance
 - Facephi
 - IFFE Futura
 - Kompuestos
 - LLYC
 - Mondo TV
 - Netex
 - Pangaea
 - Seresco
 - Substrate AI

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

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



Declaración de intenciones: lo que "es" y lo que "no es" este informe

A) Lo que "sí es": objetivos del informe

- 1) MEJORAR EL CONOCIMIENTO DE LA COMPAÑÍAS ANALIZADAS:** Dando a conocer el modelo de negocio de un conjunto de compañías (Microcaps del mercado español) que por sus condiciones de tamaño y liquidez pueden pasar desapercibidas al mercado.
- 2) ANÁLISIS FINANCIERO Y ESTRATÉGICO EN PROFUNDIDAD:** Analizar a fondo cada uno de estos negocios y presentar proyecciones financieras actualizadas y detalladas (2022 – 2025e) de todos ellos en base a un análisis fundamental "clásico" de los mismos: estrategia, capacidad de generación de EBITDA y FCF, perspectivas de crecimiento y riesgos.
- 3) INDICADORES DE MOMENTUM.** Haciendo énfasis en lo que cabe esperar de cada compañía en 2023 en función del comportamiento esperado de los drivers de cada negocio. Asumiendo que este factor (el EBITDA 2023e) será determinante para entender el potencial de cada compañía como idea de inversión a día de hoy.
- 4) HERRAMIENTAS DE VALORACIÓN Y DECISIÓN:** Este informe incluye información útil para la valoración de cualquier negocio. Esencialmente: proyecciones financieras completas, estimación del coste capital (WACC; incluido en el epígrafe de "Inputs de valoración" de cada nota de compañía), múltiplos e información detallada (estimaciones de consenso y múltiplos) de los principales comparables de cada compañía, así como un análisis de sensibilidad del EBITDA y FCF que podría generarse en condiciones más favorables o más adversas. Es decir, se aporta toda la información necesaria para valorar una compañía. Y para tomar una decisión de inversión (momentum, riesgos, expectativas de crecimiento, métricas relativas a al sector, catalizadores positivos/negativos).
- 5) UNIVERSO MICROCAP ESPAÑA.** Dar una visión de conjunto de la totalidad del Universo Microcap España (tanto del Mercado Continuo como de BME Growth). A día de hoy Lighthouse da cobertura a 30 compañías de este universo que es más amplio (c.75 compañías; c.40% de los valores cotizados en el mercado español) y que presenta características específicas de estructura sectorial y performance que creemos deben ser de interés para cualquier inversor interesado en invertir en Small&Micro Caps en el Sur de Europa.

B) Lo que "no es": lo que ni se hace ni se pretende en este informe

- 1) NO ES UNA VALORACIÓN REAL DE LAS COMPAÑÍAS. NO SE ESTABLECE PRECIO OBJETIVO.** Lighthouse *per se* no realiza ninguna valoración ni estima precio objetivo. El informe se limita a dar las herramientas para que cada inversor concluya.
- 2) NO ES UNA RECOMENDACIÓN DE COMPRA O VENTA DE LOS VALORES ANALIZADOS.** Este informe no propone ningún tipo de recomendación de inversión. Ni explícita ni implícitamente.

Es decir: este informe persigue dar todas las herramientas necesarias al inversor para que pueda decidir por sí mismo qué ideas de inversión de las muchas contenidas en este informe le parecen más interesantes en función de sus preferencias/condicionantes.

Lo que de algún modo resume el sentido de Lighthouse: ser útil tanto a compañías como a inversores y al mercado en general. Un servicio de análisis fundamental 100% dedicado a dar a conocer el segmento Microcap del mercado español: aquel en el que las tasas de "orfandad" o falta de cobertura de análisis son más altas. Y en el que hay una gran cantidad de buenas ideas de inversión que merece la pena sacar a la luz.



Mapa del segmento Micro Cap del mercado español y universo de cobertura de Lighthouse

Communication Services	Consumption	Healthcare	Utilities
<p>Media</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ LLYC ✓ Mondo Tv Studios Squirrel Media Vocento <p>Telecom Services</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Parlem Telecom 	<p>Consumer Discretionary</p> <p>Textiles, Apparel & Luxury Goods</p> <p>Nextil</p> <ul style="list-style-type: none"> Adolfo Domínguez <p>Consumer Staples</p> <p>Food Products</p> <p>Deoleo</p> <ul style="list-style-type: none"> Borges - BAIN Ecolumber ✓ IFFE Futura <p>Personal Products</p> <ul style="list-style-type: none"> Naturhouse Health 	<p>Healthcare Providers & Services</p> <p>Clinica Baviera</p> <p>Pharmaceuticals</p> <p>Laboratorio Reig Jofre</p> <p>Healthcare Equipment & Supplies</p> <p>Prim</p> <p>Biotechnology</p> <p>Oryzon Genomics</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Pangaea Oncology 	<p>Electric Utilities</p> <ul style="list-style-type: none"> Audax Renovables ✓ Energy Solar Tech ✓ Holaluz <p>Independent Power Producers (IPP)</p> <p>Ecoener</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Enerside ✓ Grupo Greening 2022
Industrials	Materials	Real Estate	Technology
<p>Construction</p> <p>OHLA</p> <p>Grupo Empresarial San José</p> <p>Urbas</p> <p>Electrical Equipment</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Artech ✓ Endurance Motive ✓ Solar Profit ✓ Umbrella Solar Investment <p>Trading Companies & Distributors</p> <ul style="list-style-type: none"> GAM <p>Engineering</p> <p>Airtificial</p> <p>Duro Felguera</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ NBI Bearings Europe <p>Commercial Services & Supplies</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Axon Partners Group ✓ Grino Ecologic <p>Auto Components</p> <ul style="list-style-type: none"> Lingotes Especiales <p>Machinery</p> <ul style="list-style-type: none"> Desa Nicolás Correa <p>Transportation - Road & Rail</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Alquiiber <p>Other Industrials</p> <p>Azkoyen</p>	<p>Metals & Mining</p> <p>Berkeley Energia</p> <p>Tubacex</p> <p>Tubos Reunidos</p> <p>Chemicals</p> <ul style="list-style-type: none"> Ercros ✓ Kompuestos <p>Paper & Forest Products</p> <p>Iberpapel Gestion</p>	<p>SOCIMIS</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Adriano Care ✓ All Iron Arima ✓ Atom Hoteles ✓ Hispanotels ✓ Home Capital ✓ Inversa Prime ✓ Olimpo ✓ Vitruvio <p>Management & Development</p> <ul style="list-style-type: none"> Cevasa Inmobiliaria del Sur Libertad 7 Montebalito Renta Corporación 	<p>Software</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Agile Content ✓ Cuatroochenta ✓ Facephi ✓ Netex ✓ Seresco ✓ Sngular ✓ Substrate Artificial Intelligence <p>Communications Equipment</p> <ul style="list-style-type: none"> Amper <p>IT Services</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Aeternal Mentis ✓ Altia ✓ Gigas Hosting Innovative Solutions Ecosystem ✓ Izertis ✓ Knowmad Mood ✓ Making Science
<p>➤ <u>Sombreadas las compañías en cobertura por Lighthouse.</u></p> <p>✓ <u>Compañías que cotizan en BME Growth.</u></p>			



Descripción del Universo Micro Cap España de Lighthouse

El Universo Micro Cap España de Lighthouse integra todas las compañías del segmento Micro Cap del mercado español de renta variable.

Se trata del tipo de compañías en las que Lighthouse desarrolla el grueso de su actividad de análisis fundamental. En la definición de este universo de compañías se han tomado en cuenta los siguientes criterios:

- El Universo Micro Cap España creado por Lighthouse incluye indistintamente compañías del Mercado Continuo (incluidas las que cotizan en “Corros”) y de BME Growth.
- ¿Qué es una Micro Cap? Desde un punto de vista estricto de mercado, el término se utiliza para aquellas compañías con una capitalización comprendida entre los EUR 50Mn - EUR 300Mn con independencia del sector al que pertenezcan. Por encima de esta categoría encontramos Small Caps (EUR 300 Mn – EUR 1.000 Mn) y Mid Caps (EUR 1.000 Mn – EUR 3.000 Mn). Por debajo, las denominadas Nano Caps.

No obstante, y con el objetivo de que la propia volatilidad del mercado no afecte de forma significativa a la composición del Universo Micro Cap España, a efectos de este informe se han considerado todas aquellas compañías con una capitalización entre los EUR 40Mn y EUR 360Mn (un diferencial del +/-20% sobre el rango comúnmente utilizado al definir las Micro Caps).

- El universo Micro Cap se presenta con una estructura sectorial en base a la clasificación sectorial GICS (Global Industry Classification Standard; 11 sectores base). Dentro de cada sector se presentan las diferentes compañías organizadas por industrias (también en base al criterio GICS).

En el caso del sector consumo se agrupan dos sectores base: i) Consumer Staples (consumo no cíclico) y ii) Consumer Discretionary (consumo cíclico).

- A fecha de este informe en BME Growth cotizan c.80 SOCIMIS de las que incluimos (en el sector Real Estate) sólo aquellas i) con una capitalización en el rango de EUR 40-360Mn y ii) que además cuenten con un free float superior al 50% (8 compañías en total).
- En el Universo Micro Cap del mercado español, además de todas aquellas compañías que cumplen con el rango de capitalización de entre EUR 40Mn – EUR 360Mn, se incluyen todas aquellas compañías cubiertas por Lighthouse. Algunas de ellas con capitalización fuera del rango. Bien superior (como es el caso de Audax Renovables) y en otros casos inferior (como Cuatroochenta, Desa, Ecolumber, Endurance, Innovative Solutions, Kompuestos, Mondo TV, Netex, Seresco y Substrate AI).

El Market Cap agregado del Universo Microcap España capitaliza c. EUR 9.300 Mn y está integrado por 75 compañías (con un mix c.55% Mercado Continuo – c.45% BME Growth).

La suma del Mercado Continuo y BME Growth (ex SOCIMIS con free float inferior al 50%) son 180 compañías y un Mkt Cap agregado de c.665.000 Mn EUR. El Universo Microcap España representa por tanto c.40% de los valores cotizados en el mercado español. Y c.1,3% del Mkt Cap total. Un segmento de compañías con abundantes opciones de inversión y, de algún modo, “imprescindible” para todo inversor especializado en Small&Mid Caps con interés por mercados del Sur de Europa.



Desde un punto de vista de su composición sectorial es interesante comparar la estructura del Universo Micro Cap España con dos referencias básicas: i) la totalidad del mercado español y ii) Eurostoxx 600 (la mejor referencia del mercado europeo). Las conclusiones son las siguientes:

Estructura sectorial del Universo Micro Cap España de Lighthouse

Sector	Universo Micro Cap España			% s. Total	
	Nº Cias	Market cap (mn EUR)	% s. Total	Mercado Continuo (España)	Stoxx Europe 600
Communication Services	6	670	7,2%	7,4%	2,6%
Consumer Discretionary	2	228	2,5%	17,4%	15,5%
Consumer Staples	5	391	4,2%	1,1%	12,6%
Energy	0	0	0,0%	3,4%	5,8%
Financials	0	0	0,0%	21,8%	15,5%
Healthcare	5	870	9,4%	3,1%	14,4%
Industrials	18	1.964	21,2%	17,8%	14,4%
Materials	6	1.105	11,9%	4,2%	7,0%
Real Estate	14	1.758	19,0%	1,7%	1,1%
Technology	14	1.357	14,7%	0,3%	6,9%
Utilities	5	921	9,9%	21,8%	4,3%
Totales	75	9.265			

(1) Esta estructura excluye a Audax Renovables (Mkt Cap EUR 540 Mn; en cobertura por Lighthouse), que por su tamaño queda con claridad fuera del concepto Micro Cap y distorsionaría el mix.

- Tres sectores (Industrial, Tecnología y Real Estate) representan c.60% de las compañías y c.55% del Mkt Cap de la muestra. Debe tomarse en cuenta que en el mercado español no hay ninguna Micr Cap cotizada en los sectores “energía” y “financiero”.
- El Universo Micro Cap España tiene un componente cíclico significativamente mayor que el conjunto de la Bolsa española y que el mercado europeo. Un análisis simple que considere cíclicos a los sectores de Tecnología, Materiales, Industriales y Consumo Cíclico (y no cíclicos al resto) conduce a esta conclusión.

Exposición a sectores cíclicos del Universo Micro Cap España de Lighthouse

Tipo de sector	Universo Micro Cap España	Mercado Continuo (España)	Stoxx Europe 600
Cíclicos	50,2%	39,7%	43,7%
No Cíclicos	49,8%	60,3%	56,3%

- Finalmente y por comparación con el mix sectorial de la totalidad del mercado español hay dos sectores en los que el segmento Microcap es significativamente más interesante y ofrece una abundancia de ideas que no encontramos en el resto del mercado: tecnología y real estate.



Universo Micro Cap España de Lighthouse (datos básicos) (1)

Compañía	Market Cap. (Mn EUR)	Sector	Industria	Mercado ⁽¹⁾	% Variación Precios				Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación ⁽²⁾ (%)
					-3M	-12M	YTD	-5Y		
Sngular	211,6	Communication Services	Media	G	2,1%	-1,3%	-0,5%	n.a.	7,08	3,3
Squirrel Media	199,4	Communication Services	Media	MC	-6,7%	-36,2%	-5,1%	-46,0%	4,57	2,3
LLYC	125,7	Communication Services	Media	G	-3,1%	-5,7%	8,0%	n.a.	2,18	1,7
Vocento	83,0	Communication Services	Media	MC	-0,7%	-17,7%	11,2%	-47,6%	8,94	10,8
Parlem Telecom	44,4	Communication Services	Telecom Services	G	-10,7%	-50,7%	-17,9%	n.a.	7,34	16,5
Mondo Tv Studios	6,0	Communication Services	Media	G	-15,8%	-25,5%	1,4%	100,8%	0,91	15,2
Nextil	176,4	Consumer Discretionary	Textiles, Apparel & Luxury Goods	MC	3,4%	26,4%	20,8%	-38,1%	15,28	8,7
Adolfo Domínguez	51,9	Consumer Discretionary	Textiles, Apparel & Luxury Goods	MC	-18,4%	44,0%	39,0%	-24,3%	4,31	8,3
Deoleo	142,5	Consumer Staples	Food Products	MC	13,5%	-18,8%	28,4%	69,9%	47,04	33,0
Naturhouse Health	107,1	Consumer Staples	Personal Products	MC	-6,8%	4,7%	13,3%	-33,6%	6,74	6,3
Borges - BAIN	68,5	Consumer Staples	Food Products	MC	-6,9%	9,6%	8,0%	-43,1%	0,51	0,7
IFFE Futura	40,8	Consumer Staples	Food Products	G	-10,0%	89,5%	74,2%	24,2%	6,59	16,2
Ecolumber	32,4	Consumer Staples	Food Products	MC	0,0%	-4,8%	0,0%	-5,9%	0,22	0,7
Clinica Baviera	298,4	Healthcare	Healthcare Providers & Services	MC	0,5%	-17,3%	8,6%	53,4%	15,85	5,3
Laboratorio Reig Jofre	199,2	Healthcare	Pharmaceuticals	MC	-6,1%	-14,9%	17,5%	-5,1%	9,18	4,6
Prim	187,4	Healthcare	Healthcare Equipment & Supplies	MC	0,8%	-19,9%	2,7%	-2,3%	7,60	4,1
Oryzon Genomics	120,6	Healthcare	Biotechnology	MC	-11,5%	-14,0%	-15,9%	-22,5%	100,13	83,0
Pangaea Oncology	64,0	Healthcare	Biotechnology	G	24,3%	23,9%	28,0%	3,6%	6,65	10,4
OHLA	283,6	Industrials	Construction	MC	-17,3%	-35,7%	7,0%	-82,8%	308,56	108,8
Grupo Empresarial San José	252,3	Industrials	Construction	MC	-13,9%	-9,3%	0,0%	7,8%	21,12	8,4
Arteche	229,5	Industrials	Electrical Equipment	G	4,7%	35,8%	3,9%	n.a.	7,54	3,3
Azkoyen	155,0	Industrials	Other Industrials	MC	-0,9%	13,1%	2,6%	0,2%	17,83	11,5
GAM	136,2	Industrials	Trading Companies & Distributors	MC	16,1%	12,9%	35,2%	-7,7%	5,22	3,8
Umbrella Solar Investment	134,7	Industrials	Electrical Equipment	G	1,6%	n.a.	0,0%	n.a.	2,07	1,5
Airtificial	111,0	Industrials	Engineering	MC	-24,4%	2,1%	55,5%	-50,2%	87,16	78,6
Axon Partners Group	100,8	Industrials	Commercial Services & Supplies	G	-1,0%	n.a.	-1,0%	n.a.	0,70	0,7
Urbas	82,8	Industrials	Construction	MC	-27,2%	-57,2%	-42,7%	-41,0%	87,15	105,3
Lingotes Especiales	80,8	Industrials	Auto Components	MC	-3,1%	-18,5%	49,6%	-53,7%	7,14	8,8
Nicolás Correa	70,2	Industrials	Machinery	MC	4,4%	11,1%	24,0%	67,6%	6,93	9,9
Duro Felguera	65,2	Industrials	Engineering	MC	-14,5%	-25,4%	4,5%	-67,5%	72,57	111,3
NBI Bearings Europe	61,7	Industrials	Engineering	G	0,0%	-10,7%	8,7%	94,3%	1,70	2,8
Solar Profit	58,1	Industrials	Electrical Equipment	G	-37,0%	-67,8%	-50,3%	n.a.	6,59	11,3
Grino Ecologic	51,4	Industrials	Commercial Services & Supplies	G	-1,2%	-20,0%	-1,2%	27,3%	0,14	0,3
Alquiber	47,4	Industrials	Transportation - Road & Rail	G	15,8%	38,5%	12,7%	n.a.	3,84	8,1
DESA	25,9	Industrials	Machinery	MC	9,8%	-0,4%	1,0%	115,7%	0,04	0,2
Endurance Motive	17,0	Industrials	Electrical Equipment	G	-7,5%	-48,0%	-11,5%	n.a.	6,01	35,4
Tubacex	340,5	Materials	Metals & Mining	MC	10,0%	6,1%	34,9%	-8,5%	94,38	27,7
Ercros	325,5	Materials	Chemicals	MC	-19,4%	-1,2%	4,0%	-13,0%	147,04	45,2
Iberpapel Gestion	179,9	Materials	Paper & Forest Products	MC	0,3%	5,1%	26,4%	-46,1%	23,74	13,2
Tubos Reunidos	129,3	Materials	Metals & Mining	MC	60,3%	108,2%	200,8%	108,7%	250,95	194,1
Berkeley Energia	119,8	Materials	Metals & Mining	MC	9,7%	18,7%	54,5%	n.a.	202,80	169,2
Kompuestos	10,0	Materials	Chemicals	G	-25,5%	-56,1%	-5,7%	n.a.	1,66	16,7
Atom Hoteles	348,7	Real Estate	SOCIMIS	GS	8,1%	11,3%	12,4%	n.a.	5,24	1,5
Arima	227,4	Real Estate	SOCIMIS	MC	-1,8%	-8,6%	6,7%	n.a.	44,59	19,6
Olimpo	206,5	Real Estate	SOCIMIS	GS	1,0%	3,2%	4,8%	42,1%	2,01	1,0
CEVASA	157,0	Real Estate	Mangement & Development	MC	-3,6%	-4,1%	-1,5%	-12,2%	0,68	0,4
All Iron	145,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	-0,9%	10,0%	n.a.	1,57	1,1
Inmobiliaria del Sur	130,7	Real Estate	Mangement & Development	MC	-6,7%	-10,8%	-0,2%	-34,1%	13,05	10,0
Adriano Care	122,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	-1,9%	-3,8%	-3,8%	n.a.	0,63	0,5
Vitruvio	108,2	Real Estate	SOCIMIS	GS	17,6%	22,4%	16,5%	4,7%	7,57	7,0
Inversa Prime	97,9	Real Estate	SOCIMIS	GS	-1,6%	-5,3%	-1,6%	n.a.	10,59	10,8
Hispanotels	65,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	1,2%	2,8%	2,0%	n.a.	0,11	0,2
Home Capital	44,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	-1,3%	0,0%	n.a.	0,96	2,2
Renta Corporación	42,6	Real Estate	Mangement & Development	MC	-13,7%	-29,2%	-3,0%	-61,9%	10,71	25,2
Montebalito	40,6	Real Estate	Mangement & Development	MC	-15,9%	-6,0%	-5,9%	-16,5%	6,86	16,9
Libertas 7	21,0	Real Estate	Mangement & Development	MC	8,8%	-29,4%	7,0%	-14,7%	0,51	2,4

(1) Mercado: MC = Mercado Continuo, G = BME Growth, GS = SOCIMI de BME Growth

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 1a.



Universo Micro Cap España de Lighthouse (datos básicos) (II)

Compañía	Market Cap. (Mn EUR)	Sector	Industria	Mercado ⁽¹⁾	% Variación Precios				Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación ⁽²⁾ (%)
					-3M	-12M	YTD	-5Y		
Altia	227,0	Technology	Software	G	12,2%	29,4%	26,9%	140,6%	12,90	5,7
Izertis	194,3	Technology	Software	G	-3,0%	-4,7%	-5,6%	n.a.	14,13	7,3
Knowmad Mood	190,0	Technology	Software	G	6,7%	n.a.	-28,3%	n.a.	1,38	0,7
Aeternal Mentis	123,7	Technology	IT Services	G	0,5%	0,5%	-1,1%	n.a.	0,81	0,7
Amper	114,4	Technology	Communications Equipment	MC	-37,8%	-58,2%	-30,8%	-61,3%	60,99	53,3
Gigas Hosting	93,2	Technology	IT Services	G	-7,2%	-9,5%	-21,6%	35,9%	16,62	17,8
Agile Content	88,7	Technology	Software	G	-16,9%	-31,9%	-11,9%	168,4%	10,59	11,9
Making Science	84,5	Technology	Software	G	-21,5%	-46,0%	3,9%	n.a.	4,93	5,8
Facephi	43,8	Technology	Software	G	-9,3%	-20,1%	-2,8%	105,9%	16,05	36,7
Seresco	33,0	Technology	Software	G	-7,0%	n.a.	-14,0%	n.a.	0,82	2,5
Innovative Solutions Ecosystem	32,5	Technology	IT Services	MC	0,0%	-12,7%	0,0%	-22,2%	0,74	2,3
Netex	24,8	Technology	Software	G	-4,1%	-10,5%	-14,9%	80,6%	1,35	5,5
Cuatroochenta	24,0	Technology	Software	G	-17,0%	-44,5%	-6,4%	n.a.	2,12	8,8
Substrate Artificial Intelligence	10,5	Technology	Software	G	33,3%	-80,5%	6,3%	n.a.	44,25	419,9
Audax Renovables	538,0	Utilities	Electric Utilities	MC	-10,4%	-1,8%	63,0%	-44,4%	156,09	29,0
Ecoener	256,3	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	MC	-10,0%	-22,9%	-1,5%	n.a.	27,44	10,7
Enerside	185,1	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	G	-4,2%	-20,0%	20,7%	n.a.	22,43	12,1
Grupo Greening 2022	183,3	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	G	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,28	5,1
Energy Solar Tech	175,6	Utilities	Electric Utilities	G	-5,7%	n.a.	26,2%	n.a.	33,36	19,0
Holaluz	120,4	Utilities	Electric Utilities	G	-2,5%	-51,5%	-16,7%	n.a.	13,50	11,2

(1) Mercado: MC = Mercado Continuo, G = BME Growth, GS = SOCIMI de BME Growth

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

(3) En el caso de Innovative Solutions Ecosystem, suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022, el performance se ha calculado en base al último precio (0,56 EUR/acc.).

Comportamiento del Universo Micro Cap España de Lighthouse

Comportamiento en Bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto ⁽¹⁾	0,2	-3,0	-8,2	8,9	41,2	7,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,4	-1,2	-13,8	-3,5	19,7	12,1
vs Euro STOXX 50	1,3	-3,0	-19,1	-3,7	11,3	-13,4
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,1	8,3	5,8	1,5	14,7	7,9
vs MSCI Europe Micro Cap	1,8	3,0	5,0	9,7	19,8	0,1

(1) Rendimiento medio del Universo Micro Cap España de Lighthouse. Rentabilidad obtenida invirtiendo la misma cantidad en cada una de las compañías del Universo Micro Cap España de Lighthouse.



Solo a título de ejemplo: 6 posibles (buenas) ideas de inversión del universo de cobertura de Lighthouse

El objetivo de Lighthouse es dar a conocer los fundamentales de los valores “huérfanos” del mercado español, a través de una cobertura de análisis realmente recurrente. El enfoque del trabajo se centra casi al 100% en profundizar en los modelos de negocio de las compañías analizadas y elaborar proyecciones financieras que permitan al inversor entender de cada compañía, cómo gana dinero y qué cabe esperar de ella los próximos 3 años, y en el más largo plazo. Todo el trabajo pivota en el análisis, con el máximo detalle, del potencial de generación de EBITDA y Free Cash Flow de cada negocio. Como es sabido Lighthouse ni valora las compañías que analiza, ni da precios objetivo, ni tampoco emite recomendaciones de inversión.

Sin embargo, como resultado del trabajo de análisis, aparecen de forma natural elementos/datos que nos parecen especialmente interesantes y que pueden ser vistos como potenciales indicadores de valor en las compañías analizadas. Solo a título de ejemplo damos esos indicadores de 6 de las compañías analizadas. Se trata de inputs que creemos pueden ser de alto interés para el inversor a la hora de realizar una primera selección de compañías a analizar y monitorizar.

Este es el mejor modo de explicar el objetivo de Lighthouse y su utilidad. Poner a disposición del mercado información que hasta ahora ha pasado desapercibida. Y hacerlo del modo en que el inversor (especialmente el institucional) lo requiere. Concentrando todo el esfuerzo en la información (financiera, estratégica) clave para entender cada compañía y tomar decisiones de inversión. Ofrecemos 3 ejemplos de compañías del Mercado Continuo y 3 de BME Growth. De diferentes sectores. Y en las que el equity story es igualmente muy diverso: desde compañías típicamente “growth” hasta historias de carácter “value” e incluso “defensivas”.

Como ya se ha explicado no estamos ante ideas de valoración ni recomendaciones de inversión. Las compañías propuestas deben ser vistas simplemente como algunos ejemplos de valores del universo de cobertura de Lighthouse (30 compañías) en los que aparecen indicadores especialmente positivos y que son razonablemente sólidos y objetivos. Y que creemos merecen atención. Pero son solo ejemplos. Hay muchos otros...

Sector: Industrials / Transportation - Road & Rail

Market Cap (Mn EUR y USD)	47,4	50,8
EV (Mn EUR y USD)	211,4	226,4
Free Float	27,6	
Factset / Bloomberg	ALQ-ES / ALQ SM	
Mercado	BME Growth	

A) Alquiber

- ✓ Buen momentum de resultados en 2023e (EBITDA: +17%), por la inercia del crecimiento de la flota en un sector con crecimiento estructural (renting flexible).
- ✓ Capacidad para seguir creciendo a doble dígito (EBIT 2022-2025e: +17,5%), manteniendo un margen elevado (Mg. EBIT c. 16%).
- ✓ Más barata que el sector: PER ordinario 2023e 5,1x (vs 7x de su principal comparable).

B) Cuatroochenta

- ✓ Un negocio escalable con una sólida base de ingresos recurrentes que debiera permitirle seguir creciendo a doble dígito en ingresos (+19% TACC 22-25e).
- ✓ En 2023e deberíamos ver una mejora significativa de la rentabilidad. EBITDA Rec. 2023e: EUR 2,2Mn (vs EUR 0,7Mn en 2022).
- ✓ Recupera momentum y está en mínimos históricos: EV/EBITDA 25e: 5,5x (frente a un sector que cotiza claramente por encima de 10x EV/EBITDA).

C) GAM

- ✓ La continuidad de un crecimiento orgánico similar al visto en 2022 nos lleva a estimar ingresos 2023e de EUR 275Mn (+21% vs 2022).
- ✓ Lo que debiera permitir a GAM “doblar” su Beneficio Neto en 2023e (Beneficio Neto 2023e: EUR 13,5Mn vs EUR 7,7Mn en 2022).
- ✓ Bajos múltiplos generalizados: PER ordinario 2023e 10x y 5x EV/EBITDA 2023e.

Sector: Technology / Software

Market Cap (Mn EUR y USD)	24,0	25,8
EV (Mn EUR y USD)	32,2	34,5
Free Float	40,5	
Factset / Bloomberg	480S-ES / 480S SM	
Mercado	BME Growth	

Sector: Industrials / Trading Companies & Distributors

Market Cap (Mn EUR y USD)	136,2	145,9
EV (Mn EUR y USD)	331,2	354,8
Free Float	21,5	
Factset / Bloomberg	GAM-ES / GAM SM	
Mercado	Mercado continuo	

**Sector: Communication Services / Media**

Market Cap (Mn EUR y USD)	125,7	134,7
EV (Mn EUR y USD)	121,7	130,3
Free Float	10,7	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Mercado	BME Growth	

Sector: Real Estate / SOCIMIS

Market Cap (Mn EUR y USD)	21,0	22,5
EV (Mn EUR y USD)	25,6	27,4
Free Float	16,2	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Mercado	Mercado continuo	

Sector: Industrials / Machinery

Market Cap (Mn EUR y USD)	70,2	75,2
EV (Mn EUR y USD)	59,0	63,2
Free Float	58,2	
Factset / Bloomberg	NEA-ES / NEA SM	
Mercado	Mercado Continuo	

D) LLYC

- ✓ La suma de crecimiento orgánico (de elevada recurrencia) e inorgánico (también “recurrente”) ofrece una combinación singular: crecimiento (Ingresos 22-25e: +12,1% TACC) y defensividad.
- ✓ Manteniendo una elevada rentabilidad (Mg. EBITDA 25e: 18,8%) y generación de caja (conversión de c. 40% del EBITDA en FCF) y estructura de balance muy robusta (DN/EBITDA < 0,5x) que permitirá seguir creciendo vía M&A.
- ✓ Bajos múltiplos: EV/EBITDA 23e: 6,4x (vs c. 8x del sector), manteniendo un diferencial de crecimiento positivo (EBITDA 23e-25e: +11% TACC vs +5% TACC del sector).

E) Libertas 7

- ✓ Buen momentum en 2023e: i) promoción (entrega 33 viviendas vs 24 en 2022), ii) turismo (reservas en máximos) y iii) inversión (cartera 1T23 EUR 56Mn; +10% vs 2022).
- ✓ Negocio promotor, principal “motor” de crecimiento a l/p: en 2025e esperamos recupere una capacidad de entrega de c. 65 viviendas/año (EBITDA EUR 3,5Mn/año).
- ✓ Una potencial (evidente) reserva de valor. Sólo la cartera de inversión neta de deuda (EUR 27Mn) supera ampliamente la capitalización actual. Sin necesidad de añadir el negocio promotor ni la cartera de activos en alquiler.

F) Nicolás Correa

- ✓ Momentum excelente (EBITDA 2023e: +20%) respaldado por una cartera de pedidos en máximos. Y capacidad para seguir creciendo (EBITDA 22-25e: +15% TACC).
- ✓ Estructura de balance muy robusta (caja neta de EUR 11,4M), que deja abierta la posibilidad de invertir en crecimiento orgánico o M&A.
- ✓ Bajos múltiplos: EV/EBITDA 23e: 4,4x (vs 6x del sector), manteniendo un diferencial de crecimiento positivo frente a su sector (Ingresos: +10% vs +5% del sector) y una rentabilidad superior (Mg. EBITDA 12% vs c. 7% de sus comparables más directos).



Notas de compañías

A continuación se incluyen las notas actualizadas de todo el universo de cobertura de Lighthouse a fecha de este informe:

- Todas las notas tienen la misma estructura y, esencialmente ofrecen:
 - Información descriptiva (actividad y modelo de negocio, estados financieros históricos, accionariado, liquidez)
 - Proyecciones financieras completas (2022- 2025e) y analítica del FCF
 - Performance
 - Datos de comparables
 - Inputs de valoración
 - Principales KPI's de Gobierno Corporativo
 - Visión del analista sobre la compañía: momentum 2023, pilares de su equity story, riesgos e indicadores de valoración
- Todas las notas han sido actualizadas con precios de cierre del 5 de junio de 2023.
- La hora de distribución del informe es las 13h del 12 de junio de 2023.
- En el caso de Innovative Solutions Ecosystem (suspendida de cotización a fecha de publicación este informe) se incluye una nota simplificada que excluye proyecciones financieras y múltiplos.

Adolfo Domínguez (ADZ) es un grupo textil de “moda de autor” de pequeño tamaño con sede en Ourense (España), especializado (c.40 años) en el diseño y comercialización de artículos de moda (al por menor y al por mayor). Con presencia internacional (>35% s/Ingresos), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

Toda mención a los resultados de un año será al período: **28-feb a 28-feb (año siguiente)**.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Un 2022 que devuelve ADZ a las cifras pre-covid. Tras un largo período (> 5 años) de reestructuración y pérdidas, en 2022 ADZ termina de “dar la vuelta” a la compañía y alcanza BN positivo. Los ingresos consolidados ascienden a EUR 115,3Mn (+20% vs 2021; LFL +18,5%) con una mejora márgenes (Mg. EBITDA 9,5% vs 8,8% en 2019) que elevan el EBITDA rec. 2022 hasta EUR 10,9Mn (vs EUR 4,5Mn en 2021; +6% vs 2019).

El éxito de la reestructuración/relocalización de sus tiendas es clave. La rentabilidad por centro ha sido la piedra angular del giro estratégico de ADZ. La venta media por tienda aumentó un +24,5% respecto a 2021 (+13% vs 2019) obteniendo ingresos 2022 similares a 2019, con 51 puntos de venta menos.

ADZ comienza 2023e con un crecimiento rentable real. ADZ reaparece como un retailer con foco en el producto (nicho, moda de autor, sostenibilidad) siguiendo una estrategia “full price” (reduciendo el tiempo de rebajas) que incrementa la rentabilidad, apuntando en 2023e a ingresos de EUR 121,9Mn (+5,7% vs 2022) y a un EBITDA de EUR 13,9Mn (+26,9% vs 2022; Mg. EBITDA 11,4%). Sin FCF positivo, al menos hasta 2025e, lo que elevará la DN 2023e hasta EUR 12,3Mn (0,9x DN/EBITDA).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Crecimiento en ingresos sostenido. La apuesta por la moda de autor de nicho, la capacidad de traspasar el aumento de costes a sus precios, sumado a la relocalización y la apertura de nuevas tiendas (+5 aperturas a/a) debería permitir a ADZ crecer moderadamente en ingresos ganando cuota de mercado en las geografías que opera.

Omnicanal. En 2020, la venta online supuso el 20,7% de los ingresos, reduciéndose hasta el 11,4% en 2022 por la vuelta a la normalidad post-pandemia. Esperamos que el canal online alcance el 13% de los ingresos 2025e (media de 20% del sector).

Mejora en la eficiencia para proteger sus márgenes. Por 4 razones: i) gestión de inventarios para reducir los períodos de rebajas, ii) aumento de la venta media por tienda, iii) reorganización de la cadena de suministro y iv) menores costes de estructura. El diferencial de -10p.p vs Mg. EBITDA con sus competidores corrobora un alto potencial (teórico) por mejora de rentabilidad operativa.

Intensificar su presencia internacional. El reto de los siguientes ejercicios es ampliar la red comercial (penetración en mercados menos maduros) sin penalizar la eficiencia (ratio venta media por tienda). Esto permitiría aspirar a un crecimiento sostenido a dígito medio en ingresos hasta 2025e (EUR 132,8Mn; +4,8% TACC 22-25e) y a un EBITDA rec. EUR 17,7Mn (vs EUR 10,9Mn en 22; +17,3% TACC 22-25e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Una industria dependiente del ciclo. Los eventos de los últimos 3 años testearon la resiliencia de ADZ, teniendo un fuerte impacto en sus cifras (especialmente durante 2020, aumentando el riesgo de revisión de estimaciones). El consumo privado y la renta disponible son factores (clave) sensibles a una desaceleración económica.

Riesgo divisa. Tanto a nivel de ingresos, dónde está principalmente expuesto al peso mexicano y al yen (el 19% y 4% de los ingresos 2022, respectivamente) como en costes (c. 80% de los productos comercializados se adquieren en USD). Sin realizar coberturas que mitiguen su impacto en el P&L.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Los múltiplos se mantienen teóricamente atractivos. La acción se ha revalorizado un +44% en los últimos 12 meses. No obstante, hoy ADZ sigue cotizando con un elevado descuento sobre EV/EBITDA 23e: 6,4x vs 7,5x del sector (c.-15%) que podría estar justificado por el diferencial de +2,7p.p. en crecimiento de EBITDA vs sector.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	51,9	55,6
EV (Mn EUR y USD)	88,5	94,8
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,86 / 4,71 / 3,79	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	8,3	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumenta Pueri	9,1
Free Float	22,6

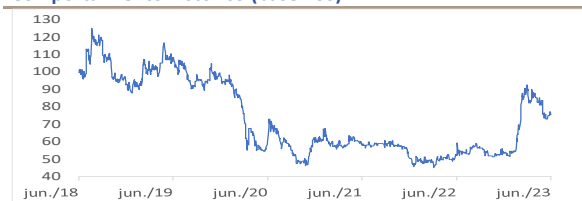
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	115,3	121,9	127,2	132,8
EBITDA Rec.	10,9	13,9	16,5	17,7
% Var.	142,9	26,9	19,0	7,0
% EBITDA Rec./Ing.	9,5	11,4	13,0	13,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	10,6	5,7	11,0	10,0
Beneficio neto	0,2	1,2	2,9	3,6
BPA (EUR)	0,02	0,13	0,32	0,39
% Var.	101,7	635,4	151,5	24,1
BPA ord. (EUR)	-0,12	0,13	0,32	0,39
% Var.	80,6	200,9	151,5	24,1
Free Cash Flow Rec.	-8,3	-3,3	-0,5	0,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	8,1	12,3	13,7	14,3
DN / EBITDA Rec.(x)	0,7	0,9	0,8	0,8
ROE (%)	1,0	6,6	14,8	15,7
ROCE (%)	17,3	10,5	15,5	15,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	44,5	17,7	14,3
PER Ordinario	n.a.	44,5	17,7	14,3
P/BV	3,0	2,8	2,4	2,1
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,77	0,73	0,70	0,67
EV/EBITDA Rec.	8,1	6,4	5,4	5,0
EV/EBIT	29,9	28,5	16,0	13,6
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,8

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,0	-18,4	44,0	-24,3

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

(2) Sector: Europe Apparel & Footwear.

(3) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 6,7%, Ibercapital Magnum, SICAV S.A 4,5%, Autocartera 0,5%



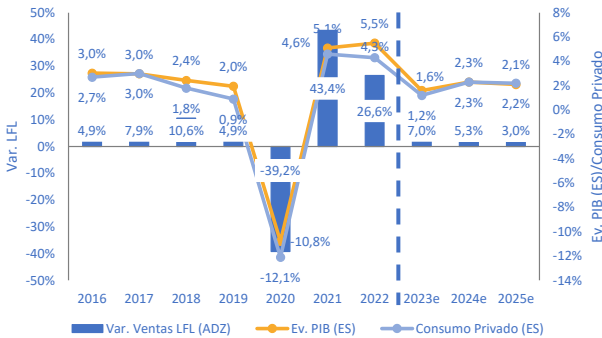
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,8	34,9	28,3	27,8	33,5	32,8	32,0	31,2		
Inmovilizado material	10,1	10,2	9,7	7,5	9,3	13,5	17,1	20,6		
Otros activos no corrientes	8,1	0,7	1,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7		
Inmovilizado financiero	5,7	5,9	4,7	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	36,2	38,0	30,6	26,5	35,6	37,4	38,4	40,1		
Total activo	60,8	89,6	74,5	69,8	86,7	91,9	95,9	100,1		
Patrimonio neto	52,2	44,2	24,0	15,5	17,2	18,4	21,3	25,0		
Minoritarios	0,8	0,9	1,0	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	34,2	28,2	29,0	32,7	32,7	32,7	32,7		
Deuda financiera neta	(12,0)	(9,9)	(0,8)	1,7	8,1	12,3	13,7	14,3		
Pasivo circulante	18,9	18,8	20,7	22,1	27,4	27,2	26,8	26,8		
Total pasivo	60,8	89,6	74,5	69,8	86,7	91,9	95,9	100,1		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	121,9	127,2	132,8	0,4%	4,8%
Cto.Total Ingresos	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	5,7%	4,3%	4,4%		
Coste de ventas	(47,3)	(50,6)	(35,3)	(40,5)	(49,3)	(52,2)	(54,0)	(56,8)		
Margen Bruto	66,1	65,6	31,5	52,7	66,0	69,8	73,2	76,0	0,0%	4,8%
Margen Bruto / Ingresos	58,3%	56,5%	47,2%	56,6%	57,3%	57,2%	57,5%	57,2%		
Gastos de personal	(36,9)	(36,7)	(22,7)	(28,7)	(33,0)	(33,2)	(33,8)	(34,6)		
Otros costes de explotación	(28,4)	(18,7)	(18,8)	(19,5)	(22,1)	(22,6)	(22,9)	(23,7)		
EBITDA recurrente	0,9	10,3	(10,0)	4,5	10,9	13,9	16,5	17,7	89,0%	17,3%
Cto.EBITDA recurrente	139,0%	n.a.	-197,0%	145,2%	142,9%	26,9%	19,0%	7,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	0,8%	8,8%	n.a.	4,8%	9,5%	11,4%	13,0%	13,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	1,1	3,1	(4,1)	2,4	-	-	-		
EBITDA	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	13,9	16,5	17,7	83,8%	9,7%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(1,5)	(2,1)	(1,2)	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(1,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(9,3)	(9,4)	(9,5)		
EBIT	(0,6)	1,0	(17,6)	(8,6)	3,0	3,1	5,5	6,5	62,3%	30,0%
Cto.EBIT	88,2%	259,0%	n.a.	50,9%	134,3%	5,0%	78,4%	17,5%		
EBIT / Ingresos	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	2,6%	2,5%	4,4%	4,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,5	(0,9)	(1,7)	(1,4)	(1,7)	(1,6)	(1,9)	(2,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,1)	0,0	(19,3)	(10,0)	1,3	1,5	3,7	4,6	84,6%	53,1%
Cto.Beneficio ordinario	98,0%	105,5%	n.a.	47,9%	112,6%	14,9%	151,5%	24,1%		
Extraordinarios	1,3	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,2	0,0	(19,3)	(10,0)	1,3	1,5	3,7	4,6	2,4%	53,1%
Impuestos	(1,5)	(8,2)	(0,0)	0,8	(1,1)	(0,3)	(0,7)	(0,9)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87,5%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	1,2	2,9	3,6	23,4%	n.a.
Cto.Beneficio neto	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	635,4%	151,5%	24,1%		
Beneficio ordinario neto	(0,6)	(1,2)	(22,5)	(5,9)	(1,2)	1,2	2,9	3,6	-19,3%	72,7%
Cto. Beneficio ordinario neto	91,6%	-106,4%	n.a.	73,7%	80,4%	200,9%	151,5%	24,1%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						13,9	16,5	17,7	89,0%	17,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(9,3)	(9,4)	(9,5)		
Var.capital circulante						(1,9)	(1,5)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente						2,6	5,6	6,6	-57,7%	74,3%
CAPEX						(4,9)	(4,5)	(4,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,9)	(1,0)		
Impuestos						(0,3)	(0,7)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						(3,3)	(0,5)	0,4	-55,2%	27,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(3,3)	(0,5)	0,4	n.a.	27,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						3,3	0,5	(0,4)		

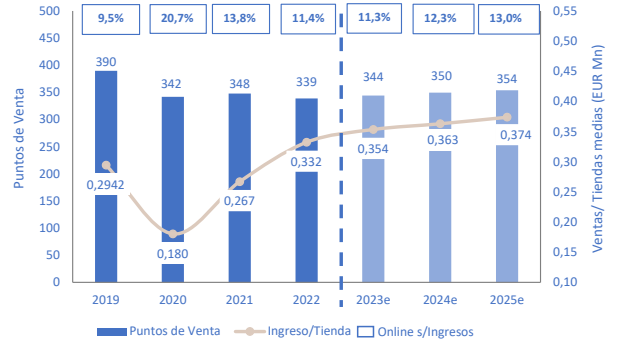


La compañía en 8 gráficos

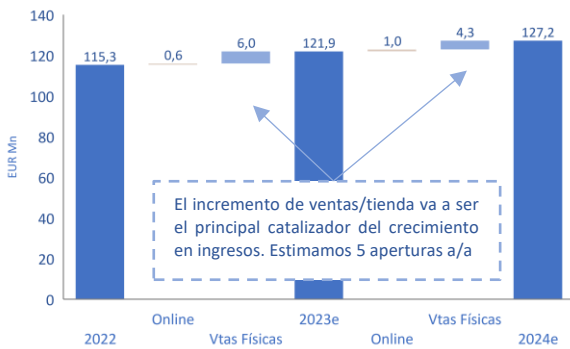
El sector en el que opera ADZ está caracterizado por una elevada ciclicidad



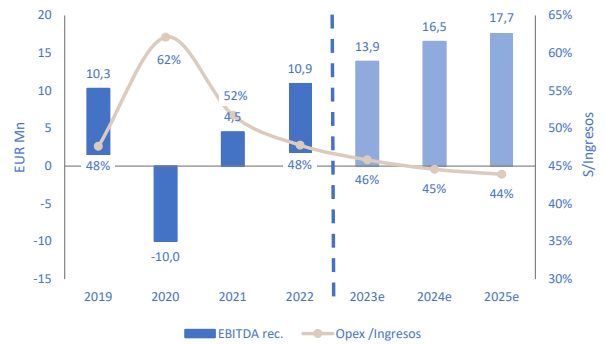
El redimensionamiento de la superficie comercial eleva la rentabilidad por centro (impulsada por el online: 11,4% s/Ingresos 2022)...



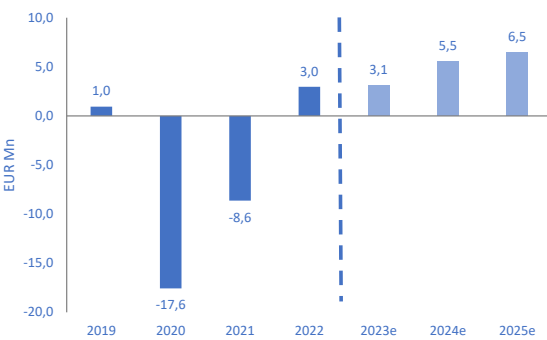
...principal driver sobre el que se basa nuestro crecimiento en ingresos para 2023e y 2024e (5 aperturas a/a)



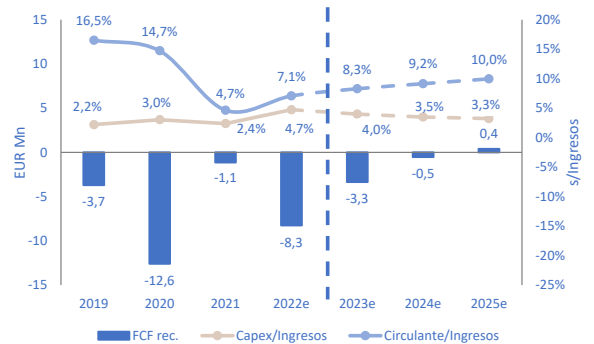
El foco en la reducción de costes permitirá a ADZ apalancarse sobre su estructura



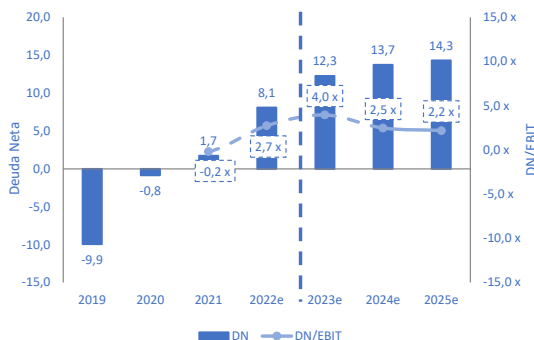
El crecimiento en ingresos (+4,8% TACC 22-25e) y la contención de costes empujarán el EBIT 25e hasta EUR 6,5Mn (vs EUR 1Mn en 2019)



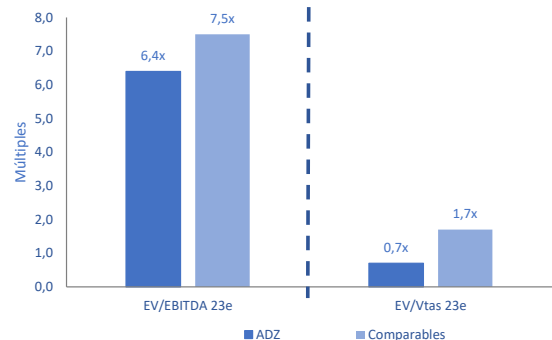
Lo que hará posible el break-even en FCF rec. 2025e, pese a la intensificación del CAPEX y el circulante



El consumo de caja estimado hasta 2025 elevará la DN 2025e hasta EUR 14,3Mn (DN/EBIT 24e 2,2x)



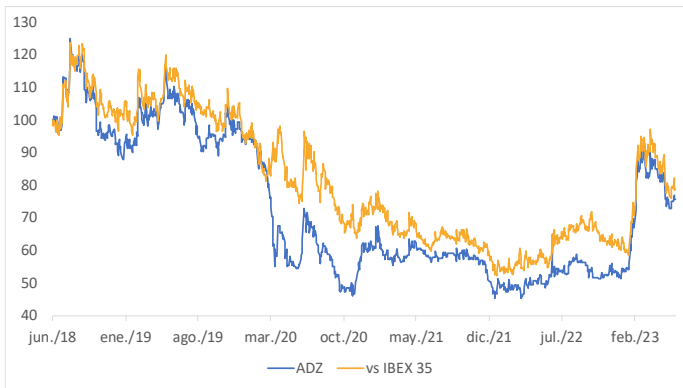
Cotizando a unos múltiplos atractivos EV/EBITDA 23e 6,4x y EV/Vtas 23e 0,7x (EV/EBITDA 23e 7,5x y EV/Vtas 23e 1,7x del sector)



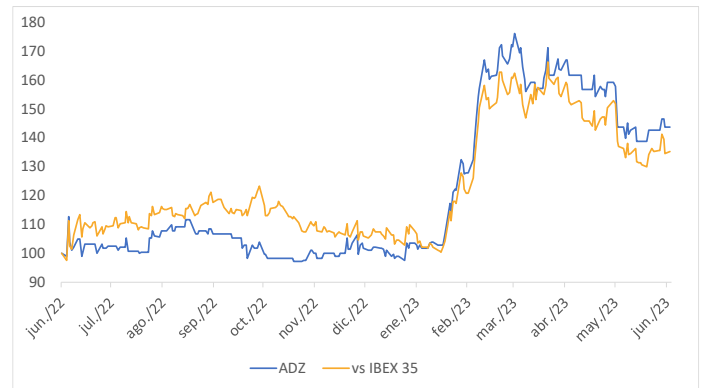


Evolución de la cotización

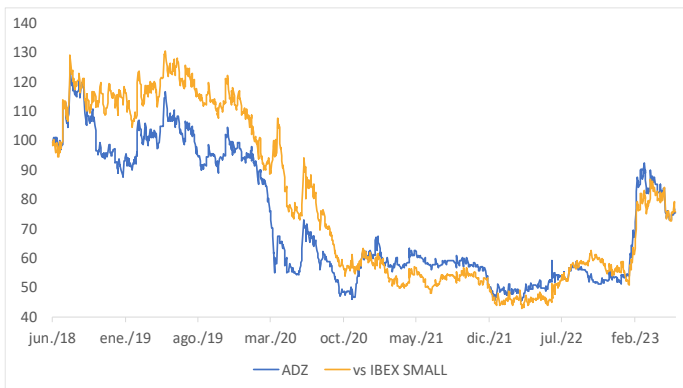
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



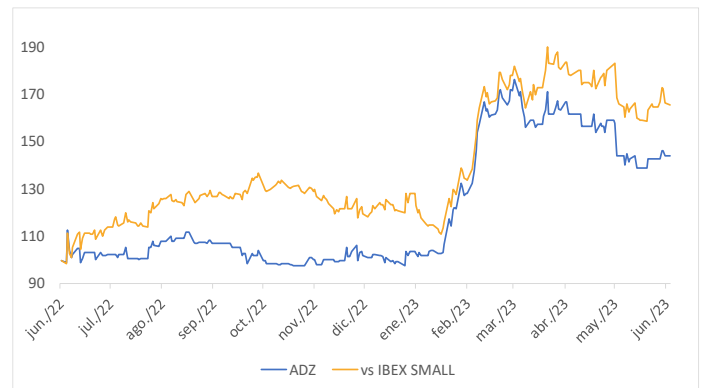
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Europe Apparel & Footwear

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	-18,4	44,0	39,0	19,7	-24,3
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,5	-16,8	35,2	23,1	1,4	-21,1
vs Euro STOXX 50	1,1	-18,3	26,9	22,8	-5,7	-39,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,2	-8,8	65,9	29,5	-2,8	-24,0
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-0,2	-15,9	56,8	27,6	-15,3	-29,6
vs MSCI Europe Micro Cap	1,6	-13,4	64,5	40,0	1,5	-29,5
vs Sector						
vs Europe Apparel & Footwear	8,6	-21,9	5,2	12,4	-25,4	-57,5

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



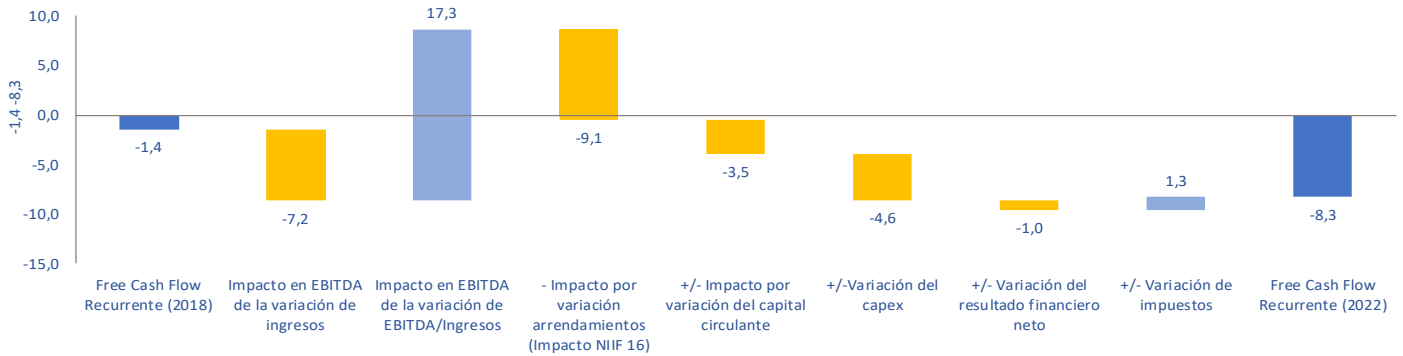
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	10,3	(10,0)	4,5	10,9	13,9	16,5	17,7	2,1%	17,3%
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	-197,0%	145,2%	142,9%	26,9%	19,0%	7,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	8,8%	n.a.	4,8%	9,5%	11,4%	13,0%	13,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(9,3)	(9,4)	(9,5)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	9,4	5,5	(3,8)	(1,9)	(1,5)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,5)	(9,2)	2,3	(2,0)	2,6	5,6	6,6	-60,2%	74,3%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-201,8%	n.a.	124,4%	-188,9%	232,0%	111,5%	17,9%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	2,4%	n.a.	2,2%	4,4%	5,0%		
- CAPEX	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(1,3)	(0,7)	(0,5)	(0,8)	(0,9)	(1,0)		
- Impuestos	(0,6)	(0,0)	(0,4)	(0,2)	(0,3)	(0,7)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(3,3)	(0,5)	0,4	-30,6%	27,0%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-160,5%	-239,5%	91,0%	-628,3%	59,5%	84,3%	174,9%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	1,1	3,1	(4,1)	2,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(3,3)	(0,5)	0,4	-30,3%	27,4%
Cto. Free Cash Flow	n.a.	-258,3%	44,3%	-10,8%	42,6%	84,3%	174,9%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,4)	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(3,3)	(0,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(4,4)	(3,9)	1,1	0,6	0,6	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	9,4	(15,9)	18,4	5,4	2,3	2,0	0,4		
= Variación EBITDA recurrente	9,4	(20,2)	14,5	6,4	2,9	2,6	1,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	0,2	0,9	(1,4)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	11,3	(3,9)	(9,3)	1,9	0,4	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,0)	(8,8)	11,5	(4,3)	4,7	3,0	1,0		
+/- Variación del CAPEX	(1,7)	0,5	(0,2)	(3,2)	0,6	0,4	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,6)	(1,2)	0,6	0,2	(0,3)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	1,0	0,5	(0,4)	0,2	(0,1)	(0,4)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,3)	(8,9)	11,5	(7,1)	4,9	2,8	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(3,3)	(0,5)	0,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,0	(17,6)	(8,6)	3,0	3,1	5,5	6,5	46,0%	30,0%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,1)	(1,3)		
EBITDA recurrente	10,3	(10,0)	4,5	10,9	13,9	16,5	17,7	2,1%	17,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(9,3)	(9,4)	(9,5)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	9,4	5,5	(3,8)	(1,9)	(1,5)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,5)	(9,2)	2,3	(2,0)	2,6	5,6	6,6	-60,2%	74,3%
- CAPEX	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,1)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(3,0)	(11,3)	0,0	(7,5)	(2,9)	0,0	1,0	-34,9%	28,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-742,0%	-270,2%	100,2%	n.a.	61,9%	101,3%	n.a.		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	0,0%	0,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,0)	(11,3)	0,0	(7,5)	(2,9)	0,0	1,0	-34,9%	28,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-235,9%	-270,2%	100,2%	n.a.	61,9%	101,3%	n.a.		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	0,0%	1,1%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	0,0%	1,1%		

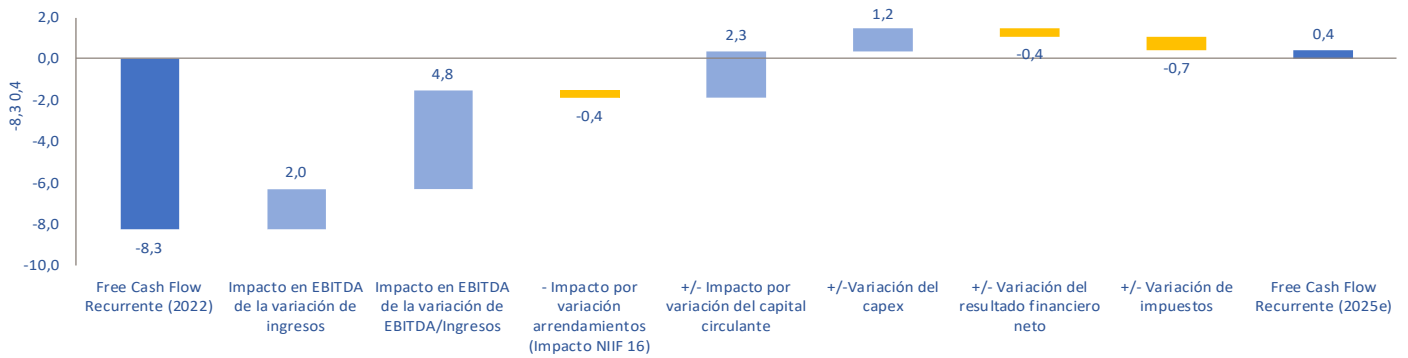


Analítica del Free Cash Flow (II)

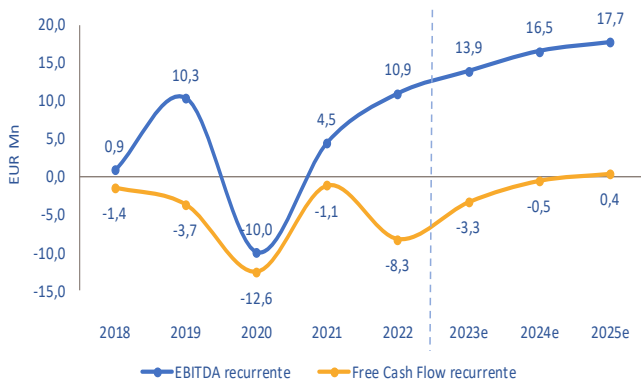
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



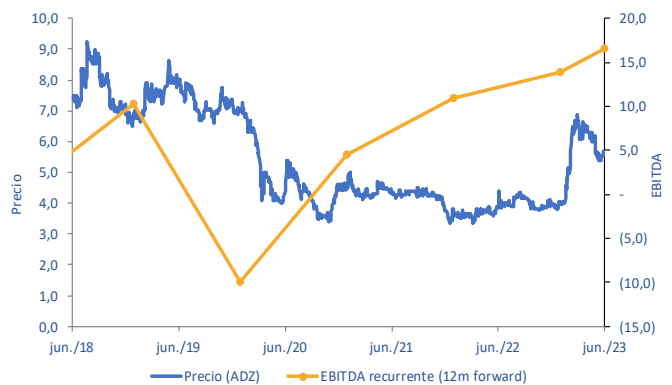
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,9)	0,0	1,0	n.a.			
Market Cap	51,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	8,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,5%	D			=	=	
WACC	9,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,2%	10,2%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	51,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP ⁽¹⁾	34,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	8,1	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	5,6	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	88,5	

(1) Incluye el pasivo derivado de la aplicación de la NIIF 16 (arrendamientos) por importe de EUR 27,4Mn.

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	2,8%	n.a.	n.a.	17,3%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	8,2%	6,7%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-8,4%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	14,3%	18,2	4,9x
Central	13,0%	16,5	5,4x
Min	11,7%	14,9	6,0x

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

Rec. FCF EUR Mn	CAPEX/Sales 24e				Rec. FCF/Yield 24e		
EBITDA 24e	3,1%	3,5%	3,9%	Scenari	3,1%	2,2%	1,2%
18,2	1,6	1,1	0,6	Max	3,1%	2,2%	1,2%
16,5	(0,0)	(0,5)	(1,0)	Central	n.a.	n.a.	n.a.
14,9	(1,7)	(2,2)	(2,7)	Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	42,9%	57,1%	42,9%
% de consejeros dominicales	42,9%	28,6%	28,6%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	14,3%	28,6%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	57,1%	57,1%	42,9%
% de mujeres en la plantilla	76,2%	79,1%	78,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,4%	3,2%	3,0%



Principales comparables 2023e

Datos Mercado	Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					ADZ	
	EUR Mn	Burberry Group PLC	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo SpA	SMCP SA	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings Ltd	PVH Corp		Average
Ticker (Factset)	BRBY-GB	BOSS-DE	SFER-IT	SMCP-FR			KER-FR	TPR-US	CPRI-US	PVH-US		ADZ-ES
País	UK	Germany	Italy	France			France	USA	UK	USA		Spain
Market cap	9.512,8	4.636,5	2.526,8	566,2			62.271,1	8.969,8	3.910,9	4.505,8		51,9
Enterprise value (EV)	9.994,8	5.485,4	2.702,8	1.253,8			69.665,5	11.438,4	7.037,5	7.691,8		88,5
Total Ingresos	3.854,0	4.030,3	1.327,0	1.293,0			21.348,8	6.250,7	5.271,1	8.721,2		121,9
Cto. Total Ingresos	7,5%	10,4%	6,0%	7,2%	7,8%		4,9%	0,2%	0,5%	3,5%	2,3%	5,7%
2y TACC (2023e - 2025e)	6,5%	6,5%	7,6%	5,9%	6,6%		7,8%	4,4%	5,2%	4,0%	5,4%	4,4%
EBITDA	1.172,4	777,5	263,4	292,9			7.466,3	1.286,7	1.018,1	1.124,1		13,9
Cto. EBITDA	3,9%	12,4%	-8,3%	9,6%	4,4%		2,9%	-2,5%	11,2%	0,2%	2,9%	3,8%
2y TACC (2023e - 2025e)	5,3%	9,6%	18,5%	6,9%	10,1%		10,0%	6,0%	8,0%	5,1%	7,3%	12,8%
EBITDA/Ingresos	30,4%	19,3%	19,8%	22,7%	23,1%		35,0%	20,6%	19,3%	12,9%	21,9%	11,4%
EBIT	773,9	395,9	78,8	124,6			5.858,6	1.109,9	844,5	854,3		3,1
Cto. EBIT	5,5%	8,7%	-32,4%	12,1%	-1,5%		4,8%	-2,4%	12,8%	1,7%	4,2%	5,0%
2y TACC (2023e - 2025e)	10,0%	16,5%	44,9%	13,0%	21,1%		10,7%	6,3%	7,9%	6,3%	7,8%	44,7%
EBIT/Ingresos	20,1%	9,8%	5,9%	9,6%	11,4%		27,4%	17,8%	16,0%	9,8%	17,8%	2,5%
Beneficio Neto	545,4	250,1	40,1	63,8			3.928,3	872,1	702,6	579,6		1,2
Cto. Beneficio Neto	-3,9%	19,4%	-42,4%	24,4%	-0,6%		8,7%	9,1%	22,2%	209,8%	62,5%	635,4%
2y TACC (2023e - 2025e)	9,0%	18,9%	57,3%	15,8%	25,2%		11,1%	5,8%	8,5%	7,6%	8,2%	76,7%
CAPEX/Ventas	7,0%	5,1%	8,1%	4,6%	6,2%		6,0%	4,7%	4,8%	3,8%	4,8%	4,0%
Free Cash Flow	588,0	365,7	77,9	74,4			4.555,6	749,3	597,2	444,8		(3,3)
Deuda financiera Neta	(585,4)	246,8	243,7	500,6			861,3	1.244,2	1.023,9	1.442,1		12,3
DN/EBITDA (x)	n.a.	0,3	0,9	1,7	1,0		0,1	1,0	1,0	1,3	0,8	0,9
Pay-out	52,0%	36,3%	63,3%	0,0%	37,9%		46,8%	35,0%	0,0%	1,5%	20,8%	0,0%
P/E (x)	17,6	18,5	63,1	8,6	26,9		15,8	10,7	5,8	7,7	10,0	44,5
P/BV (x)	5,5	3,5	3,3	0,5	3,2		3,9	4,1	1,5	0,9	2,6	2,8
EV/Ingresos (x)	2,6	1,4	2,0	1,0	1,7		3,3	1,8	1,3	0,9	1,8	0,7
EV/EBITDA (x)	8,5	7,1	10,3	4,3	7,5		9,3	8,9	6,9	6,8	8,0	6,4
EV/EBIT (x)	12,9	13,9	34,3	10,1	17,8		11,9	10,3	8,3	9,0	9,9	28,5
ROE	31,2	19,1	5,3	5,3	15,2		25,0	38,2	26,1	12,0	25,3	6,6
FCF Yield (%)	6,2	7,9	3,1	13,1	7,6		7,3	8,4	15,3	9,9	10,2	n.a.
DPA	0,73	1,32	0,15	0,00	0,55		14,94	1,15	0,00	0,13	4,06	0,00
Dvd Yield	2,9%	2,0%	1,0%	0,0%	1,5%		3,0%	3,0%	0,0%	0,2%	1,5%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC											TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	156,1	134,9	124,3	108,4	113,2	117,0	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	121,9	127,2	132,8	-3,0%	4,8%
Cto. Total ingresos	-6,5%	-13,6%	-7,9%	-12,8%	4,4%	3,3%	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	5,7%	4,3%	4,4%		
EBITDA	1,6	(2,7)	(1,1)	(17,7)	(9,0)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	13,9	16,5	17,7	23,9%	9,7%
Cto. EBITDA	-84,7%	-269,0%	58,6%	n.a.	49,0%	75,6%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	3,8%	19,0%	7,0%		
EBITDA/Ingresos	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,8%	n.a.	0,4%	11,6%	11,4%	13,0%	13,3%		
Beneficio neto	(9,3)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	1,2	2,9	3,6	7,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-106,1%	-10,7%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	635,4%	151,5%	24,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-1,01	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,75	-0,06	-0,90	-2,10	-1,01	0,02	0,13	0,32	0,39	7,3%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	-10,7%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,8%	92,6%	n.a.	n.a.	52,1%	n.a.	n.a.	n.a.	24,1%		
BPA ord. (EUR)	-1,83	-1,15	-1,28	-2,14	-2,48	-0,80	-0,06	-0,13	-2,44	-0,64	-0,12	0,13	0,32	0,39	23,6%	72,7%
Cto. BPA ord.	n.a.	37,4%	-11,9%	-66,7%	-16,3%	67,8%	92,1%	n.a.	n.a.	73,7%	80,6%	n.a.	n.a.	24,1%		
CAPEX	(6,2)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
CAPEX/Vtas %	4,0%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,7%	4,0%	3,5%	3,3%		
Free Cash Flow	(11,3)	5,3	(3,6)	20,4	(12,7)	4,3	0,1	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(3,3)	(0,5)	0,4	6,4%	27,4%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,6x	0,9x	0,8x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44,5x	17,7x	14,3x	
EV/Vtas (x)	0,38x	0,46x	0,41x	0,08x	0,29x	0,27x	0,48x	0,35x	0,54x	0,34x	0,56x	0,73x	0,70x	0,67x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	37,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,0x	3,6x	n.a.	n.a.	4,8x	6,4x	5,4x	5,0x		
Comport. Absoluto	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%	39,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	12,3%	23,1%				

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

Agile Content (AGIL), grupo tecnológico que opera en el sector audiovisual online y de video por streaming, ofreciendo tecnología hardware y software asociada a la creación, procesamiento, distribución y gestión de video para la provisión de servicio de televisión de pago. Desde noviembre de 2015 cotiza en BME Growth.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	88,7	95,1
EV (Mn EUR y USD)	112,1	120,1
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,68 / 4,33 / 3,23	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽¹⁾	11,9	
Factset / Bloomberg	AGIL-ES / AGIL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

Hernan Scapusio Vincent	9,9
Inveready	9,8
Onchena	6,9
TV Azteca SAB de CV	6,9
Free Float	54,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	101,5	110,5	119,8	129,9
EBITDA Rec.	3,5	4,9	6,4	8,6
% Var.	192,3	38,4	31,3	34,3
% EBITDA Rec./Ing.	3,5	4,4	5,4	6,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	-6,4	-3,8	-3,2	-1,9
BPA (EUR)	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08
% Var.	-9,9	39,9	15,1	42,3
BPA ord. (EUR)	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08
% Var.	-84,4	38,2	15,1	42,3
Free Cash Flow Rec.	4,1	3,2	3,0	5,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	20,3	17,1	14,0	8,8
DN / EBITDA Rec.(x)	5,7	3,5	2,2	1,0
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	2,2	2,5	2,7	2,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,10	1,01	0,94	0,86
EV/EBITDA Rec.	31,6	22,9	17,4	13,0
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	4,6	3,6	3,4	5,9

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-2,0	-16,9	-31,9	168,4

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: Mónica Rayo Moragón 6,3%, José Eulalio Poza Sanz 5,3%, Autocartera 0,4%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Crecimiento orgánico c.9% (creíble) en ingresos. EL M&A de 2020-2021 ha sentado las bases del crecimiento futuro. Esperamos un crecimiento orgánico del 8,9% en 2023e hasta EUR 110,5Mn. Después del fortísimo crecimiento vía M&A los tres últimos años (9x ingresos 2019 en 2022; EUR 11,0Mn vs 101,5Mn respectivamente).

Capacidad para continuar la mejora en márgenes. El “salto de escala” en estructura operativa ya está hecho. Y su efecto continuará en 2023e: estimamos una mejora del margen EBITDA Rec. hasta el 4,4% (frente al 3,5% en 2022). EBITDA Rec. 2023e: EUR 4,9Mn vs EUR 3,5Mn 2022.

El momentum de resultados 2023e es favorable, en la medida en que empezará a hacer visible la capacidad real de apalancamiento operativo del negocio (hasta ahora impactada por el crecimiento inorgánico). Pero lo más importante, a nuestro juicio, es el potencial de mejora en márgenes en los próximos años.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Base de ingresos recurrente. El modelo de negocio de AGIL (desarrollo de tecnologías asociadas a los servicios de TV de pago) cubre desde la generación del contenido a su consumo final. Situándose en toda la cadena de valor de sus clientes. Y proporcionando un flujo de ingresos predecibles y relativamente estables. A cierre de 2022 los ingresos recurrentes son de EUR 75,5Mn (74,4% s/total).

Con un negocio de producto propio. AGIL ha desarrollado sus propias soluciones de software (bajo modelo SaaS). Y, por tanto y en teoría, escalables.

Fuerte driver sectorial, empujado por el aumento del contenido en video por *streaming* y la publicidad digital (ambos impulsados por la transformación digital).

2023e-2025e: el “salto de escala” en ingresos está hecho y la única incógnita es el margen. Esperamos un modelo de negocio basado al 100% en crecimiento orgánico. Lo que debería permitir rentabilizar el fortísimo crecimiento histórico en ingresos vía M&A. Y optimizar la estructura de costes (y generar sinergias) con la oportunidad (y reto exigente) de aprovechar el apalancamiento operativo para generar un salto en rentabilidad (pendiente hasta la fecha y pilar del equity story). Llegando en 2025e a un 6,7% EBITDA Rec. (vs 3,5% 2022) (35% TACC EBITDA Rec 2022-2025e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

El riesgo de un apalancamiento operativo inferior a lo estimado. La mejora de márgenes es el principal “motor” del crecimiento en EBITDA. Y un peor comportamiento en costes (mostrando un menor apalancamiento operativo del esperado) impactará de forma significativa en nuestras estimaciones.

Alto nivel de endeudamiento. AGIL tiene todavía un elevado nivel de deuda (DN/EBITDA Rec 2023e: 3,5x vs 5,7x en 2022) como resultado del crecimiento inorgánico. El entorno actual de tipos de interés impactará en el beneficio neto y la generación de cash flow (incremento del coste financiero en el FCF).

Mercado muy competitivo. El nivel de competencia es muy intenso por la elevada opcionalidad de los consumidores y el límite de servicios a los que se suscribirán.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Unos múltiplos 2023e en línea con sus comparables, nuestras estimaciones 2023e cotizarían a un EV/Ventas de 1,0x (vs 1,1x de sus comparables, aunque con un diferencial favorable a AGIL en el crecimiento de ingresos (sector 5,4% TACC 23e-25e vs 8,4% de AGIL). Lo que apunta a una posible reserva de valor, aunque totalmente condicionada a que el modelo de negocio muestre, ya en 2023e, la esperada mejora de márgenes.



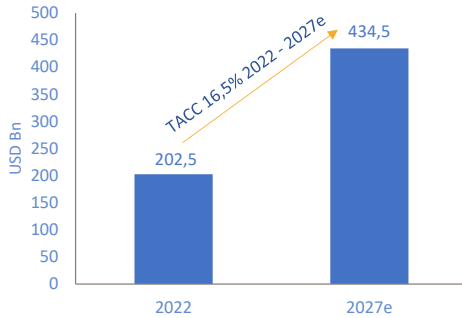
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	9,9	10,5	19,4	37,2	35,8	34,9	32,8	29,7		
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,8	0,6	0,6	2,0	3,2	4,3		
Otros activos no corrientes	0,4	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	1,7	1,4	6,3	1,0	3,5	3,5	3,5	3,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,6	1,2	9,9	39,9	35,4	31,0	26,6	22,2		
Activo circulante	2,6	7,6	15,4	27,5	27,4	27,5	29,4	31,5		
Total activo	16,3	20,8	51,9	106,8	103,4	99,4	96,1	91,7		
Patrimonio neto	6,7	13,4	27,7	44,4	40,0	36,2	32,9	31,1		
Minoritarios	-	-	-	2,1	6,4	7,2	7,8	8,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	6,3	0,6	6,2	28,7	20,3	17,1	14,0	8,8		
Pasivo circulante	2,7	6,6	18,0	31,4	36,5	38,7	41,1	43,4		
Total pasivo	16,3	20,8	51,9	106,8	103,4	99,4	96,1	91,7		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	8,8	11,0	20,4	55,2	101,5	110,5	119,8	129,9	84,2%	8,6%
Cto.Total Ingresos	12,1%	24,5%	86,0%	170,3%	83,9%	8,9%	8,4%	8,4%		
Coste de ventas	(1,7)	(3,0)	(9,1)	(25,4)	(58,8)	(64,7)	(70,7)	(76,6)		
Margen Bruto	7,1	8,0	11,3	29,9	42,8	45,9	49,1	53,3	56,5%	7,6%
Margen Bruto / Ingresos	80,9%	72,5%	55,5%	54,1%	42,1%	41,5%	41,0%	41,0%		
Gastos de personal	(5,2)	(5,6)	(7,5)	(17,1)	(18,9)	(19,5)	(20,3)	(21,2)		
Otros costes de explotación	(3,3)	(2,4)	(4,3)	(11,6)	(20,3)	(21,5)	(22,4)	(23,4)		
EBITDA recurrente	(1,3)	0,0	(0,6)	1,2	3,5	4,9	6,4	8,6	47,5%	34,7%
Cto.EBITDA recurrente	-67,4%	100,7%	n.a.	318,5%	192,3%	38,4%	31,3%	34,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	0,1%	n.a.	2,2%	3,5%	4,4%	5,4%	6,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	0,0	(1,2)	(2,4)	0,0	-	-	-		
EBITDA	(1,3)	0,0	(1,8)	(1,2)	3,6	4,9	6,4	8,6	48,3%	34,6%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(2,4)	(3,2)	(8,7)	(13,9)	(13,5)	(15,4)	(17,5)		
Gastos capitalizados	2,2	2,5	3,8	6,2	6,7	7,7	8,4	9,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(0,9)	0,1	(1,2)	(3,6)	(3,7)	(0,8)	(0,6)	0,2	-43,7%	27,3%
Cto.EBIT	-15,7%	115,5%	-993,9%	-202,2%	-1,7%	77,5%	30,3%	141,5%		
EBIT / Ingresos	n.a.	1,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	0,4	(1,4)	(2,1)	(1,2)	(2,2)	(2,0)	(1,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,5)	0,5	(2,6)	(5,7)	(4,9)	(3,0)	(2,6)	(1,5)	-35,2%	32,6%
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	137,7%	-576,1%	-120,0%	15,3%	37,6%	15,1%	42,3%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,5)	0,5	(2,6)	(5,7)	(4,9)	(3,0)	(2,6)	(1,5)	-35,2%	32,6%
Impuestos	0,1	(0,4)	(0,2)	(0,0)	(0,2)	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	77,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	-	(1,3)	(0,8)	(0,7)	(0,4)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,3)	0,1	(2,8)	(5,8)	(6,4)	(3,8)	(3,2)	(1,9)	-48,0%	33,5%
Cto.Beneficio neto	n.a.	109,3%	n.a.	-102,5%	-10,1%	39,9%	15,1%	42,3%		
Beneficio ordinario neto	(1,5)	0,4	(1,4)	(3,3)	(6,2)	(3,8)	(3,2)	(1,9)	-42,4%	32,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	124,7%	-480,3%	-136,8%	-84,8%	38,2%	15,1%	42,3%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						4,9	6,4	8,6	47,5%	34,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						2,2	0,4	0,2		
Cash Flow operativo recurrente						7,1	6,8	8,9	75,5%	0,5%
CAPEX						(1,7)	(1,8)	(1,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,2)	(2,0)	(1,7)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						3,2	3,0	5,2	33,1%	8,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,2	3,0	5,2	36,4%	4,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(3,2)	(3,0)	(5,2)		

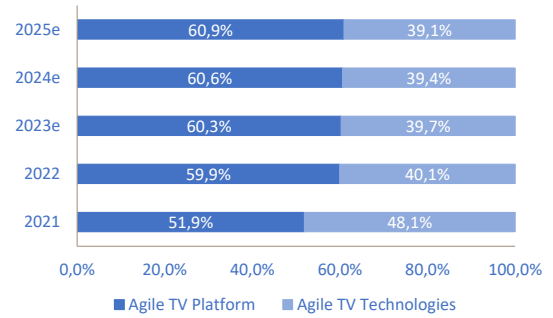


La compañía en 8 gráficos

El mercado de video over-the-top a nivel global se espera que crezca a una TACC del 16,5 2022e-2027e.

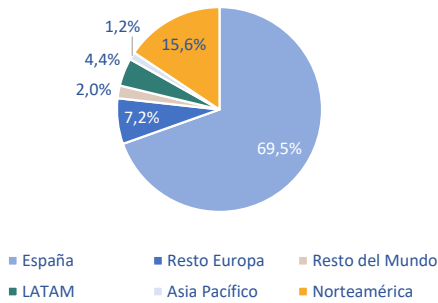


AGIL: un negocio presente en toda la cadena de valor de sus clientes y de elevada recurrencia (con dos líneas de negocio) ...

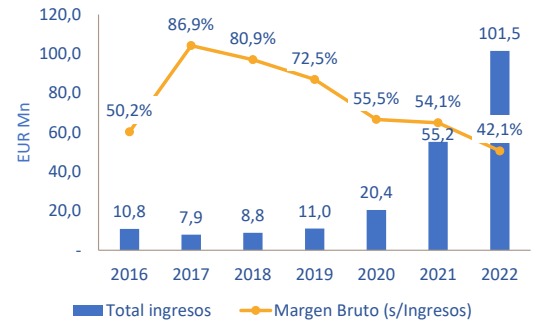


Nota: En 2022 el 74% de los ingresos se consideran recurrentes.

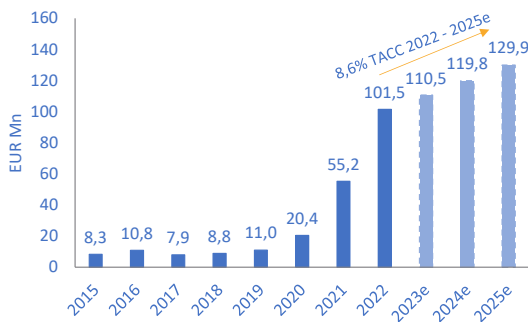
...y diversificado geográficamente. En 2022 las ventas fuera de España representaron el 30%.



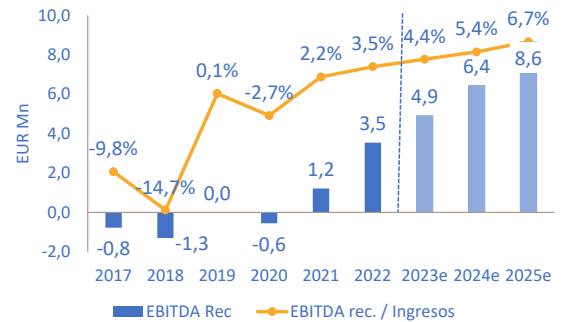
Que entre 2020 – 2021 ha desarrollado una intensa actividad de M&A dando un saldo de escala muy significativo...



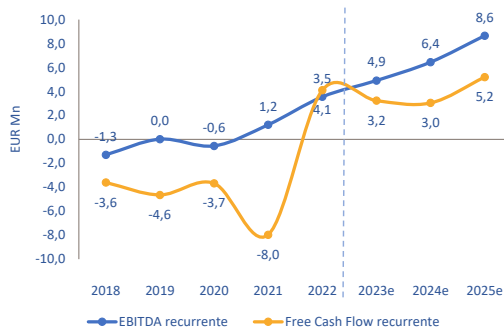
... que ha permitido establecer las bases para el crecimiento orgánico (creible) de los próximos años (8,6% TACC 2022 – 25e)



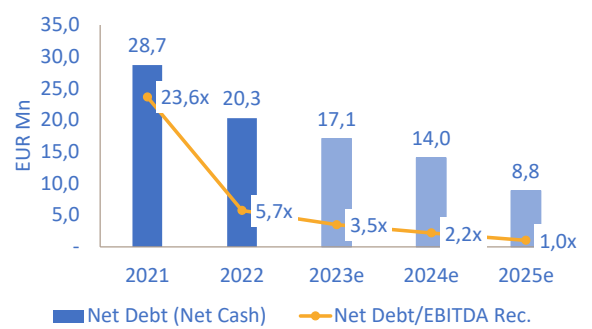
Y que debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo en el periodo proyectado...



... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 5,2Mn en 2025e.



Que dejaría a la compañía con un nivel de endeudamiento conservador en 2025e (DN EUR 8,8Mn; 1,0x DN/EBITDA Rec.)



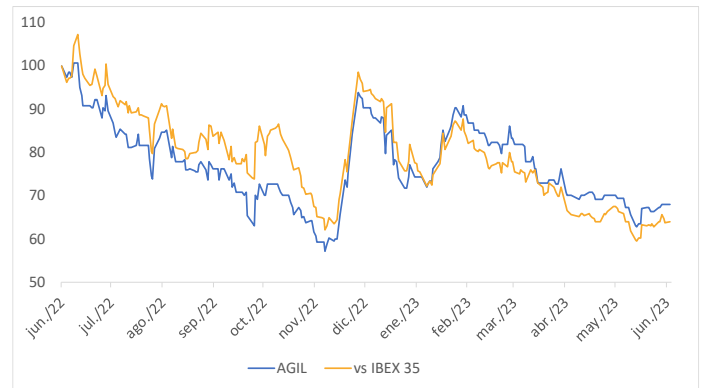


Evolución de la cotización

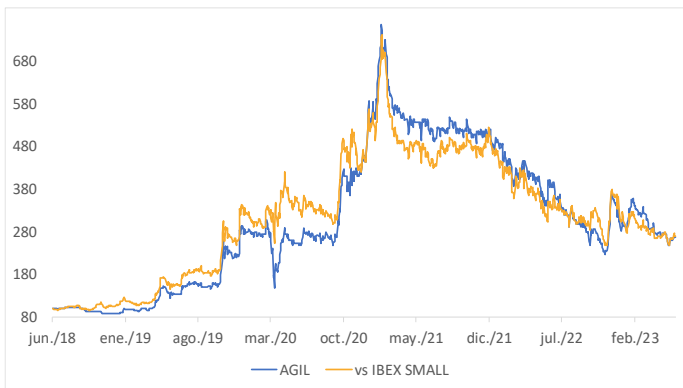
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



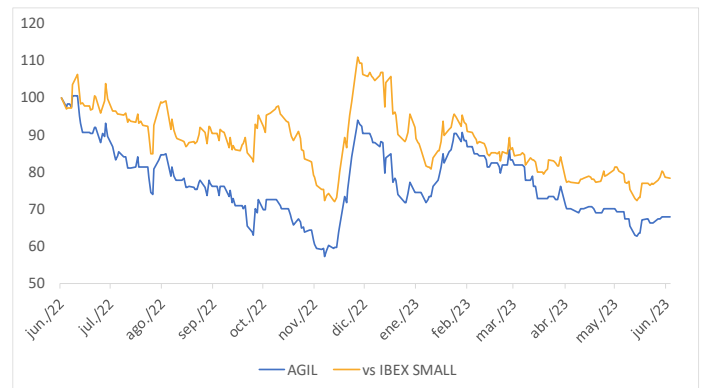
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,0	-16,9	-31,9	-11,9	3,2	168,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,5	-15,3	-36,1	-22,0	-12,5	179,8
vs Euro STOXX 50	-1,0	-16,9	-40,0	-22,2	-18,6	116,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-2,2	-7,2	-21,5	-17,9	-16,2	169,4
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-2,2	-14,3	-25,9	-19,1	-26,9	149,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,5	-11,8	-22,2	-11,3	-12,4	149,9
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-8,6	-22,7	-43,2	-29,1	-20,3	80,4

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



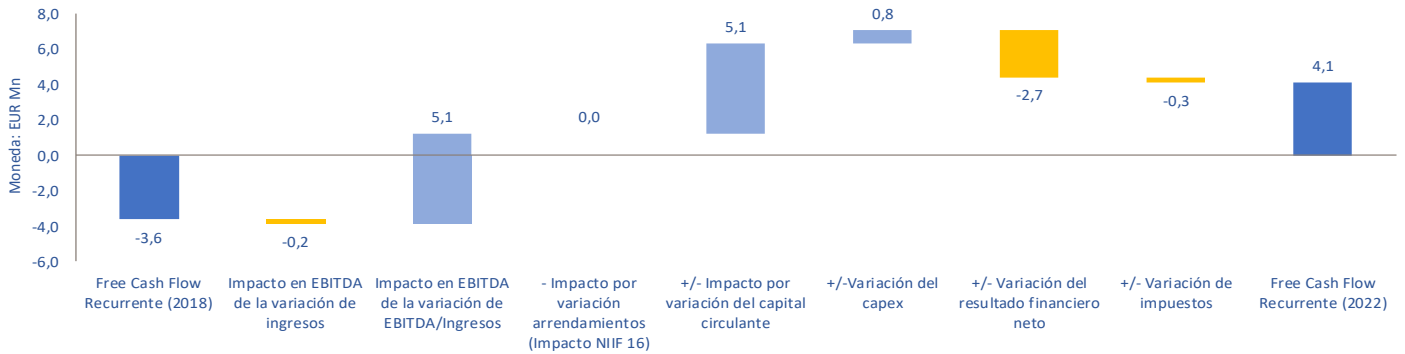
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	0,0	(0,6)	1,2	3,5	4,9	6,4	8,6	<i>n.a.</i>	34,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>100,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>318,5%</i>	<i>192,3%</i>	<i>38,4%</i>	<i>31,3%</i>	<i>34,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>0,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,2%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,7%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	3,5	1,3	5,2	2,2	0,4	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,0)	2,9	2,6	8,8	7,1	6,8	8,9	<i>n.a.</i>	0,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>14,0%</i>	<i>388,1%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>242,9%</i>	<i>-19,0%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>29,8%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>14,2%</i>	<i>4,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,8%</i>		
- CAPEX	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(1,2)	(1,8)	(3,0)	(2,2)	(2,0)	(1,7)		
- Impuestos	(0,4)	(0,2)	(0,0)	(0,2)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	(4,6)	(3,7)	(8,0)	4,1	3,2	3,0	5,2	42,3%	8,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>-28,6%</i>	<i>20,7%</i>	<i>-116,5%</i>	<i>151,5%</i>	<i>-21,4%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>71,1%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,0%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(1,2)	(1,0)	0,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	(28,0)	(33,7)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(4,3)	(32,9)	(42,7)	4,6	3,2	3,0	5,2	45,3%	4,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>-36,9%</i>	<i>-666,5%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>110,7%</i>	<i>-29,6%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>71,1%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,4%</i>	<i>5,9%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,4%</i>	<i>5,9%</i>		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,6)	(4,6)	(3,7)	(8,0)	4,1	3,2	3,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	0,0	(0,9)	1,0	0,3	0,4	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	(0,6)	2,7	1,3	1,0	1,1	1,7		
= Variación EBITDA recurrente	1,3	(0,6)	1,8	2,3	1,4	1,5	2,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,1)	4,5	(2,1)	3,9	(3,0)	(1,8)	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,2	3,9	(0,3)	6,2	(1,7)	(0,3)	2,0		
+/- Variación del CAPEX	(0,4)	(2,5)	(3,6)	7,3	(0,2)	(0,1)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(1,2)	0,8	0,2	0,3		
+/- Variación de impuestos	(0,6)	0,2	0,2	(0,2)	0,2	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,0)	1,0	(4,3)	12,1	(0,9)	(0,2)	2,2		
Free Cash Flow Recurrente	(4,6)	(3,7)	(8,0)	4,1	3,2	3,0	5,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,1	(1,2)	(3,6)	(3,7)	(0,8)	(0,6)	0,2	<i>n.a.</i>	27,3%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	<i>30,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	0,0	(0,6)	1,2	3,5	4,9	6,4	8,6	<i>n.a.</i>	34,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	3,5	1,3	5,2	2,2	0,4	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,0)	2,9	2,6	8,8	7,1	6,8	8,9	<i>n.a.</i>	0,5%
- CAPEX	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(3,7)	(2,2)	(6,2)	7,3	5,4	5,0	6,9	58,4%	-1,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>-9,2%</i>	<i>39,3%</i>	<i>-174,3%</i>	<i>218,5%</i>	<i>-25,6%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>37,5%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,2%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,2%</i>	<i>5,3%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	(28,0)	(33,7)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,4)	(30,2)	(39,9)	7,3	5,4	5,0	6,9	61,1%	-1,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>-15,5%</i>	<i>-798,1%</i>	<i>-32,0%</i>	<i>118,4%</i>	<i>-25,9%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>37,5%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,2%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,2%</i>		

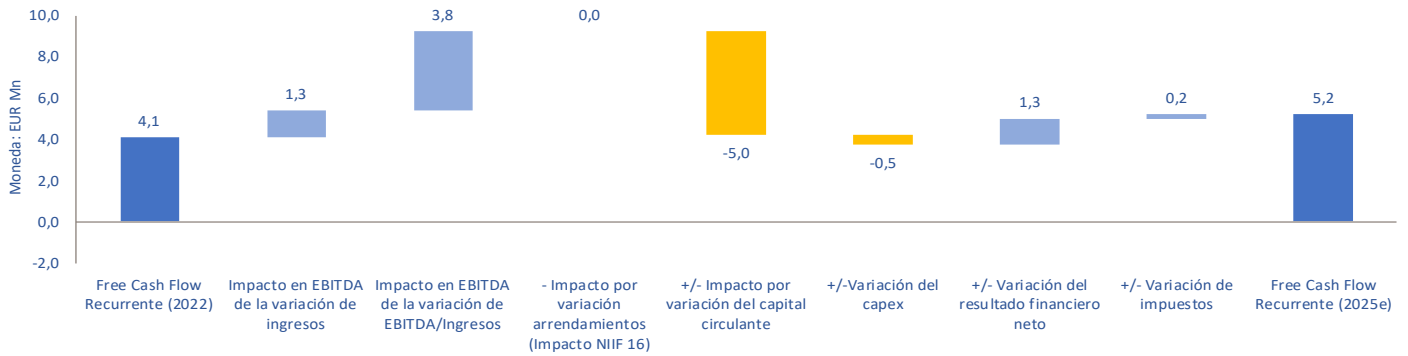


Analítica del Free Cash Flow (II)

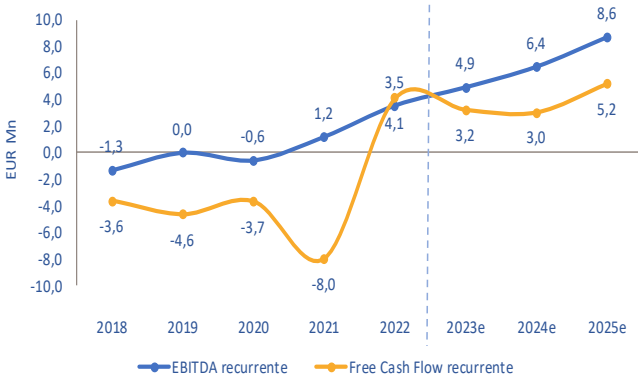
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	5,4	5,0	6,9	86,9			
Market Cap	88,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	20,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,1%	5,5%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,0%	12,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,6%	D			=	=	
WACC	10,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,1%	11,2%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	88,7	
+ Minoritarios	6,4	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	20,3	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	3,5	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	112,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	-9,6%			
FCF Yield - WACC	-5,4%	-4,2%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	5,9%	7,0	15,9x
Central	5,4%	6,4	17,4x
Min	4,9%	5,8	19,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				Escenario	FCF Rec./Yield 24e	
EBITDA 24e	1,3%	1,5%	1,7%		Max	4,4%	4,1%
7,0	3,9	3,6	3,4	➔	Central	3,7%	3,4%
6,4	3,3	3,0	2,8		Min	3,0%	2,7%
5,8	2,7	2,4	2,2				

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	n.a.	33,3%	30,0%
% de consejeros dominicales	n.a.	66,7%	70,0%
% de consejeros ejecutivos	n.a.	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	n.a.	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	n.a.	11,1%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	22,0%	21,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	0,7%	0,9%



Principales comparables 2023e

		TV Technologies			TV Platform			
EUR Mn		Brightcove	Kudelski	Average	Netgem	Kaltura	Average	AGIL
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BCOV-US	KUD-CH		ALNTG-FR	KLTR-US		AGIL-ES
	País	USA	Switzerland		France	USA		Spain
	Market cap	169,6	106,4		34,4	212,7		88,7
	Enterprise value (EV)	180,4	409,4		30,1	192,1		112,1
Información financiera básica	Total Ingresos	192,3	690,6		33,3	160,4		110,5
	Cto.Total Ingresos	-2,4%	-0,6%	-1,5%	-8,2%	1,8%	-3,2%	8,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	4,6%	4,6%	6,5%	4,2%	5,4%	8,4%
	EBITDA	16,2	46,9		7,5	(6,0)		4,9
	Cto. EBITDA	405,0%	105,6%	255,3%	-13,3%	87,2%	36,9%	38,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	19,2%	19,2%	10,5%	78,4%	44,4%	32,8%
	EBITDA/Ingresos	8,4%	6,8%	7,6%	22,5%	n.a.	22,5%	4,4%
	EBIT	3,7	16,4		1,1	(8,5)		(0,8)
	Cto. EBIT	153,8%	289,6%	221,7%	376,4%	82,9%	229,6%	77,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	43,4%	43,4%	n.a.	62,8%	62,8%	51,3%
	EBIT/Ingresos	1,9%	2,4%	2,1%	3,3%	n.a.	3,3%	n.a.
	Beneficio Neto	(13,7)	3,6		1,2	(41,2)		(3,8)
	Cto. Beneficio Neto	-62,5%	117,7%	27,6%	964,8%	35,6%	500,2%	39,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	n.a.	n.a.	80,6%	16,7%	48,6%	30,0%
	CAPEX/Ventas	n.a.	2,7%	2,7%	11,4%	2,3%	6,8%	1,5%
Free Cash Flow	n.a.	9,1		3,4	(13,2)		3,2	
Deuda financiera Neta	n.a.	252,0		(6,6)	(22,9)		17,1	
DN/EBITDA (x)	n.a.	5,4	5,4	n.a.	n.a.	n.a.	3,5	
Pay-out	n.a.	0,0%	0,0%	101,3%	0,0%	50,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	37,2	37,2	27,6	n.a.	27,6	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	0,3	0,3	1,4	7,8	4,6	2,5
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,6	0,8	0,9	1,2	1,1	1,0
	EV/EBITDA (x)	11,1	8,7	9,9	4,0	n.a.	4,0	22,9
	EV/EBIT (x)	49,3	24,9	37,1	27,3	n.a.	27,3	n.a.
	ROE	n.a.	0,9	0,9	5,2	n.a.	5,2	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	8,5	8,5	9,9	n.a.	9,9	3,6
	DPA	n.a.	0,00	0,00	0,04	0,00	0,02	0,00
	Dvd Yield	n.a.	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%	1,8%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 12-22	TACC 22-25e
Total Ingresos				8,3	10,8	7,9	8,8	11,0	20,4	55,2	101,5	110,5	119,8	129,9	n.a.	8,6%
Cto. Total ingresos				n.a.	30,2%	-27,4%	12,1%	24,5%	86,0%	170,3%	83,9%	8,9%	8,4%	8,4%		
EBITDA				(0,8)	(1,2)	(0,7)	(1,3)	0,0	(1,8)	(1,2)	3,6	4,9	6,4	8,6	n.a.	34,6%
Cto. EBITDA				n.a.	-56,5%	39,9%	-69,5%	102,1%	n.a.	32,2%	398,6%	38,1%	31,3%	34,3%		
EBITDA/Ingresos				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%	n.a.	n.a.	3,5%	4,4%	5,4%	6,7%		
Beneficio neto				(1,3)	(5,2)	0,0	(1,3)	0,1	(2,8)	(5,8)	(6,4)	(3,8)	(3,2)	(1,9)	n.a.	33,5%
Cto. Beneficio neto				n.a.	-287,0%	101,0%	n.a.	109,3%	n.a.	-102,5%	-10,1%	39,9%	15,1%	42,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				7,3	9,7	12,2	13,5	18,0	20,9	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)				-0,18	-0,53	0,00	-0,10	0,01	-0,14	-0,25	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08	n.a.	33,5%
Cto. BPA				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-83,5%	-9,9%	39,9%	15,1%	42,3%		
BPA ord. (EUR)				-0,21	-0,53	0,00	-0,11	0,02	-0,07	-0,14	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08	n.a.	32,8%
Cto. BPA ord.				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-84,4%	38,2%	15,1%	42,3%		
CAPEX				(1,3)	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
CAPEX/Vtas %				15,1%	19,7%	24,3%	25,2%	24,2%	25,2%	15,8%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%		
Free Cash Flow				(2,0)	(3,9)	(2,7)	(3,1)	(4,3)	(32,9)	(42,7)	4,6	3,2	3,0	5,2	n.a.	4,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,9x	n.a.	n.a.	5,7x	3,5x	2,2x	1,0x		
PER (x)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)				n.a.	2,11x	3,11x	2,48x	1,51x	3,29x	3,28x	1,70x	1,01x	0,94x	0,86x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48,7x	22,9x	17,4x	13,0x		
Comport. Absoluto				n.a.	-5,3%	-14,7%	3,4%	189,3%	95,8%	-11,8%	-38,6%	-11,9%				
Comport. Relativo vs Ibx 35				n.a.	-3,4%	-20,6%	21,7%	158,7%	131,6%	-18,3%	-35,0%	-22,0%				

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

Alquiler (ALQ), es una compañía especializada en el alquiler de vehículos para uso comercial e industrial bajo el modelo de renting flexible en España (donde genera el 100% de su actividad). Con una flota a cierre del 2022 de c. 16.000 vehículos, ALQ cuenta con una posición de referencia en el sector (con 23 delegaciones propias en España y una cuota de mercado de c. 13%). Controlada por la familia Acebes, plenamente involucrada en la gestión.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	47,4	50,8
EV (Mn EUR y USD)	211,4	226,4
Número de Acciones (Mn)	5,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,60 / 7,42 / 5,80	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	8,1	
Factset / Bloomberg	ALQ-ES / ALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

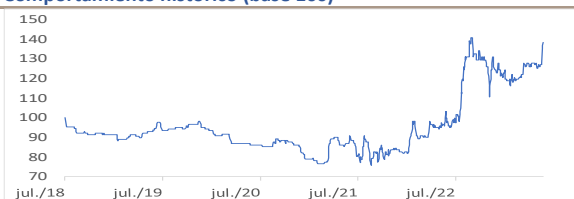
Miguel Ángel Acebes Acebes	39,0
Miguel Acebes Moreno	16,7
Marianela Acebes Moreno	16,7
Free Float	27,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,6	5,6	5,6	5,6
Total Ingresos	100,4	118,1	131,7	152,9
EBITDA Rec.	56,9	66,5	76,3	87,0
% Var.	39,7	17,0	14,7	13,9
% EBITDA Rec./Ing.	56,7	56,3	57,9	56,9
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	19,3	12,2	8,2	9,0
Beneficio neto	8,5	9,4	10,3	13,4
BPA (EUR)	1,52	1,67	1,83	2,39
% Var.	79,4	10,0	9,7	30,7
BPA ord. (EUR)	1,58	1,67	1,83	2,39
% Var.	81,6	5,9	9,7	30,7
Free Cash Flow Rec.	-28,4	-23,2	-14,6	1,7
Pay-out (%)	20,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,30	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	155,5	181,5	196,1	194,4
DN / EBITDA Rec.(x)	2,7	2,7	2,6	2,2
ROE (%)	25,5	23,0	20,9	22,0
ROCE (%)	6,7	7,1	7,0	7,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	5,6	5,1	4,6	3,5
PER Ordinario	5,4	5,1	4,6	3,5
P/BV	1,3	1,1	0,9	0,7
Dividend Yield (%)	3,6	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,11	1,79	1,60	1,38
EV/EBITDA Rec.	3,7	3,2	2,8	2,4
EV/EBIT	13,4	11,0	9,8	8,3
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	3,6

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	9,0	15,8	38,5	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

ALQ mostró su fortaleza en los resultados 2022, cumpliendo con las expectativas. Crecimiento relevante en ingresos (+31,9% vs 2021; en línea con lo esperado) que se amplificó en EBITDA Recurrente hasta alcanzar los EUR 56,9Mn (+39,1% vs 2021). Destacable mejora del margen EBITDA Rec. hasta el 56,7% (+3,2p.p. vs 2021).

¿Y ahora qué? Esperamos que el buen momentum de resultados continúe en 2023e. La propia inercia del crecimiento de la flota visto en 2022 y su continuidad en 2023e (c +2.500 vehículos/año) junto a unos niveles de ocupación cercanos al 91% (en línea con lo visto en 2022) nos lleva a estimar unos ingresos de c. EUR 120Mn en 2023e (+17,7% vs 2022). Un crecimiento con bajo riesgo de revisión a la baja (por la propia inercia del crecimiento de la flota ya realizado en 2022).

Capacidad para consolidar la mejora de márgenes. La mejora de márgenes fue lo más destacable de 2022, a medida que las delegaciones abiertas -12m alcanzaron niveles de utilización óptimos. Y, aunque en 2023e no estimamos capacidad de mejora adicional, si esperamos su consolidación (Mg. EBITDA 2023e: 56%). Lo que apuntaría a niveles de EBITDA Recurrente 2023e de EUR 66,5Mn (+17% vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Sólida posición competitiva con una red comercial ya creada. ALQ cuenta con la segunda mayor red comercial en España (23 delegaciones vs c. 27 de Northgate). Lo que no sólo "protege" su negocio, sino que le permitirá seguir incrementando cuota sin necesidad incrementar significativamente su estructura comercial.

Sector con crecimiento estructural que ofrece potencial para seguir creciendo (también en un contexto macro adverso). El sector del renting de vehículos aún supone sólo el 2,5% del parque de vehículos en España. Lo que aparece como una opción real de beneficiarse de la convergencia del mercado español a ratios similares a UK o Francia (con niveles de renting sobre el parque total en niveles de c. 4%-4,5%).

Capacidad de mantener una ocupación elevada, resultado de la elevada capilaridad de la red de delegaciones de ALQ (al permitir una gestión de su flota más eficiente).

2022-2025e: capacidad para seguir crecimiento a doble dígito. Los 3 pilares anteriores (validados con los resultados 2022) nos llevan a esperar una continuidad del crecimiento (Ingresos: +15% TACC 22-25e), manteniendo un margen EBITDA en niveles del c. 57% (en línea con 2022). EBITDA 25e: EUR 87Mn (+15,2% TACC 22-25e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Negocio (todavía) exigente en términos de CAPEX. Uno de los pilares fundamentales sobre los que se apoya nuestra hipótesis de ingresos es la continuidad del crecimiento de su flota. Lo que, según nuestros números, tendrá su reflejo en un FCF negativo hasta 2024e. Lo que implicará que, al menos hasta 2024e, el crecimiento en ingresos implicará un incremento de la deuda (Deuda Neta 24e: c. EUR 200Mn).

Alto nivel de endeudamiento. El único "pero" de ALQ es su elevado nivel de deuda (DN/EBITDA 2023e: 2,7x). El entorno actual de tipos de interés presionará el beneficio neto y la generación de cash flow (por el inevitable impacto del incremento del coste financiero en una compañía hoy aún no generadora de FCF).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Múltiplos "mínimos": ALQ continúa cotizando con descuento frente a su principal comparable. Durante los últimos 12m ALQ se ha revalorizado un +38,5%. Pese a ello, los múltiplos actuales (PER 23e 5,1x y EV/EBITDA 23e, 3,2x) siguen reflejando un descuento frente a su principal comparable (PER 23e c. 7x y EV/EBITDA c. 4x). Un descuento significativo que podría indicar que la potencial continuidad del buen momentum de beneficios en 2023e podría no estar aún recogida en el precio.



Proyecciones financieras

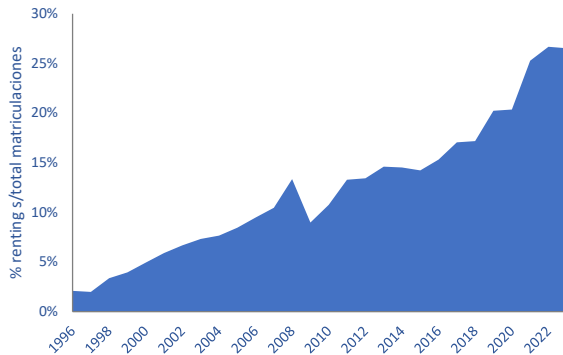
Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		
Inmovilizado material	73,5	93,0	107,2	142,4	187,8	218,3	241,6	250,9		
Otros activos no corrientes	1,0	1,5	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9		
Inmovilizado financiero	0,2	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	11,6	14,5	14,0	17,6	17,6	20,6	22,9	26,4		
Total activo	86,3	109,4	124,1	163,0	208,4	241,9	267,4	280,2		
Patrimonio neto	20,9	23,0	25,3	29,3	37,5	44,0	54,2	67,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,5	4,9	6,3	7,4	9,1	9,1	9,1	9,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	59,5	78,0	89,4	121,1	155,5	181,5	196,1	194,4		
Pasivo circulante	2,4	3,5	3,1	5,3	6,4	7,3	7,9	9,0		
Total pasivo	86,3	109,4	124,1	163,0	208,4	241,9	267,4	280,2		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	41,4	50,9	58,9	76,1	100,4	118,1	131,7	152,9	24,8%	15,1%
Cto.Total Ingresos	30,1%	22,9%	15,8%	29,1%	31,9%	17,7%	11,6%	16,1%		
Coste de ventas	(4,1)	(4,8)	(5,2)	(6,6)	(8,7)	(10,5)	(10,2)	(17,3)		
Margen Bruto	37,3	46,0	53,7	69,5	91,7	107,5	121,5	135,5	25,3%	13,9%
Margen Bruto / Ingresos	90,0%	90,5%	91,1%	91,4%	91,4%	91,1%	92,3%	88,7%		
Gastos de personal	(3,3)	(4,1)	(4,7)	(5,5)	(6,8)	(8,0)	(8,8)	(9,4)		
Otros costes de explotación	(11,8)	(14,5)	(17,0)	(23,3)	(28,0)	(33,1)	(36,4)	(39,2)		
EBITDA recurrente	22,2	27,4	32,0	40,7	56,9	66,5	76,3	87,0	26,6%	15,2%
Cto.EBITDA recurrente	29,1%	23,8%	16,7%	27,2%	39,7%	17,0%	14,7%	13,9%		
EBITDA rec. / Ingresos	53,5%	53,9%	54,3%	53,5%	56,7%	56,3%	57,9%	56,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,2)	(0,4)	-	-	-		
EBITDA	22,1	27,4	32,0	40,6	56,4	66,5	76,3	87,0	26,4%	15,5%
Depreciación y provisiones	(16,7)	(21,4)	(26,1)	(31,3)	(40,7)	(47,3)	(54,7)	(61,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	5,4	6,1	5,9	9,2	15,7	19,2	21,6	25,5	30,6%	17,5%
Cto.EBIT	11,7%	12,2%	-3,0%	56,6%	70,5%	22,4%	12,5%	17,7%		
EBIT / Ingresos	13,1%	11,9%	10,0%	12,1%	15,7%	16,3%	16,4%	16,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,1)	(2,4)	(2,6)	(3,1)	(4,5)	(7,5)	(8,8)	(8,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	3,3	3,7	3,3	6,1	11,2	11,7	12,8	16,8	35,5%	14,5%
Cto.Beneficio ordinario	4,8%	10,6%	-11,2%	87,2%	83,3%	4,7%	9,7%	30,7%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	3,3	3,7	3,3	6,1	11,2	11,7	12,8	16,8	35,5%	14,5%
Impuestos	(0,8)	(0,9)	(0,8)	(1,4)	(2,7)	(2,3)	(2,6)	(3,4)		
Tasa fiscal efectiva	25,1%	25,1%	25,0%	23,5%	23,9%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	2,5	2,7	2,4	4,7	8,5	9,4	10,3	13,4	36,1%	16,4%
Cto.Beneficio neto	4,4%	10,6%	-11,0%	91,0%	82,3%	10,0%	9,7%	30,7%		
Beneficio ordinario neto	2,5	2,8	2,4	4,8	8,9	9,4	10,3	13,4	37,2%	14,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	4,2%	10,2%	-11,5%	97,0%	84,5%	5,9%	9,7%	30,7%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						66,5	76,3	87,0	26,6%	15,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,1)	(1,6)	(2,5)		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽¹⁾						11,5	11,3	18,5		
Cash Flow operativo recurrente						64,5	74,7	84,5	29,2%	13,4%
CAPEX						(89,3)	(89,3)	(89,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(7,5)	(8,8)	(8,7)		
Impuestos						(2,3)	(2,6)	(3,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(23,2)	(14,6)	1,7	-14,6%	27,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(23,2)	(14,6)	1,7	-15,0%	27,2%
Ampliaciones de capital						(1,2)	-	-		
Dividendos						(1,7)	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						26,0	14,6	(1,7)		

Nota 1: Adquisiciones / Desinversiones refleja el ajuste en FCF por el valor residual de los vehículos de ocasión vendidos.



La compañía en 8 gráficos

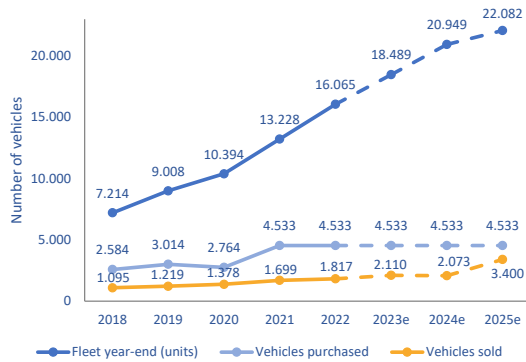
Renting de vehículos: Un sector en crecimiento en España...



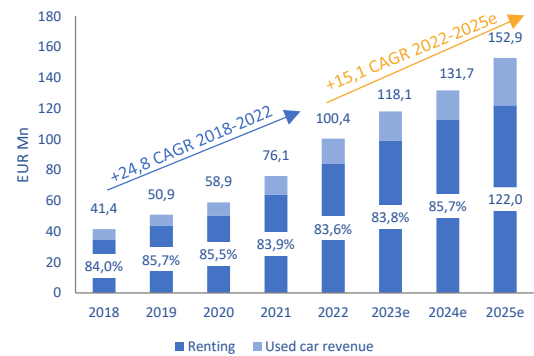
...donde ALQ cuenta con elevada presencia (23 delegaciones)



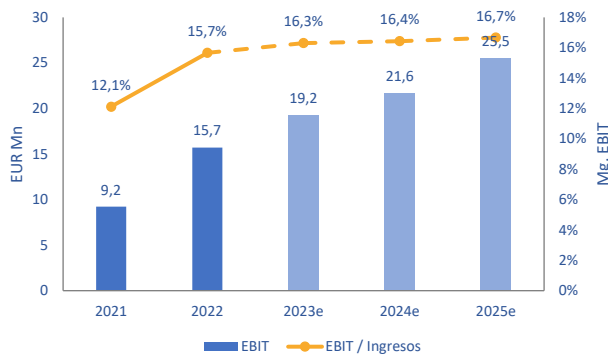
Con una flota de vehículos en continuo crecimiento (+11% TACC 22-25e)



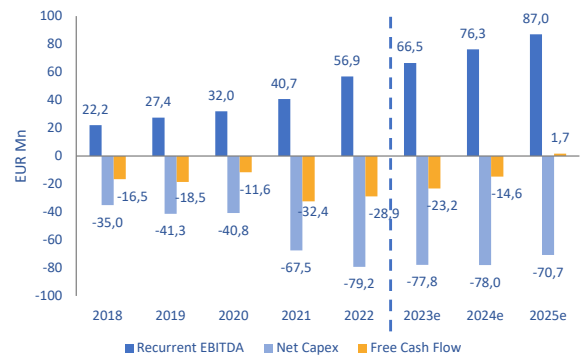
Que permitirá seguir creciendo en ingresos (+15% TACC 22-25e)



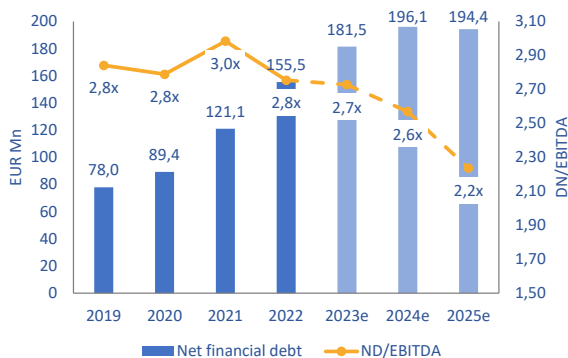
Manteniendo un Mg. EBIT de c. 16%



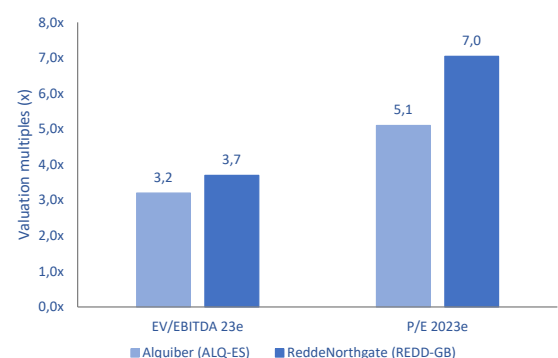
FCF: Un negocio (todavía) exigente en términos de CAPEX



Y pese al esfuerzo inversor, con una deuda controlada (DN/EBITDA < 3x)



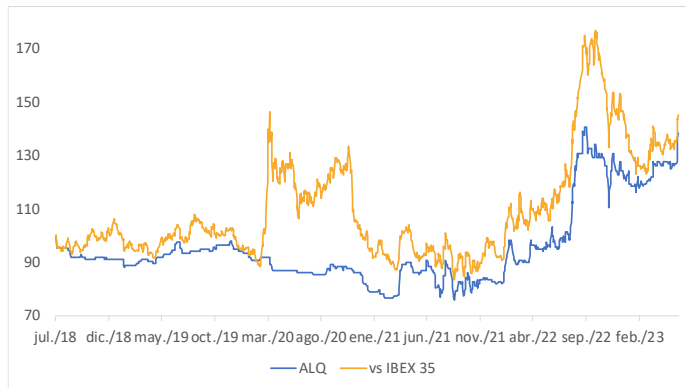
Cotizando a un P/E 23e 5,1x (vs c. 7x de su principal comparable)





Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



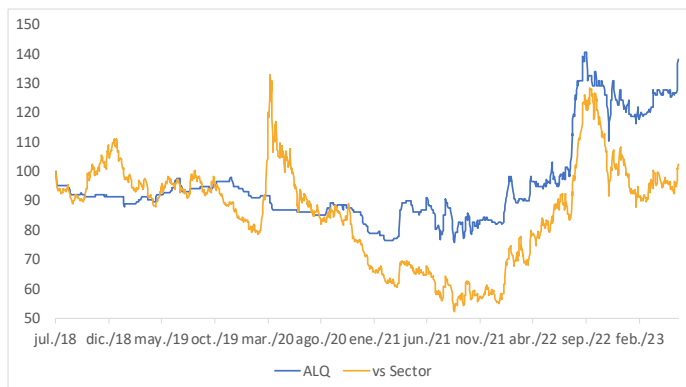
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	9,0	15,8	38,5	12,7	60,8	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	7,4	17,9	30,1	-0,2	36,3	n.a.
vs Euro STOXX 50	10,2	15,8	22,1	-0,4	26,7	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	8,8	29,3	59,7	5,0	30,5	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	8,9	19,3	50,9	3,4	13,8	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	10,8	22,9	58,3	13,5	36,4	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	7,3	14,3	23,5	-1,6	18,9	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)

Análisis del Free Cash Flow⁽¹⁾ (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	27,4	32,0	40,7	56,9	66,5	76,3	87,0	27,5%	15,2%
Cto. EBITDA recurrente	23,8%	16,7%	27,2%	39,7%	17,0%	14,7%	13,9%		
EBITDA rec. / Ingresos	53,9%	54,3%	53,5%	56,7%	56,3%	57,9%	56,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	0,1	(1,4)	1,1	(2,1)	(1,6)	(2,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	25,7	32,1	39,3	57,9	64,5	74,7	84,5	31,2%	13,4%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	23,3%	25,1%	22,4%	47,5%	11,2%	15,9%	13,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	50,5%	54,5%	51,6%	57,7%	54,6%	56,7%	55,3%		
- CAPEX	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(89,3)	(89,3)	(89,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,4)	(2,6)	(3,1)	(4,5)	(7,5)	(8,8)	(8,7)		
- Impuestos	(0,5)	(0,4)	(1,0)	(2,7)	(2,3)	(2,6)	(3,4)		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽²⁾	5,1	5,7	7,2	16,5	11,5	11,3	18,5		
= Free Cash Flow recurrente	(18,5)	(11,6)	(32,3)	(28,4)	(23,2)	(14,6)	1,7	-15,3%	27,2%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-12,4%	37,1%	-177,1%	11,9%	18,5%	37,0%	111,7%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	0,0	(0,2)	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(18,5)	(11,6)	(32,4)	(28,9)	(23,2)	(14,6)	1,7	-15,9%	27,2%
Cto. Free Cash Flow	-12,3%	37,2%	-178,8%	11,0%	19,7%	37,0%	111,7%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,6%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,6%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,3)	(28,4)	(23,2)	(14,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	5,1	4,3	9,3	13,0	10,0	7,7	12,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	0,2	(0,6)	3,2	(0,4)	2,1	(1,6)		
= Variación EBITDA recurrente	5,3	4,6	8,7	16,2	9,7	9,8	10,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,4)	1,8	(1,5)	2,5	(3,1)	0,5	(0,9)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,8	6,4	7,2	18,7	6,5	10,3	9,8		
+/- Variación del CAPEX	(6,2)	0,5	(26,7)	(11,7)	1,4	(0,2)	7,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(1,4)	(3,0)	(1,3)	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,3)	0,2	(0,6)	(1,7)	0,3	(0,2)	(0,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,0)	6,9	(20,6)	3,8	5,3	8,6	16,3		
Free Cash Flow Recurrente	(18,5)	(11,6)	(32,3)	(28,4)	(23,2)	(14,6)	1,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	6,1	5,9	9,2	15,7	19,2	21,6	25,5	37,3%	17,5%
* Tasa fiscal teórica	25,1%	25,0%	23,5%	23,9%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(1,5)	(2,2)	(3,8)	(3,8)	(4,3)	(5,1)		
EBITDA recurrente	27,4	32,0	40,7	56,9	66,5	76,3	87,0	27,5%	15,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	0,1	(1,4)	1,1	(2,1)	(1,6)	(2,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	25,7	32,1	39,3	57,9	64,5	74,7	84,5	31,2%	13,4%
- CAPEX	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(89,3)	(89,3)	(89,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(1,5)	(2,2)	(3,8)	(3,8)	(4,3)	(5,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽²⁾	5,1	5,7	7,2	16,5	11,5	11,3	18,5		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(17,1)	(10,1)	(30,4)	(25,0)	(17,2)	(7,6)	8,7	-13,4%	32,9%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-10,0%	40,7%	-199,2%	17,7%	31,4%	55,8%	214,2%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,7%		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(17,1)	(10,1)	(30,4)	(25,0)	(17,2)	(7,6)	8,7	-13,4%	32,9%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-10,0%	40,7%	-199,2%	17,7%	31,4%	55,8%	214,2%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,1%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,1%		

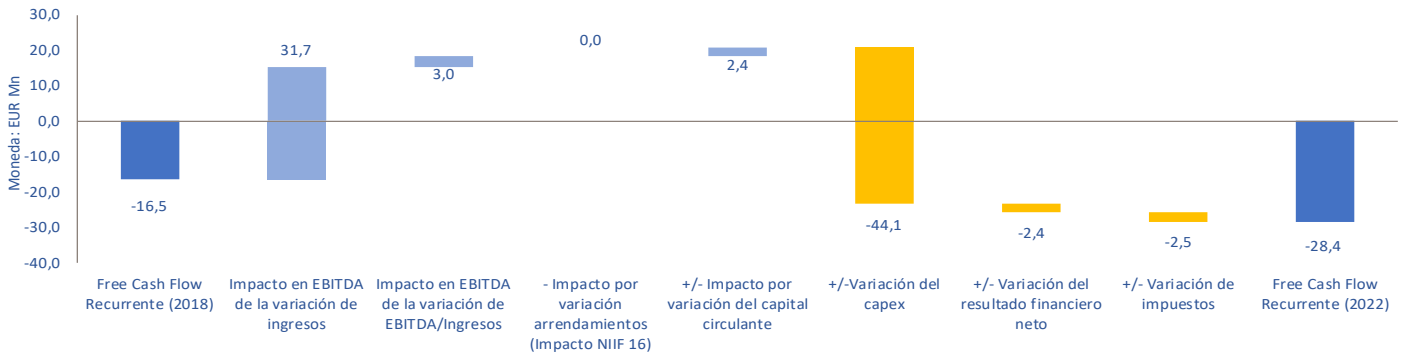
Nota 1: ALQ presenta sus estados financieros en base a PGC, no viéndose afectada por la aplicación de la NIIF 16.

Nota 2: Adquisiciones / Desinversiones refleja el ajuste en FCF por el valor residual de los vehículos de ocasión vendidos.

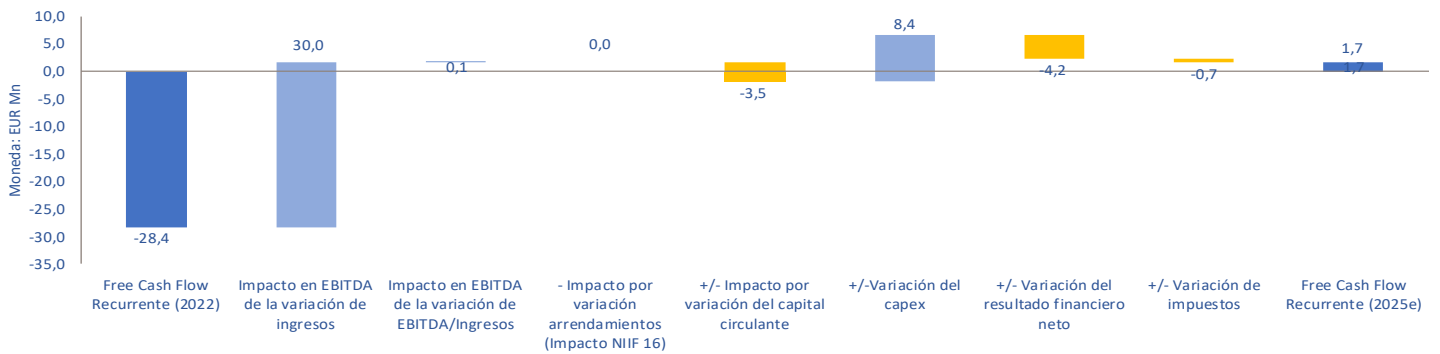


Analítica del Free Cash Flow (II)

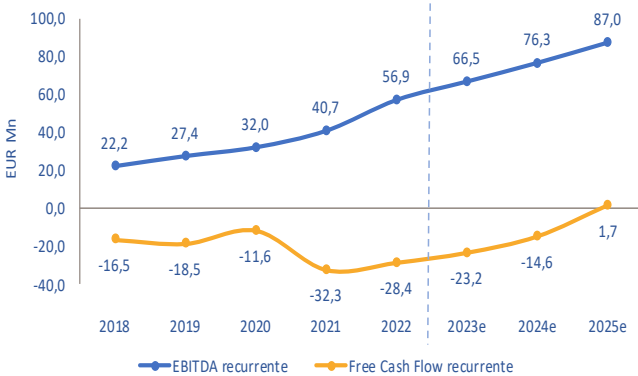
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



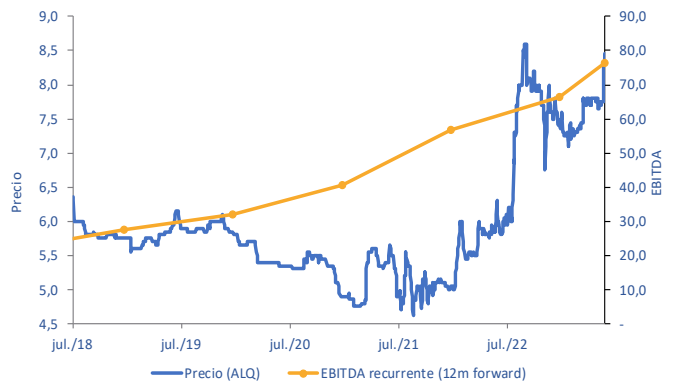
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(17,2)	(7,6)	8,7	270,2			
Market Cap	47,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	155,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,3%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	23,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	76,6%	D			=	=	
WACC	5,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,1%	6,3%	
G "Razonable"	2,0%				1,5%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	47,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	9,1	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	155,5	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,6	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	211,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	5,5%	4,8%	3,9%	5,1%	6,7%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	1,0%	2,0%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-2,1%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	60,8%	80,1	2,6x
Central	57,9%	76,3	2,8x
Min	55,0%	72,5	2,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	61,0%	67,8%	74,6%
80,1	(1,8)	(10,8)	(19,7)
76,3	(5,7)	(14,6)	(23,6)
72,5	(9,5)	(18,4)	(27,4)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	28,5%	28,6%	33,3%
% de consejeros dominicales	43,0%	42,9%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	28,5%	28,6%	33,3%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	14,2%	14,3%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	35,7%	35,1%	33,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,6%	2,2%	1,8%



Principales comparables 2023e

Alquiler de vehículos

		ALD						
		Avis Budget	Hertz	Sixt	Automotive Ltd.	Redde Northgate PLC	Average	ALQ
EUR Mn								
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CAR-US	HTZ-US	SIX2-DE	ALD-FR	REDD-GB		ALQ-ES
	País	USA	USA	Germany	France	UK		Spain
	Market cap	6.526,6	4.741,2	4.378,3	8.741,5	1.014,4		47,4
	Enterprise value (EV)	26.423,0	19.251,4	7.430,4	28.159,1	1.760,1		211,4
Información financiera básica	Total Ingresos	11.368,2	8.723,0	3.411,7	11.173,4	1.854,4		118,1
	Cto. Total Ingresos	1,5%	7,6%	11,3%	0,0%	7,7%	5,6%	17,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	0,9%	4,3%	9,4%	6,0%	n.a.	5,1%	13,8%
	EBITDA	2.137,8	1.288,3	1.158,0	1.425,7	477,1		66,5
	Cto. EBITDA	-62,4%	-54,2%	85,2%	-74,0%	2,5%	-20,6%	17,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-2,6%	n.a.	10,3%	-1,0%	n.a.	2,2%	14,3%
	EBITDA/Ingresos	18,8%	14,8%	33,9%	12,8%	25,7%	21,2%	56,3%
	EBIT	2.014,4	1.444,8	561,1	1.344,8	219,2		19,2
	Cto. EBIT	-34,3%	-25,4%	17,3%	-27,1%	-1,3%	-14,1%	22,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-9,6%	-7,4%	10,6%	4,0%	n.a.	-0,6%	15,0%
	EBIT/Ingresos	17,7%	16,6%	16,4%	12,0%	11,8%	14,9%	16,3%
	Beneficio Neto	1.232,7	755,0	346,3	1.283,1	146,0		9,4
	Cto. Beneficio Neto	-52,2%	-60,7%	-10,2%	6,6%	-8,7%	-25,0%	10,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-22,1%	-26,0%	7,4%	-3,7%	n.a.	-11,1%	19,7%
	CAPEX/Ventas	5,6%	1,9%	2,2%	0,7%	15,4%	5,1%	75,6%
	Free Cash Flow	1.503,4	1.793,4	58,0	(1.420,3)	15,6		(23,2)
Deuda financiera Neta	3.817,8	9.995,7	2.455,3	32.468,7	768,5		181,5	
DN/EBITDA (x)	1,8	7,8	2,1	22,8	1,6	7,2	2,7	
Pay-out	0,0%	0,0%	49,9%	33,4%	44,5%	25,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	5,2	6,4	14,5	5,4	7,0	7,7	5,1
	P/BV (x)	n.a.	1,7	2,4	0,8	0,8	1,4	1,1
	EV/Ingresos (x)	2,3	2,2	2,2	2,5	0,9	2,0	1,8
	EV/EBITDA (x)	12,4	14,9	6,4	19,8	3,7	11,4	3,2
	EV/EBIT (x)	13,1	13,3	13,2	20,9	8,0	13,7	11,0
	ROE	n.a.	25,9	16,7	15,6	11,7	17,5	23,0
	FCF Yield (%)	23,0	37,8	1,3	n.a.	1,5	15,9	n.a.
	DPA	0,00	0,00	3,68	0,95	0,27	0,98	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	3,4%	8,9%	6,1%	3,7%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)												TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	16-22	22-25e
Total Ingresos			13,6	18,8	23,6	31,8	41,4	50,9	58,9	76,1	100,4	118,1	131,7	152,9	27,3%	15,1%
Cto. Total ingresos			n.a.	38,3%	25,3%	34,9%	30,1%	22,9%	15,8%	29,1%	31,9%	17,7%	11,6%	16,1%		
EBITDA			7,5	10,4	13,2	17,1	22,1	27,4	32,0	40,6	56,4	66,5	76,3	87,0	27,4%	15,5%
Cto. EBITDA			n.a.	39,8%	26,6%	29,8%	29,2%	23,9%	16,8%	26,6%	39,1%	17,9%	14,7%	13,9%		
EBITDA/Ingresos			54,9%	55,4%	56,0%	53,9%	53,5%	53,9%	54,4%	53,3%	56,2%	56,3%	57,9%	56,9%		
Beneficio neto			0,8	1,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,4	4,7	8,5	9,4	10,3	13,4	24,3%	16,4%
Cto. Beneficio neto			n.a.	91,6%	49,6%	3,0%	4,4%	10,6%	-11,0%	91,0%	82,3%	10,0%	9,7%	30,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			-	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6		
BPA (EUR)			n.a.	0,28	0,42	0,43	0,45	0,49	0,44	0,85	1,52	1,67	1,83	2,39	24,1%	16,4%
Cto. BPA			n.a.	n.a.	49,6%	3,0%	4,5%	10,6%	-10,7%	91,3%	79,4%	10,0%	9,7%	30,7%		
BPA ord. (EUR)			n.a.	0,39	0,42	0,43	0,45	0,50	0,44	0,87	1,58	1,67	1,83	2,39	24,8%	14,9%
Cto. BPA ord.			n.a.	n.a.	6,7%	3,4%	4,3%	10,2%	-11,2%	97,4%	81,6%	5,9%	9,7%	30,7%		
CAPEX			-	(18,4)	(20,5)	(31,6)	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(89,3)	(89,3)	(89,3)		
CAPEX/Vtas %			0,0%	97,5%	86,9%	99,2%	95,2%	91,2%	78,9%	98,1%	95,3%	75,6%	67,8%	58,4%		
Free Cash Flow			-	(10,2)	(11,0)	(13,9)	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,4)	(28,9)	(23,2)	(14,6)	1,7	-17,4%	27,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾			2,6x	2,7x	2,9x	3,0x	2,7x	2,8x	2,8x	3,0x	2,8x	2,7x	2,6x	2,2x		
PER (x)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,5x	11,6x	10,9x	5,9x	4,9x	5,1x	4,6x	3,5x		
EV/Vtas (x)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,30x	2,27x	2,08x	2,05x	2,05x	1,79x	1,60x	1,38x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,3x	4,2x	3,8x	3,8x	3,7x	3,2x	2,8x	2,4x		
Comport. Absoluto			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%	-16,2%	3,9%	50,0%	12,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-7,8%	-0,9%	-3,8%	58,8%	-0,2%				

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

Amper (AMP) es un Grupo español diversificado a través de tres negocios: (i) energía y sostenibilidad (ingeniería de plataformas eólicas offshore, EPC fotovoltaico, gestión de energía...; 77% s/Vtas 2022), (ii) defensa y seguridad (16% s/Vtas 2022) y (iii) telecomunicaciones (redes de telecomunicaciones de alta capacidad y sistemas de comunicaciones críticas; 7% s/Vtas 2022). Su principal mercado es el español (c. 80% s/Vtas).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	114,4	122,6
EV (Mn EUR y USD)	225,2	241,2
Número de Acciones (Mn)	1.108,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,25 / 0,17 / 0,09	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,24	
Rotación ⁽¹⁾	53,3	
Factset / Bloomberg	AMP-ES / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

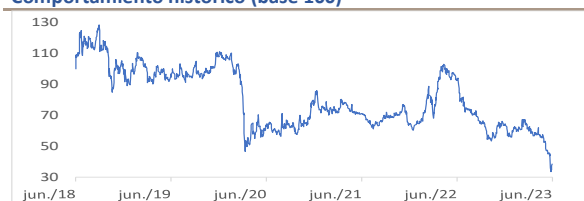
Zelena	7,9
Martinavarro Dealbert	5,2
Free Float	87,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.108,6	1.108,6	1.108,6	1.108,6
Total Ingresos	337,5	368,0	418,8	473,8
EBITDA Rec.	7,3	12,5	22,5	36,5
% Var.	-26,6	71,4	80,4	62,2
% EBITDA Rec./Ing.	2,2	3,4	5,4	7,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	1,1	5,6	9,0	19,0
BPA (EUR)	0,00	0,01	0,01	0,02
% Var.	-84,0	392,3	58,7	111,8
BPA ord. (EUR)	0,00	0,00	0,01	0,02
% Var.	-142,0	220,4	282,3	111,8
Free Cash Flow Rec.	3,6	-3,2	1,1	10,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	69,2	69,1	68,1	57,4
DN / EBITDA Rec.(x)	9,5	5,5	3,0	1,6
ROE (%)	1,8	8,6	12,3	21,9
ROCE (%)	2,9	5,5	8,5	14,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	99,8	20,3	12,8	6,0
PER Ordinario	n.a.	48,8	12,8	6,0
P/BV	1,8	1,7	1,5	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,67	0,61	0,54	0,48
EV/EBITDA Rec.	30,9	18,0	10,0	6,2
EV/EBIT	n.a.	26,0	12,1	6,9
FCF Yield (%)	3,2	n.a.	0,9	9,3

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-26,8	-37,8	-58,2	-61,3

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Carta de pedidos dic-2022 en máximos: EUR 414Mn (+46% vs 2021), a la que habría que sumar el reciente contrato de EUR 140Mn (ejecutable entre 2023-2025) adjudicado a su negocio vinculado a la eólica offshore.

Crecimiento en ingresos 2023e de un dígito alto (+9% vs 2022), hasta alcanzar unos ingresos de EUR 368Mn. Por negocios, esperamos que el motor del crecimiento sea la división de energía y sostenibilidad (80% s/Ingresos 2023e; c. +16% vs 2022), compensando las menores ventas en defensa y seguridad (-9% vs 2022) y telecomunicaciones (-20%) por la reorganización estratégica acometida en 2023e.

En 2023e continuaremos viendo unos márgenes aún muy presionados. El negocio de energía y sostenibilidad cuenta con un elevado componente industrial (construcción e ingeniería de plataformas eólicas offshore) con un margen EBITDA muy inferior al resto de actividades (c. 6% vs c. 10% del resto) lo que explica que durante 2023e esperemos que los márgenes continúen presionados. En concreto, esperamos un margen EBIT del 2,4% (+1,1p.p. vs 2022) hasta alcanzar los EUR 8,7Mn.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Desinversión de negocios no estratégicos. En 2022 AMP vendió su participación en Formecal (mecanización de piezas para el sector industrial) y en 2023 ha vendido el 45% en Atlas Engineering por EUR 3,5Mn (plusvalía de c. EUR 3,3Mn).

Capacidad para mejorar márgenes. Aunque hoy la visibilidad sigue siendo reducida, persiste una opción de recuperación en márgenes. Esencialmente por: i) recuperación del negocio de energía y sostenibilidad (muy penalizado en 2022 por la inflación en costes de explotación que no pudo trasladarse al precio de venta), ii) optimización de su estructura de costes y iii) aprovechamiento del apalancamiento operativo, en un contexto de alto crecimiento de ingresos. La evolución estimada del margen EBIT es muestra de ello: 2,4%, 4,4% y 6,9% en 2023e, 2024e y 2025e.

2023e-2025e: es hora de hablar de rentabilidad. AMP cuenta con exposición a sectores estratégicos (defensa, energía y sostenibilidad, telecomunicaciones) que, en nuestra opinión, seguirán aportando crecimiento (Ingresos: +12% TACC 22-25e). Aunque, a nuestro juicio, hoy la "rueda a seguir" debe ser la rentabilidad. Una mejora de márgenes difícil de ejecutar, pero que (intuitivamente) podría ser muy potente, ya que permitiría "poner en valor" el fuerte crecimiento en ingresos de los últimos años (con ingresos 2022 que duplican los de 2019).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Apalancamiento. Deuda Neta 2022 de EUR 69,2Mn (c. 60% de la deuda bruta corresponde a pagarés). Un nivel de deuda que, teniendo en cuenta el entorno actual, aparece como la principal restricción a la inversión.

Dilución. Provocada por la propuesta a la junta (convocada el 29 de junio de 2023) de una ampliación de capital dineraria por un importe nominal máximo de hasta EUR 55Mn (c.50% del Mkt Cap actual; con expresa previsión de suscripción incompleta), con un valor nominal de EUR 0,05/acc (-50% frente a la cotización actual). Una vez aprobada por la junta, se fijarán las condiciones (fecha, precio de emisión...). Desde su anuncio la acción ya ha corregido c.-20%.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

¿Y ahora qué? Tras la fuerte corrección de la acción en los últimos meses (perf. Absoluto: -38% en 3 meses) nuestras estimaciones 2024e (que contemplan crecimiento en ingresos y mejora de márgenes) cotizan a 10x EV/EBITDA y PER 12,8x. La evolución de los resultados 2023e será clave para "revelar" la verdadera capacidad de mejorar márgenes del negocio. Y confirmar estos múltiplos. La ampliación anunciada resta momentum a corto plazo a la acción.



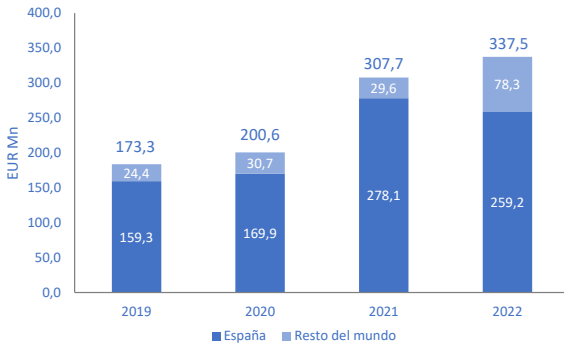
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	9,1	44,8	61,8	70,7	72,9	73,5	74,3	75,2		
Inmovilizado material	6,3	9,9	15,6	19,5	20,7	23,2	26,2	29,8		
Otros activos no corrientes	2,4	2,9	6,7	11,6	15,7	15,7	15,7	15,7		
Inmovilizado financiero	45,3	4,3	5,0	3,9	31,3	31,3	31,3	31,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	13,3	25,0	26,8	27,0	27,9	27,9	27,9	27,9		
Activo circulante	50,2	87,3	92,4	146,7	159,9	173,6	196,3	220,9		
Total activo	126,6	174,2	208,3	279,5	328,5	345,2	371,8	400,9		
Patrimonio neto	42,0	57,8	55,0	63,8	62,4	68,1	77,0	96,0		
Minoritarios	(0,9)	2,2	2,7	3,7	3,1	3,4	4,0	5,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	14,1	31,0	29,6	28,5	51,8	51,8	51,8	51,8		
Otros pasivos no corrientes	-	4,3	8,6	9,5	10,3	10,3	10,3	10,3		
Deuda financiera neta	11,3	(5,5)	35,6	61,6	69,2	69,1	68,1	57,4		
Pasivo circulante	60,0	84,3	76,7	112,3	131,6	142,5	160,5	180,1		
Total pasivo	126,6	174,2	208,3	279,5	328,5	345,2	371,8	400,9		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	136,9	173,3	194,8	307,7	337,5	368,0	418,8	473,8	25,3%	12,0%
Cto.Total Ingresos	94,9%	26,6%	12,4%	58,0%	9,7%	9,0%	13,8%	13,1%		
Coste de ventas	(58,3)	(69,5)	(82,8)	(133,1)	(145,7)	(158,0)	(180,1)	(204,1)		
Margen Bruto	78,6	103,8	111,9	174,6	191,8	210,0	238,6	269,7	25,0%	12,0%
Margen Bruto / Ingresos	57,4%	59,9%	57,5%	56,7%	56,8%	57,1%	57,0%	56,9%		
Gastos de personal	(59,7)	(72,9)	(94,3)	(137,6)	(147,1)	(157,5)	(172,3)	(185,7)		
Otros costes de explotación	(9,6)	(15,0)	(19,1)	(27,0)	(37,4)	(40,0)	(43,8)	(47,4)		
EBITDA recurrente	9,3	15,9	(1,5)	9,9	7,3	12,5	22,5	36,5	-5,8%	71,2%
Cto.EBITDA recurrente	112,5%	71,1%	-109,4%	768,4%	-26,6%	71,4%	80,4%	62,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	6,8%	9,2%	n.a.	3,2%	2,2%	3,4%	5,4%	7,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	1,6	1,7	2,1	-	-	-		
EBITDA	9,3	15,9	0,1	11,6	9,4	12,5	22,5	36,5	0,4%	57,1%
Depreciación y provisiones	(2,8)	(7,1)	(9,2)	(10,0)	(12,7)	(11,6)	(12,9)	(14,5)		
Gastos capitalizados	6,4	12,4	9,2	12,4	9,2	9,2	10,5	11,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
EBIT	12,9	20,2	(1,2)	12,5	4,5	8,7	18,6	32,5	-23,2%	93,4%
Cto.EBIT	293,7%	56,9%	-106,2%	n.a.	-64,2%	93,0%	114,9%	74,3%		
EBIT / Ingresos	9,4%	11,7%	n.a.	4,1%	1,3%	2,4%	4,4%	6,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	3,7	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(1,0)	(1,1)	(5,5)	(5,3)	(6,0)	(5,9)	(5,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,3	0,4	(0,0)	(0,1)	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	13,0	19,6	1,3	7,0	(0,8)	2,7	12,7	26,9	-19,8%	n.a.
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	50,7%	-93,2%	419,7%	-111,5%	438,2%	370,0%	111,8%		
Extraordinarios	-	2,4	-	-	-	3,3	-	-		
Beneficio antes de impuestos	13,0	22,0	1,3	7,0	(0,8)	6,0	12,7	26,9	-19,8%	n.a.
Impuestos	(1,0)	(1,5)	(0,1)	1,9	2,2	-	(3,2)	(6,7)		
Tasa fiscal efectiva	7,9%	6,7%	5,7%	n.a.	n.a.	n.a.	25,0%	25,0%		
Minoritarios	(7,4)	(1,1)	0,8	(0,7)	1,0	(0,4)	(0,6)	(1,2)		
Actividades discontinuadas	36,1	-	(0,8)	(1,1)	(1,2)	-	-	-		
Beneficio neto	40,7	19,4	1,2	7,1	1,1	5,6	9,0	19,0	-59,0%	n.a.
Cto.Beneficio neto	n.a.	-52,2%	-93,6%	470,8%	-83,8%	392,3%	58,7%	111,8%		
Beneficio ordinario neto	4,6	17,2	0,5	4,6	(1,9)	2,3	9,0	19,0	-24,8%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	183,7%	275,8%	-97,0%	786,4%	-142,6%	220,4%	282,3%	111,8%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						12,5	22,5	36,5	-5,8%	71,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,4)	(1,4)	(1,4)		
Var.capital circulante						(2,8)	(4,6)	(5,0)		
Cash Flow operativo recurrente						8,3	16,5	30,1	-1,8%	36,2%
CAPEX						(5,5)	(6,3)	(7,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,0)	(5,9)	(5,6)		
Impuestos						-	(3,2)	(6,7)		
Free Cash Flow Recurrente						(3,2)	1,1	10,7	-18,4%	43,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						3,3	-	-		
Free Cash Flow						0,1	1,1	10,7	-38,6%	50,5%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(0,1)	(1,1)	(10,7)		

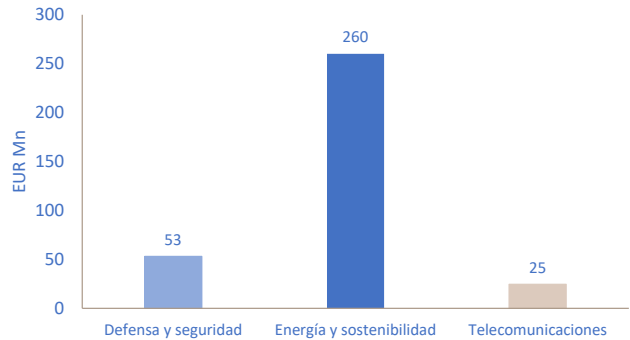


La compañía en 8 gráficos

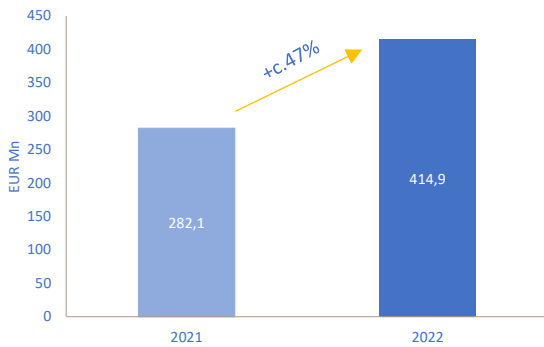
Un negocio esencialmente domestico (c. 80% s/Ingresos 2022), aunque estaría aumentando su peso en el exterior



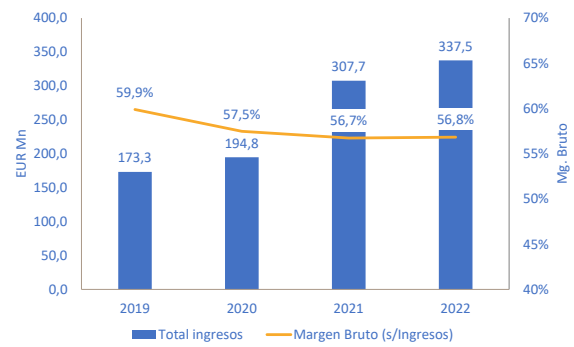
Diversificado en 3 negocios: la división de energía y sostenibilidad (dominante), con elevado componente industrial



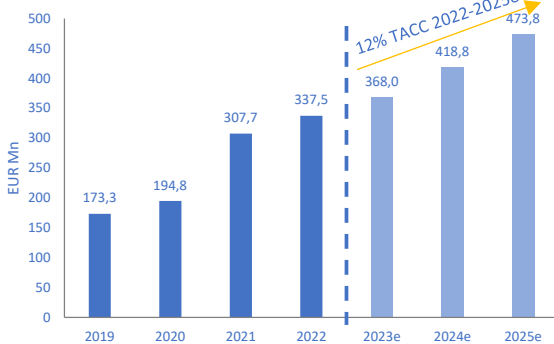
Cartera de pedidos a dic-2022 en máximos (EUR 415Mn; +c.47% vs 2021). Lo que eleva la visibilidad del crecimiento en ingresos



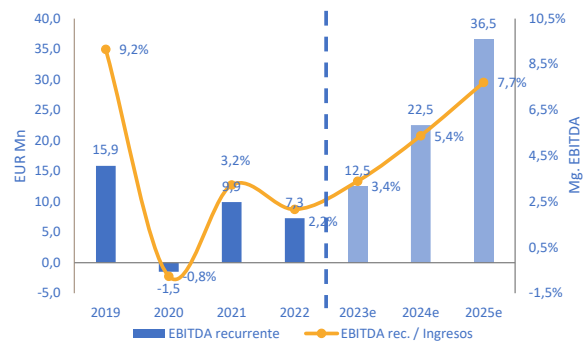
La intensa actividad M&A ejecutada le ha permitido dar un salto en tamaño significativo...



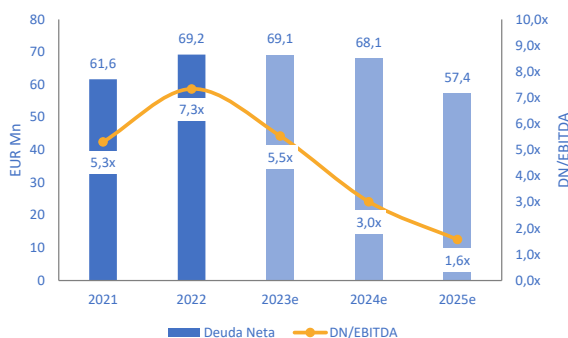
... que ha permitido establecer las bases para el crecimiento orgánico de los próximos años (Ingresos 2022-25e: +12% TACC)



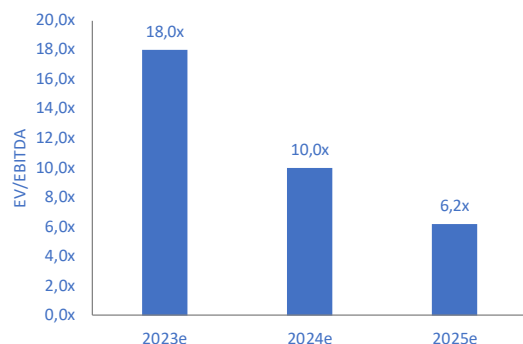
Desde niveles actuales, la capacidad de mejorar márgenes es elevada (y será la principal palanca del crecimiento del EBITDA)



El nivel de deuda aparece como la principal restricción a la inversión (Capex, circulante, M&A...)



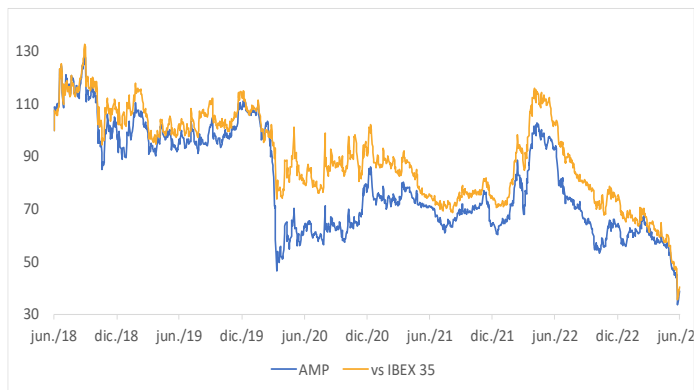
Nuestras estimaciones cotizarían a 10x EV/EBITDA 24e



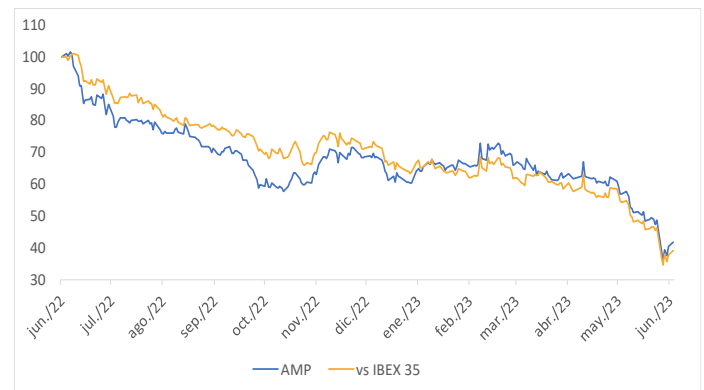


Evolución de la cotización

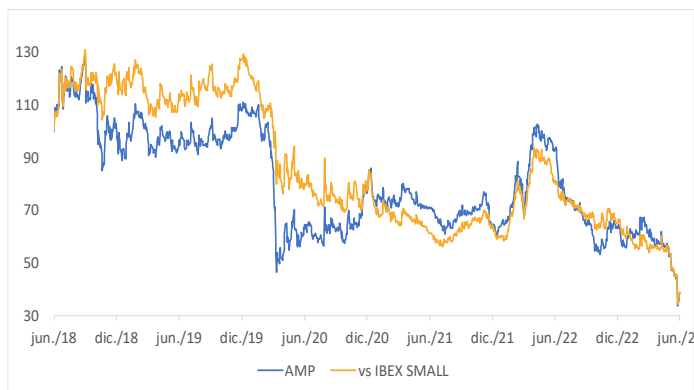
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



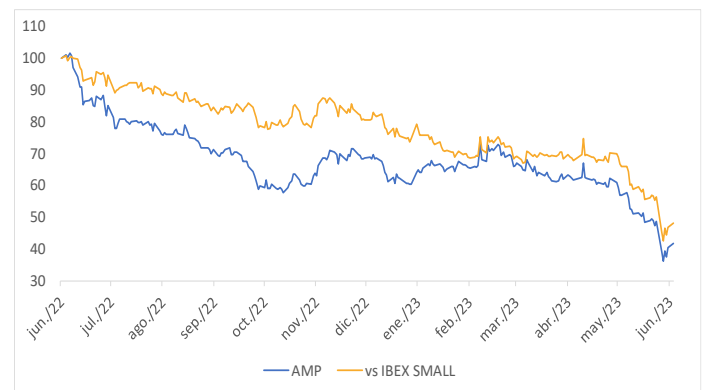
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



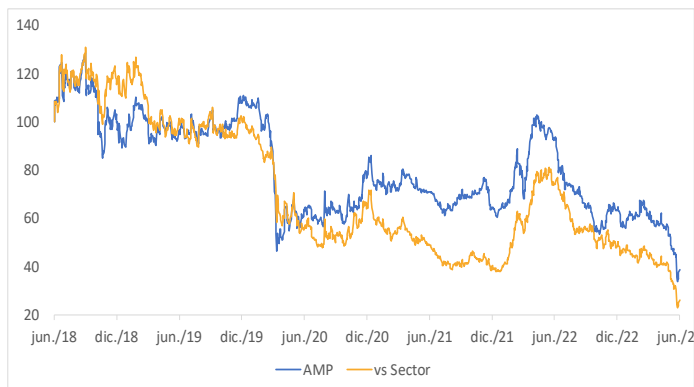
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



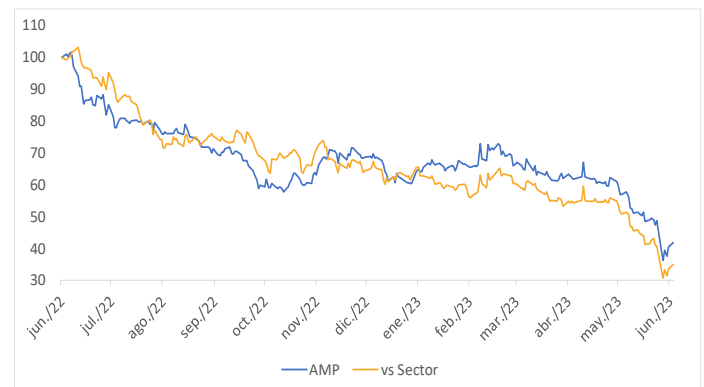
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-26,8	-37,8	-58,2	-30,8	-40,0	-61,3
vs Mercado						
vs Ibex 35	-27,9	-36,7	-60,8	-38,7	-49,1	-59,7
vs Euro STOXX 50	-26,0	-37,8	-63,2	-38,9	-52,7	-68,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-27,0	-30,6	-51,8	-35,5	-51,3	-61,2
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-26,9	-35,9	-54,5	-36,5	-57,5	-64,0
vs MSCI Europe Micro Cap	-25,6	-34,0	-52,2	-30,3	-49,1	-64,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-31,7	-42,2	-65,2	-44,3	-53,7	-74,0

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



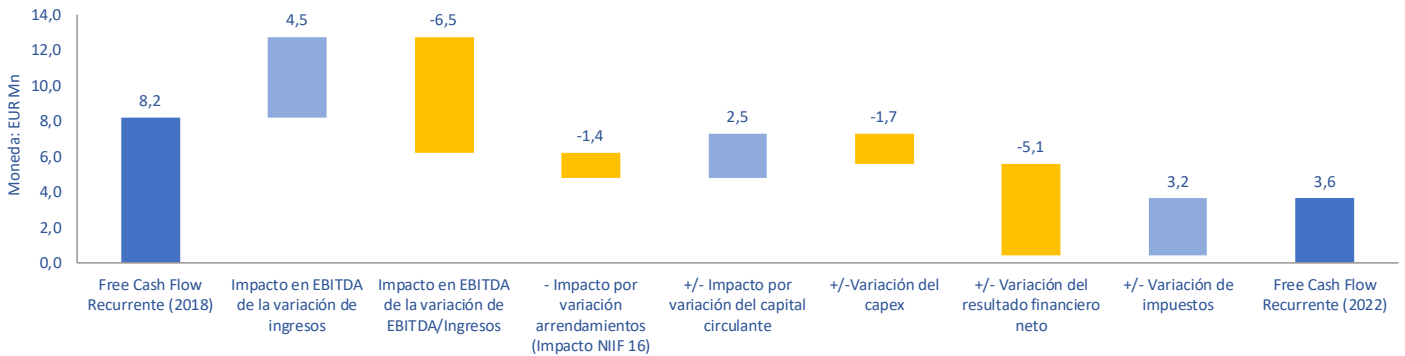
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	15,9	(1,5)	9,9	7,3	12,5	22,5	36,5	-22,8%	71,2%
Cto. EBITDA recurrente	71,1%	-109,4%	768,4%	-26,6%	71,4%	80,4%	62,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	9,2%	n.a.	3,2%	2,2%	3,4%	5,4%	7,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	(12,8)	(12,7)	(18,8)	6,1	(2,8)	(4,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,1	(15,6)	(10,4)	11,9	8,3	16,5	30,1	78,8%	36,2%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-83,7%	-847,7%	33,5%	215,0%	-30,5%	99,0%	82,7%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	1,2%	n.a.	n.a.	3,5%	2,2%	3,9%	6,3%		
- CAPEX	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(5,1)	(5,5)	(6,3)	(7,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(1,1)	(5,5)	(5,3)	(6,0)	(5,9)	(5,6)		
- Impuestos	(1,5)	(0,1)	1,9	2,2	-	(3,2)	(6,7)		
= Free Cash Flow recurrente	(3,7)	(29,2)	(23,3)	3,6	(3,2)	1,1	10,7	44,0%	43,1%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-145,0%	-692,7%	20,3%	115,6%	-188,3%	133,5%	890,4%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	n.a.	0,3%	2,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	1,6	1,7	2,1	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(30,6)	(10,3)	(1,1)	(1,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	51,0	(3,2)	(3,4)	(11,7)	3,3	-	-		
= Free Cash Flow	16,8	(41,1)	(26,1)	(7,6)	0,1	1,1	10,7	-34,8%	50,5%
Cto. Free Cash Flow	274,2%	-344,6%	36,5%	70,9%	101,1%	n.a.	890,4%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	3,2%	n.a.	0,9%	9,3%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	14,7%	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	0,9%	9,3%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	8,2	(3,7)	(29,2)	(23,3)	3,6	(3,2)	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,5	2,0	(0,9)	1,0	0,7	1,7	3,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,1	(19,3)	12,3	(3,6)	4,5	8,3	11,0		
= Variación EBITDA recurrente	6,6	(17,4)	11,4	(2,6)	5,2	10,0	14,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(0,4)	(0,1)	0,1	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(16,3)	0,1	(6,1)	24,8	(8,8)	(1,8)	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(10,7)	(17,7)	5,2	22,3	(3,6)	8,2	13,6		
+/- Variación del CAPEX	0,1	(9,2)	3,2	4,2	(0,4)	(0,8)	(0,8)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,8)	(0,1)	(4,4)	0,2	(0,7)	0,0	0,4		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	1,4	2,0	0,3	(2,2)	(3,2)	(3,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(11,9)	(25,5)	5,9	26,9	(6,9)	4,3	9,6		
Free Cash Flow Recurrente	(3,7)	(29,2)	(23,3)	3,6	(3,2)	1,1	10,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	20,2	(1,2)	12,5	4,5	8,7	18,6	32,5	-39,4%	93,4%
* Tasa fiscal teórica	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,3)	-	-	-	-	(4,7)	(8,1)		
EBITDA recurrente	15,9	(1,5)	9,9	7,3	12,5	22,5	36,5	-22,8%	71,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	(12,8)	(12,7)	(18,8)	6,1	(2,8)	(4,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,1	(15,6)	(10,4)	11,9	8,3	16,5	30,1	78,8%	36,2%
- CAPEX	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(5,1)	(5,5)	(6,3)	(7,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,3)	-	-	-	-	(4,7)	(8,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,6)	(28,1)	(19,7)	6,8	2,8	5,5	14,9	66,5%	29,9%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-130,9%	-985,4%	29,8%	134,4%	-59,3%	100,7%	168,8%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	2,0%	0,7%	1,3%	3,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(30,6)	(10,3)	(1,1)	(1,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	51,0	(3,2)	(3,4)	(11,7)	3,3	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	17,9	(41,6)	(24,1)	(6,6)	6,1	5,5	14,9	-33,3%	62,0%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	283,4%	-332,3%	41,9%	72,7%	191,8%	-8,7%	168,8%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	n.a.	3,0%	1,2%	2,5%	6,6%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)	7,9%	n.a.	n.a.	n.a.	2,7%	2,5%	6,6%		

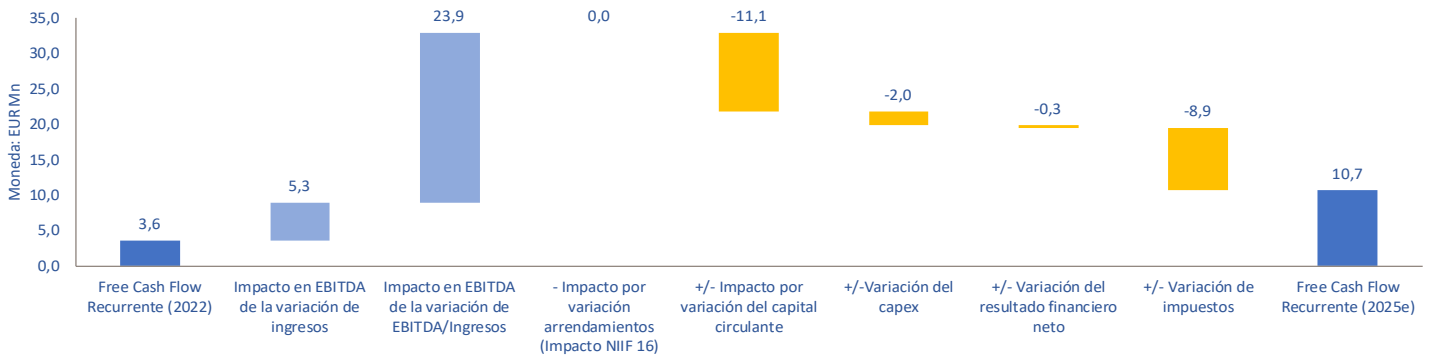


Analítica del Free Cash Flow (II)

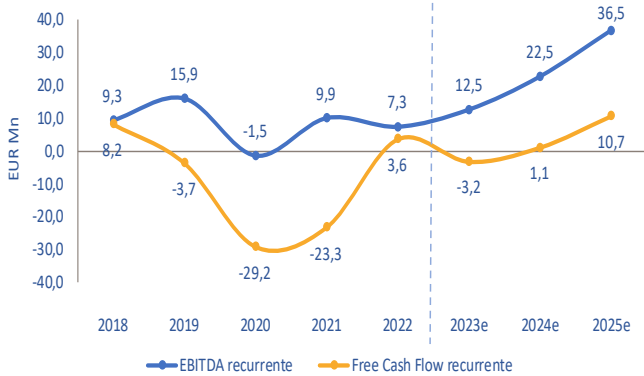
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



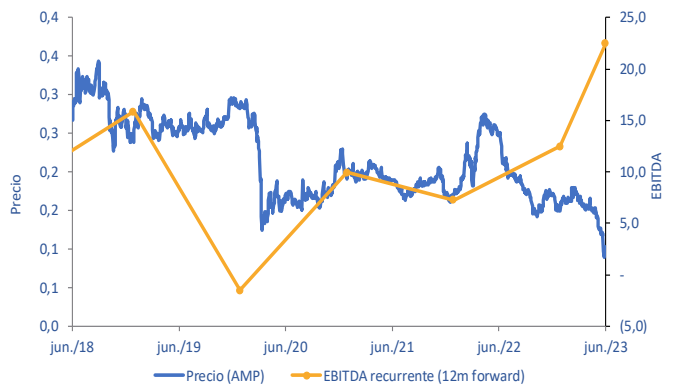
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	6,1	5,5	14,9	267,9			
Market Cap	114,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	69,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,6%	Coste de la deuda neta			5,4%	5,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,5%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,3%	4,7%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	62,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	37,7%	D			=	=	
WACC	8,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	9,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,0%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	114,4	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	40,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	69,2	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	1,5	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	225,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	62,9%	36,8%	n.a.	9,2%	2,9%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-5,2%	5,8%			
FCF Yield - WACC	-5,0%	1,2%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	5,9%	24,6	9,1x
Central	5,4%	22,5	10,0x
Min	4,9%	20,4	11,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	1,3%	1,5%		1,7%	Max	3,5%
24,6	4,0	3,2	2,3	Central	1,7%	0,9%	0,2%
22,5	1,9	1,1	0,2	Min	n.a.	n.a.	n.a.
20,4	(0,2)	(1,0)	(1,9)				

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	33,3%	37,5%	40,0%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	12,5%	10,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	10,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	37,5%	30,0%
% de mujeres en la plantilla	9,7%	9,0%	10,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,2%	0,4%	0,4%



Principales comparables 2023e

		Tecnología y comunicaciones					Industrial				
		EUR Mn	Ezentis	Global Dominion	Allegrion	ADVA Optical	Average	Bravida	Caverion	Average	AMP
Datos Mercado	Ticker (Factset)	EZE-ES	DOM-ES	ALLE-US	ADV-DE			BRAV-SE	CAV1V-FI		AMP-ES
	País	Spain	Spain	Ireland	Germany			Sweden	Finland		Spain
	Market cap	41,4	612,6	8.905,9	1.008,0			1.880,8	1.136,5		114,4
	Enterprise value (EV)	188,2	846,1	10.744,9	1.027,6			2.111,8	1.382,8		225,2
Información financiera básica	Total Ingresos	427,0	1.205,1	3.451,3	767,4			2.447,1	2.511,3		368,0
	Cto. Total Ingresos	160,0%	-1,8%	13,0%	7,8%	44,7%		8,4%	6,8%	7,6%	9,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	5,2%	3,0%	8,8%	5,7%		1,5%	3,3%	2,4%	13,5%
	EBITDA	47,0	140,8	816,7	127,1			198,9	173,0		12,5
	Cto. EBITDA	269,2%	9,5%	21,8%	28,4%	82,2%		7,1%	20,9%	14,0%	32,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	6,1%	5,6%	6,1%	5,9%		2,5%	6,7%	4,6%	71,0%
	EBITDA/Ingresos	11,0%	11,7%	23,7%	16,6%	15,7%		8,1%	6,9%	7,5%	3,4%
	EBIT	24,0	89,5	732,8	56,0			156,3	97,2		8,7
	Cto. EBIT	163,3%	11,7%	26,6%	88,2%	72,5%		7,4%	39,6%	23,5%	93,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	8,4%	5,7%	4,4%	6,2%		2,4%	14,2%	8,3%	93,6%
	EBIT/Ingresos	5,6%	7,4%	21,2%	7,3%	10,4%		6,4%	3,9%	5,1%	2,4%
	Beneficio Neto	9,0	50,0	544,1	43,3			117,6	67,1		5,6
	Cto. Beneficio Neto	114,0%	19,2%	27,3%	138,5%	74,8%		8,1%	51,4%	29,8%	392,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	15,5%	6,8%	10,7%	11,0%		3,3%	16,3%	9,8%	83,4%
	CAPEX/Ventas	n.a.	6,7%	2,3%	6,0%	5,0%		0,4%	0,9%	0,6%	1,5%
	Free Cash Flow	n.a.	20,1	491,3	88,1			135,5	87,1		0,1
Deuda financiera Neta	124,0	160,4	1.504,7	(65,9)			68,7	189,4		69,1	
DN/EBITDA (x)	2,6	1,1	1,8	(0,5)	1,3		0,3	1,1	0,7	5,5	
Pay-out	0,0%	29,5%	26,5%	0,0%	14,0%		52,2%	52,2%	52,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,5	12,6	16,2	23,6	14,2		16,0	16,1	16,1	20,3
	P/BV (x)	n.a.	2,1	7,3	2,5	4,0		2,6	4,9	3,8	1,7
	EV/Ingresos (x)	0,4	0,7	3,1	1,3	1,4		0,9	0,6	0,7	0,6
	EV/EBITDA (x)	4,0	6,0	13,2	8,1	7,8		10,6	8,0	9,3	18,0
	EV/EBIT (x)	7,8	9,5	14,7	18,4	12,6		13,5	14,2	13,9	26,0
	ROE	n.a.	16,9	45,0	10,6	24,2		16,0	30,7	23,4	8,6
	FCF Yield (%)	n.a.	3,3	5,5	8,7	5,8		7,2	7,7	7,4	n.a.
	DPA	0,00	0,10	1,64	0,00	0,43		0,30	0,26	0,28	0,00
	Dvd Yield	0,0%	2,2%	1,6%	0,0%	1,0%		3,3%	3,1%	3,2%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	352,5	263,6	149,5	129,6	28,3	70,2	136,9	173,3	194,8	307,7	337,5	368,0	418,8	473,8	-0,4%	12,0%
Cto. Total ingresos	-11,3%	-25,2%	-43,3%	-13,3%	-78,2%	148,2%	94,9%	26,6%	12,4%	58,0%	9,7%	9,0%	13,8%	13,1%		
EBITDA	9,4	8,0	(5,5)	18,7	1,3	4,1	9,3	15,9	0,1	11,6	9,4	12,5	22,5	36,5	0,1%	57,1%
Cto. EBITDA	-59,6%	-14,5%	-169,3%	437,4%	-93,1%	216,0%	127,7%	71,1%	-99,1%	n.a.	-18,7%	32,4%	80,4%	62,2%		
EBITDA/Ingresos	2,7%	3,0%	n.a.	14,4%	4,6%	5,8%	6,8%	9,2%	0,1%	3,8%	2,8%	3,4%	5,4%	7,7%		
Beneficio neto	(24,6)	(75,0)	(75,1)	90,0	(2,7)	1,1	40,7	19,4	1,2	7,1	1,1	5,6	9,0	19,0	7,4%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-194,8%	-205,2%	-0,1%	219,9%	-103,0%	141,4%	n.a.	-52,2%	-93,6%	470,8%	-83,8%	392,3%	58,7%	111,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	237,0	289,1	317,7	336,9	698,3	856,4	1.043,2	1.082,0	1.084,0	1.092,8	1.108,6	1.108,6	1.108,6	1.108,6		
BPA (EUR)	-0,10	-0,26	-0,24	0,27	0,00	0,00	0,04	0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	7,2%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	n.a.	8,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-54,0%	-93,6%	n.a.	-84,0%	n.a.	58,7%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	-0,10	-0,23	-0,23	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	33,5%	n.a.
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	1,3%	97,3%	30,2%	-53,5%	n.a.	n.a.	-97,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
CAPEX	1,9	(9,9)	(2,6)	(0,4)	38,7	(3,7)	(3,4)	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(5,1)	(5,5)	(6,3)	(7,1)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	3,8%	1,7%	0,3%	n.a.	5,2%	2,5%	1,9%	6,4%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		
Free Cash Flow	(35,1)	(3,1)	(30,1)	96,7	51,7	(11,8)	4,5	16,8	(41,1)	(26,1)	(7,6)	0,1	1,1	10,7	14,2%	50,5%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	12,7x	15,3x	n.a.	3,0x	3,1x	3,9x	1,2x	-0,3x	n.a.	5,3x	7,3x	5,5x	3,0x	1,6x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,1x	15,7x	n.a.	26,4x	n.a.	20,3x	12,8x	6,0x		
EV/Vtas (x)	0,61x	0,76x	1,26x	1,28x	6,14x	2,95x	1,73x	1,88x	1,38x	0,91x	0,76x	0,61x	0,54x	0,48x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	23,0x	25,0x	n.a.	8,8x	n.a.	n.a.	25,5x	20,6x	n.a.	24,1x	27,4x	18,0x	10,0x	6,2x		
Comport. Absoluto	-3,6%	-33,7%	-67,0%	154,5%	76,8%	-13,1%	27,5%	18,0%	-32,2%	-10,6%	-12,7%	-30,8%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	1,1%	-45,4%	-68,1%	174,1%	80,5%	-19,1%	50,0%	5,5%	-19,8%	-17,1%	-7,6%	-38,7%				

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

Audax Renovables (ADX) es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento Industrial y PYME (c. 54% y 39%, respectivamente de los TWh comercializados) y presencia internacional. Con una capacidad instalada de 179MW (91MW de energía eólica y 88MW de solar), 26MW en construcción y 1.174MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	538,0	576,3
EV (Mn EUR y USD)	950,0	1.017,6
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,40 / 1,06 / 0,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,61	
Rotación ⁽¹⁾	29,0	
Factset / Bloomberg	ADX-ES / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	66,2
Indumenta Pueri	5,9
Free Float	27,9

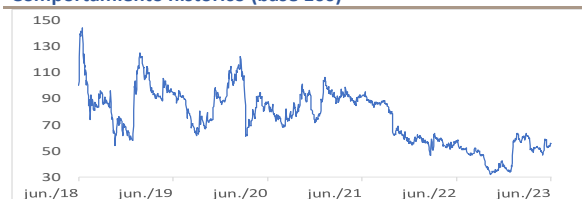
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	440,3	440,3	440,3	440,3
Total Ingresos	2.633,0	2.418,7	2.415,7	2.466,4
EBITDA Rec.	51,7	81,6	101,6	106,0
% Var.	9,9	58,0	24,4	4,3
% EBITDA Rec./Ing.	2,0	3,4	4,2	4,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	20,8	18,3	4,4	3,7
Beneficio neto	3,5	18,5	33,2	35,4
BPA (EUR)	0,01	0,04	0,08	0,08
% Var.	305,8	423,3	79,2	6,7
BPA ord. (EUR)	0,01	0,04	0,08	0,08
% Var.	n.a.	552,5	79,2	6,7
Free Cash Flow Rec.	117,3	6,1	0,4	6,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	345,6	339,5	339,1	332,4
DN / EBITDA Rec.(x)	6,7	4,2	3,3	3,1
ROE (%)	2,8	14,1	21,1	18,4
ROCE (%)	4,1	9,8	12,2	11,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	29,1	16,2	15,2
PER Ordinario	n.a.	29,1	16,2	15,2
P/BV	4,4	3,8	3,1	2,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,36	0,39	0,39	0,39
EV/EBITDA Rec.	18,4	11,6	9,4	9,0
EV/EBIT	29,4	15,8	12,1	11,7
FCF Yield (%)	21,8	1,1	0,1	1,2

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	11,5	-10,4	-1,8	-44,4

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

1T23: ADX consolida la mejora de márgenes, al mantener la recuperación del margen bruto vista en el 4T22 (como esperábamos). En concreto, el margen bruto mejoró hasta el 7,3% frente al 4,9% del 1T22 y 6,8% del 4T22. Y, pese a los menores ingresos, la mejora del margen del negocio de comercialización hizo posible un fuerte crecimiento del EBITDA, que cerró el 1T23 en EUR 23,1Mn (+47,2% vs 1T22).

En 2023e, ADX recupera momentum. Pese a que es inevitable que los menores precios de la energía presionen a la baja los ingresos (estimamos una caída del -8% en 2023e), la continuidad de la mejora en márgenes vista en el 1T23 nos lleva a estimar un fuerte crecimiento en EBITDA 2023e (EUR 80Mn; +58% vs 2022), que marcará un nuevo récord para la compañía tras la complejidad del entorno de los últimos 3 años (el último máximo en EBITDA lo encontramos en 2019: EUR 68,3Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FUJARSE"?

Diversificación geográfica. La estrategia de crecimiento de ADX pasa por replicar el modelo de negocio desarrollado en España y Portugal (52% de los clientes totales) en el negocio internacional. Y hoy ya cuenta con presencia en 7 países, todos ellos dentro de Europa con 376.000 puntos de suministro de electricidad (77%) y gas (23%) en España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Países Bajos y Hungría.

Foco en cliente industrial y PYME. Con un peso en la cartera de energía del 54% en el sector industrial y del 39% en PYMES, con mayor volumen unitario de energía por punto de suministro, mayor rentabilidad y menor riesgo frente al cliente doméstico (que reduce su peso -4p.p. en el mix de la cartera desde 2020). El foco en clientes más rentables seguirá siendo el principal driver de mejora de márgenes a largo plazo.

Pipeline de proyectos de generación. Con 179MW en operación (245MW incluyendo el parque eólico de 66MW en Panamá en el que ADX participa al 30%), 74% en España (66% fotovoltaica, 34% eólica), 19% en Polonia (100% eólica) y 7% en Francia (100% eólica), la cartera de proyectos incluye 26MW en construcción, 373MW de backlog (en estado cercano al RTB), 91MW con DIA favorable, 225MW con conexión a la red y 455MW en early stage. Cartera total de 1.415MW.

La mejora de márgenes aún tiene recorrido (EBITDA +25% TACC 22-25e). El momentum de resultados seguirá siendo favorable en los próximos trimestres porque las principales palancas de recuperación de márgenes aún no han agotado su efecto: i) foco en clientes más rentables y ii) integración vertical (tan sólo el 10,5% de la energía eléctrica suministrada está cubierta por generación propia o contratos PPA). En 2025e estimamos un margen EBITDA del 4,3% frente al 3,3% de 2023e.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento. Con una deuda neta de EUR 367,2Mn a cierre del 1T23, nuestra estimación de EBITDA 2023e implicaría una DN/EBITDA 23e de c. 4,2x.

Riesgo divisa. Las principales divisas diferentes al euro a las que ADX tiene exposición son el dólar, el zloty polaco y el florín húngaro. De hecho, en el 1T23 la filial húngara, mercado en el que ADX suministra un mayor volumen de electricidad (c. 44% de la energía eléctrica suministrada) registró unas pérdidas por diferencia de cambio de EUR 5,9Mn (período en el que el florín húngaro se apreció c. 5% frente al euro).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

ADX gana momentum, algo no ignorado por el mercado. La recuperación de márgenes ya es visible y desde comienzos de año ADX se ha revalorizado más de un 60% en términos absolutos y ha batido al mercado en más de un 40%, gracias al buen momentum de beneficios. ¿Y a partir de aquí? Los resultados seguirán siendo un catalizador positivo. Aunque tras el rally de la acción desde comienzos de año (+60% en términos absolutos) el FCF yield 2023e se reduce a c. 1%.



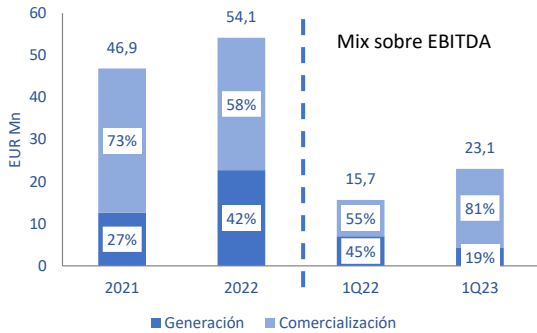
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	111,5	106,3	159,5	200,0	202,0	202,0	202,0	202,0		
Inmovilizado material	166,6	75,3	87,4	117,2	140,0	167,5	200,3	227,9		
Otros activos no corrientes	12,5	14,3	14,8	24,9	27,6	27,6	27,6	27,6		
Inmovilizado financiero	99,0	76,3	25,6	105,7	107,2	111,4	115,6	119,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	138,6	137,9	137,9	137,9	137,8	137,8	137,8	137,8		
Activo circulante	161,6	177,1	266,0	399,0	384,6	349,9	349,6	355,4		
Total activo	689,8	587,2	691,3	984,8	999,4	996,3	1.033,0	1.070,6		
Patrimonio neto	106,3	122,2	135,2	132,4	122,4	140,9	174,1	209,5		
Minoritarios	33,3	33,5	7,8	12,0	13,3	17,5	21,7	25,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	92,1	59,3	114,7	138,6	113,5	113,5	113,5	113,5		
Otros pasivos no corrientes	-	9,6	8,9	16,5	20,7	20,7	20,7	20,7		
Deuda financiera neta	291,8	169,2	202,9	426,9	345,6	339,5	339,1	332,4		
Pasivo circulante	166,4	193,5	221,8	258,4	383,8	364,2	363,9	368,6		
Total pasivo	689,8	587,2	691,3	984,8	999,4	996,3	1.033,0	1.070,6		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
Total Ingresos	986,9	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.418,7	2.415,7	2.466,4	36,1%	-2,2%
Cto.Total Ingresos	n.a.	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-8,1%	-0,1%	2,1%		
Coste de ventas	(883,2)	(917,2)	(854,4)	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.241,5)	(2.216,8)	(2.261,2)		
Margen Bruto	103,7	126,6	114,9	122,7	143,8	177,2	198,9	205,2	4,3%	12,6%
Margen Bruto / Ingresos	10,5%	12,1%	11,9%	7,3%	5,5%	7,3%	8,2%	8,3%		
Gastos de personal	(19,4)	(21,0)	(22,5)	(27,7)	(30,1)	(31,2)	(31,7)	(32,4)		
Otros costes de explotación	(39,5)	(37,3)	(42,3)	(47,9)	(62,1)	(64,4)	(65,6)	(66,9)		
EBITDA recurrente	44,8	68,3	50,1	47,0	51,7	81,6	101,6	106,0	-8,9%	27,1%
Cto.EBITDA recurrente	n.a.	52,4%	-26,7%	-6,2%	9,9%	58,0%	24,4%	4,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	4,5%	6,5%	5,2%	2,8%	2,0%	3,4%	4,2%	4,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	(0,2)	2,5	-	-	-		
EBITDA	44,8	68,3	50,1	46,9	54,1	81,6	101,6	106,0	-7,5%	25,1%
Depreciación y provisiones	(25,1)	(25,1)	(19,7)	(22,0)	(21,8)	(21,3)	(23,2)	(25,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,1)	-	-	-	-	-	-		
EBIT	19,7	42,1	30,4	24,9	32,3	60,3	78,4	81,0	-8,4%	35,9%
Cto.EBIT	n.a.	113,1%	-27,7%	-18,2%	29,7%	86,7%	30,1%	3,3%		
EBIT / Ingresos	2,0%	4,0%	3,1%	1,5%	1,2%	2,5%	3,2%	3,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(17,1)	(13,9)	(12,7)	(26,5)	(22,7)	(36,1)	(35,9)	(35,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	3,0	4,2	4,2	4,2		
Beneficio ordinario	2,6	28,1	17,7	(1,6)	12,6	28,4	46,7	49,5	-23,5%	57,9%
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	979,7%	-37,0%	-109,2%	875,7%	125,9%	64,5%	5,9%		
Extraordinarios	8,6	5,0	16,3	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	11,2	33,1	34,0	(1,6)	12,6	28,4	46,7	49,5	-27,5%	57,9%
Impuestos	(1,8)	(1,7)	(3,9)	(1,7)	(4,8)	(5,7)	(9,3)	(9,9)		
Tasa fiscal efectiva	15,9%	5,1%	11,4%	n.a.	38,2%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(1,0)	(5,9)	(3,8)	1,6	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,4	25,4	26,4	(1,7)	3,5	18,5	33,2	35,4	-48,2%	n.a.
Cto.Beneficio neto	n.a.	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	423,3%	79,2%	6,7%		
Beneficio ordinario neto	1,2	20,7	11,9	0,1	2,8	18,5	33,2	35,4	-48,5%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	552,5%	79,2%	6,7%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
EBITDA recurrente						81,6	101,6	106,0	-8,9%	27,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						15,1	0,1	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						96,7	101,7	104,8	34,4%	-18,2%
CAPEX						(48,8)	(56,0)	(52,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(36,1)	(35,9)	(35,7)		
Impuestos						(5,7)	(9,3)	(9,9)		
Free Cash Flow Recurrente						6,1	0,4	6,6	58,8%	-61,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						6,1	0,4	6,6	-12,8%	-56,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(6,1)	(0,4)	(6,6)		

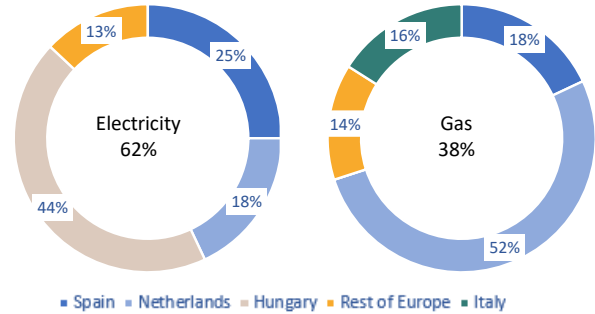


La compañía en 8 gráficos

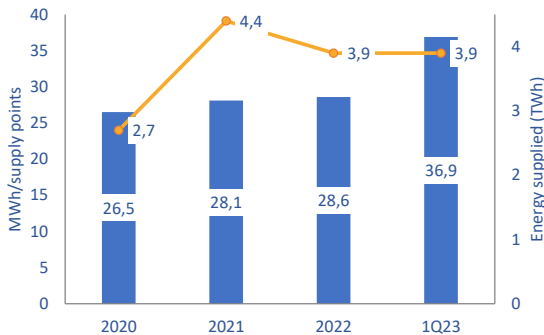
Dos actividades: comercialización y generación de energía (ambas con peso relevante en EBITDA)



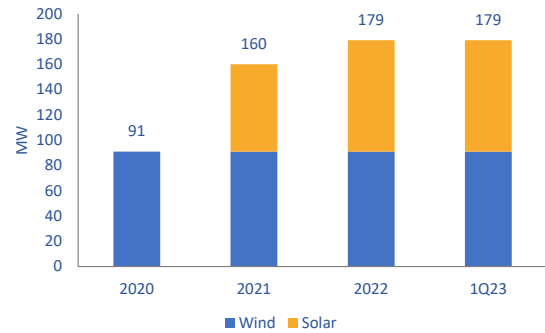
Comercialización de electricidad y gas: un negocio diversificado geográficamente



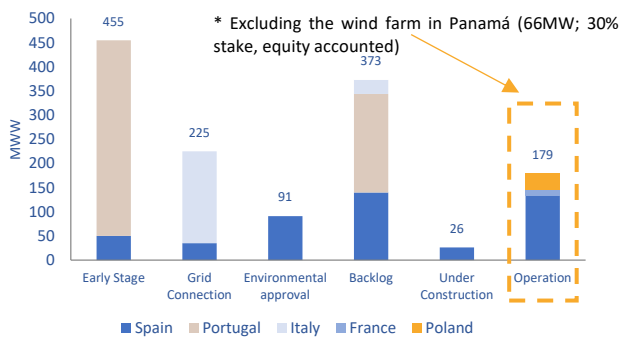
El foco en el segmento PYME e industria ha permitido incrementar el volumen unitario de energía suministrada por punto de suministro



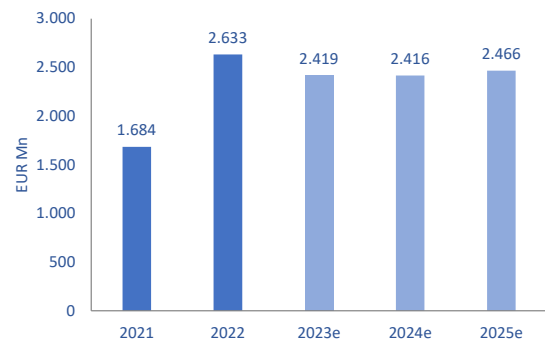
Generación: Capacidad instalada (MW) por tecnología



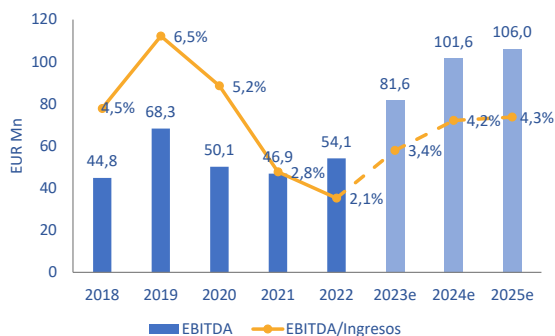
Pipeline de proyectos de generación (1Q23)



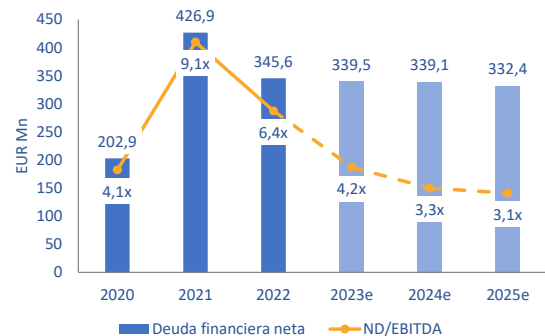
Los menores precios energéticos provocarán una reducción de los ingresos en 2023e



La mejora del margen del negocio de comercialización permitirá una recuperación del margen EBITDA (aún muy penalizado)



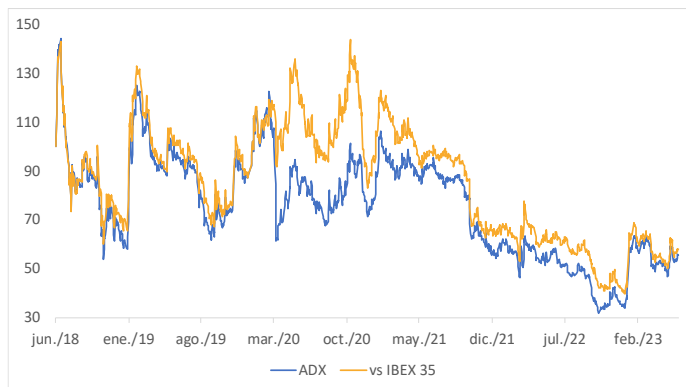
Lo que debiera permitir una reducción del apalancamiento: DN/EBITDA 2023e 4,2x





Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



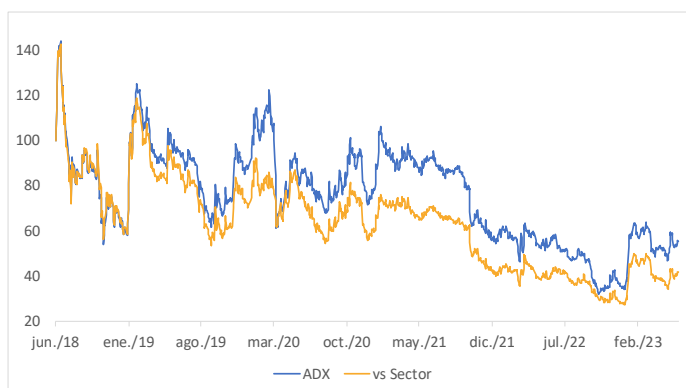
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	11,5	-10,4	-1,8	63,0	-36,7	-44,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	9,8	-8,7	-7,8	44,4	-46,4	-42,1
vs Euro STOXX 50	12,7	-10,4	-13,5	44,1	-50,1	-55,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	11,3	0,1	13,1	51,9	-48,6	-44,2
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	11,3	-7,6	6,9	49,7	-55,2	-48,3
vs MSCI Europe Micro Cap	13,3	-4,9	12,2	64,2	-46,3	-48,3
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	15,4	-14,8	-1,7	52,2	-42,8	-58,3

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



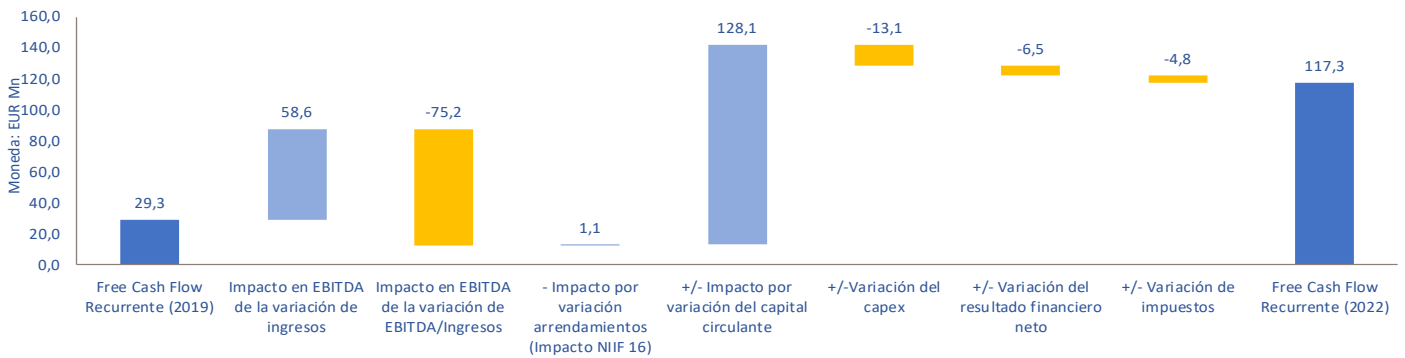
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	68,3	50,1	47,0	51,7	81,6	101,6	106,0	-8,9%	27,1%
Cto. EBITDA recurrente	52,4%	-26,7%	-6,2%	9,9%	58,0%	24,4%	4,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	6,5%	5,2%	2,8%	2,0%	3,4%	4,2%	4,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	11,7	(60,7)	(96,3)	139,8	15,1	0,1	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	78,9	(10,6)	(49,3)	191,5	96,7	101,7	104,8	34,4%	-18,2%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	59,4%	-113,4%	-364,8%	488,2%	-49,5%	5,1%	3,0%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	7,6%	n.a.	n.a.	7,3%	4,0%	4,2%	4,2%		
- CAPEX	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(48,8)	(56,0)	(52,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(16,1)	(13,4)	(18,9)	(22,7)	(36,1)	(35,9)	(35,7)		
- Impuestos	-	-	-	(4,8)	(5,7)	(9,3)	(9,9)		
= Free Cash Flow recurrente	29,3	(41,0)	(107,3)	117,3	6,1	0,4	6,6	58,8%	-61,6%
Cto. Free Cash Flow recurrente	4,0%	-239,8%	-162,1%	209,3%	-94,8%	-93,3%	n.a.		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	2,8%	n.a.	n.a.	4,5%	0,3%	0,0%	0,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	46,5	(91,1)	(77,4)	1,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	46,8	118,2	(29,0)	(37,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	122,6	(13,8)	(213,7)	81,3	6,1	0,4	6,6	-12,8%	-56,6%
Cto. Free Cash Flow	321,1%	-111,3%	n.a.	138,1%	-92,5%	-93,3%	n.a.		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	5,4%	n.a.	n.a.	21,8%	1,1%	0,1%	1,2%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	22,8%	n.a.	n.a.	15,1%	1,1%	0,1%	1,2%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	28,2	29,3	(41,0)	(107,3)	117,3	6,1	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,6	(4,9)	36,9	26,5	(4,2)	(0,1)	2,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	20,9	(13,3)	(40,0)	(21,8)	34,2	20,1	2,2		
= Variación EBITDA recurrente	23,5	(18,2)	(3,1)	4,7	30,0	20,0	4,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	1,1	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	7,0	(72,4)	(35,6)	236,1	(124,7)	(15,0)	(1,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	29,4	(89,6)	(38,7)	240,8	(94,7)	4,9	3,1		
+/- Variación del CAPEX	(30,4)	16,6	(22,2)	(7,5)	(2,2)	(7,2)	3,5		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,0	2,7	(5,5)	(3,8)	(13,4)	0,2	0,2		
+/- Variación de impuestos	1,1	-	-	(4,8)	(0,9)	(3,7)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,1	(70,3)	(66,4)	224,7	(111,2)	(5,7)	6,2		
Free Cash Flow Recurrente	29,3	(41,0)	(107,3)	117,3	6,1	0,4	6,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	42,1	30,4	24,9	32,3	60,3	78,4	81,0	-8,4%	35,9%
* Tasa fiscal teórica	5,1%	11,4%	0,0%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	(3,5)	-	(9,7)	(12,1)	(15,7)	(16,2)		
EBITDA recurrente	68,3	50,1	47,0	51,7	81,6	101,6	106,0	-8,9%	27,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	11,7	(60,7)	(96,3)	139,8	15,1	0,1	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	78,9	(10,6)	(49,3)	191,5	96,7	101,7	104,8	34,4%	-18,2%
- CAPEX	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(48,8)	(56,0)	(52,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	(3,5)	-	(9,7)	(12,1)	(15,7)	(16,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	43,3	(31,0)	(88,5)	135,1	35,9	30,0	36,1	46,2%	-35,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	0,0%	-171,7%	-185,1%	252,7%	-73,5%	-16,4%	20,2%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	4,1%	n.a.	n.a.	5,1%	1,5%	1,2%	1,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	46,5	(91,1)	(77,4)	1,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	46,8	118,2	(29,0)	(37,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	136,6	(3,9)	(194,9)	99,1	35,9	30,0	36,1	-10,1%	-28,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	438,4%	-102,9%	n.a.	150,9%	-63,8%	-16,4%	20,2%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	4,6%	n.a.	n.a.	14,2%	3,8%	3,2%	3,8%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	14,4%	n.a.	n.a.	10,4%	3,8%	3,2%	3,8%		

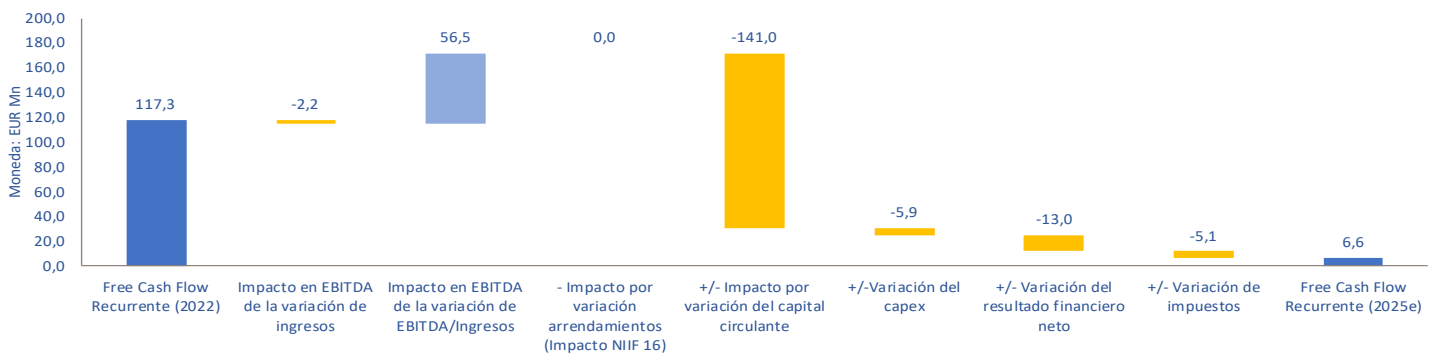


Analítica del Free Cash Flow (II)

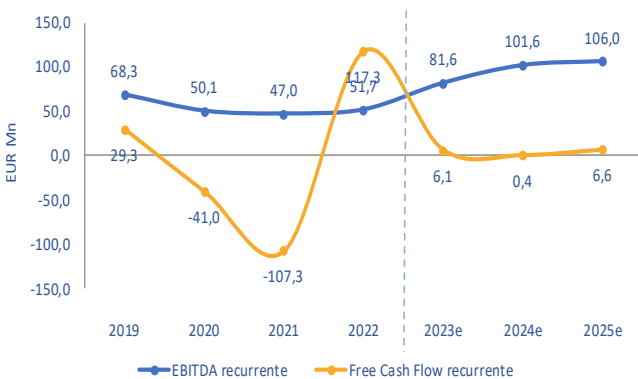
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



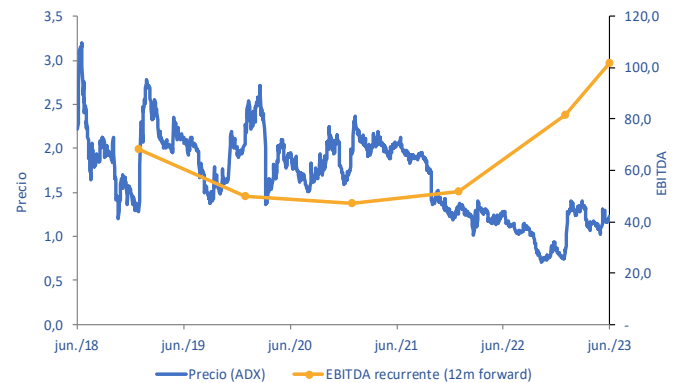
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	35,9	30,0	36,1	n.a.			
Market Cap	538,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	367,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	59,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	40,6%	D			=	=	
WACC	7,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,0%	8,5%	
G "Razonable"	1,5%				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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	538,0	
+ Minoritarios	13,3	Rdos. 3m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	58,2	Rdos. 3m 2022
+ Deuda financiera neta	367,2	Rdos. 3m 2023
- Inmovilizado financiero	26,8	Rdos. 3m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	950,0	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	10,9%	7,3%	4,8%	4,1%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-3,6%	4,1%			
FCF Yield - WACC	14,1%	-6,5%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	4,6%	111,3	8,5x
Central	4,2%	101,6	9,4x
Min	3,8%	91,9	10,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
EBITDA 24e	2,1%	2,3%	2,5%		Max	2,8%	1,9%	1,0%
111,3	14,9	10,1	5,2		Central	1,0%	0,1%	n.a.
101,6	5,2	0,4	(4,4)		Min	n.a.	n.a.	n.a.
91,9	(4,4)	(9,2)	(14,1)					

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	60,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	0,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	40,0%	33,3%	33,3%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	59,0%	59,0%	61,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,7%	2,0%	2,7%



Principales comparables 2023e

		Integrated Utilities					Renewable Energy				
EUR Mn		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP	Average	Solaria	Grenergy	Scatec A	Average	ADX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IBE-ES	ELE-ES	NTGY-ES	EDP-PT		SLR-ES	GRE-ES	SCATC-NO		ADX-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Spain	Norway		Spain
	Market cap	74.584,4	22.392,6	26.082,6	19.397,1		1.607,5	752,4	1.026,7		538,0
	Enterprise value (EV)	129.359,1	38.446,2	40.459,7	41.847,8		2.446,5	1.222,9	2.763,9		950,0
Información financiera básica	Total Ingresos	52.909,1	24.669,2	28.871,6	20.777,0		230,8	247,8	362,1		2.418,7
	Cto.Total Ingresos	-1,9%	-24,2%	-15,0%	-0,5%	-10,4%	65,7%	124,1%	42,7%	77,5%	-8,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	2,2%	-2,5%	-5,7%	2,1%	-1,0%	26,4%	28,7%	24,2%	26,4%	1,0%
	EBITDA	14.316,2	4.628,9	4.987,6	4.866,8		199,7	88,5	264,7		81,6
	Cto. EBITDA	12,3%	-36,5%	6,8%	31,8%	3,6%	45,3%	75,8%	73,4%	64,8%	50,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,9%	5,8%	-1,4%	4,3%	3,7%	23,7%	45,8%	22,9%	30,8%	13,9%
	EBITDA/Ingresos	27,1%	18,8%	17,3%	23,4%	21,6%	86,5%	35,7%	73,1%	65,1%	3,4%
	EBIT	8.890,0	2.685,2	3.308,6	3.109,8		162,3	62,2	163,7		60,3
	Cto. EBIT	10,6%	-52,2%	0,7%	85,3%	11,1%	44,4%	72,0%	111,5%	76,0%	86,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,1%	6,9%	-4,2%	3,2%	3,0%	21,2%	44,1%	24,9%	30,1%	15,9%
	EBIT/Ingresos	16,8%	10,9%	11,5%	15,0%	13,5%	70,3%	25,1%	45,2%	46,9%	2,5%
	Beneficio Neto	4.597,4	1.576,7	1.767,3	1.130,9		108,1	27,6	14,3		18,5
	Cto. Beneficio Neto	4,2%	-38,0%	5,7%	66,6%	9,6%	20,1%	168,4%	112,7%	100,4%	423,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,0%	10,9%	-6,2%	7,7%	4,6%	14,3%	32,9%	n.a.	23,6%	38,2%
CAPEX/Ventas	27,3%	10,5%	8,7%	24,1%	17,7%	195,3%	150,3%	190,8%	178,8%	2,0%	
Free Cash Flow	(3.537,8)	817,8	445,4	(1.595,5)		(240,4)	(404,2)	(491,0)		6,1	
Deuda financiera Neta	51.880,4	12.315,4	13.318,8	15.591,5		1.043,6	697,9	2.154,3		339,5	
DN/EBITDA (x)	3,6	2,7	2,7	3,2	3,0	5,2	7,9	8,1	7,1	4,2	
Pay-out	72,5%	74,2%	67,8%	69,1%	70,9%	0,0%	0,0%	173,2%	57,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,2	14,1	14,4	16,9	15,4	14,5	23,5	71,9	36,7	29,1
	P/BV (x)	1,6	3,9	3,3	1,9	2,7	3,5	2,7	1,4	2,5	3,8
	EV/Ingresos (x)	2,4	1,6	1,4	2,0	1,9	10,6	4,9	7,6	7,7	0,4
	EV/EBITDA (x)	9,0	8,3	8,1	8,6	8,5	12,3	13,8	10,4	12,2	11,6
	EV/EBIT (x)	14,6	14,3	12,2	13,5	13,6	15,1	19,7	16,9	17,2	15,8
	ROE	9,8	27,8	22,6	11,1	17,9	24,1	11,4	1,9	12,5	14,1
	FCF Yield (%)	n.a.	3,7	1,7	n.a.	2,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1
	DPA	0,51	1,10	1,25	0,20	0,77	0,00	0,00	0,16	0,05	0,00
	Dvd Yield	4,5%	5,2%	4,6%	4,3%	4,6%	0,0%	0,0%	2,4%	0,8%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
- (2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	44,6	37,9	33,7	28,5	30,2	36,9	986,9	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.418,7	2.415,7	2.466,4	50,3%	-2,2%
Cto. Total ingresos	3,8%	-15,2%	-10,9%	-15,6%	5,9%	22,3%	n.a.	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-8,1%	-0,1%	2,1%		
EBITDA	31,7	25,7	21,9	12,8	18,3	24,8	44,8	68,3	50,1	46,9	54,1	81,6	101,6	106,0	5,5%	25,1%
Cto. EBITDA	7,5%	-19,0%	-15,0%	-41,6%	43,4%	35,7%	80,4%	52,4%	-26,7%	-6,5%	15,5%	50,8%	24,4%	4,3%		
EBITDA/Ingresos	71,1%	67,9%	64,8%	44,8%	60,7%	67,3%	4,5%	6,5%	5,2%	2,8%	2,1%	3,4%	4,2%	4,3%		
Beneficio neto	(69,0)	1,4	2,0	(11,4)	(31,6)	7,4	8,4	25,4	26,4	(1,7)	3,5	18,5	33,2	35,4	7,4%	n.a.
Cto. Beneficio neto	32,7%	102,0%	46,7%	-669,1%	-177,0%	123,3%	14,4%	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	423,3%	79,2%	6,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	138,4	138,4	139,8	140,0	140,0	140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3		
BPA (EUR)	-0,50	0,01	0,01	-0,08	-0,23	0,05	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,04	0,08	0,08	7,3%	n.a.
Cto. BPA	32,7%	n.a.	45,2%	n.a.	n.a.	n.a.	-6,5%	17,8%	3,7%	n.a.	n.a.	n.a.	79,2%	6,7%		
BPA ord. (EUR)	-0,50	0,01	0,01	-0,08	-0,23	0,05	0,01	0,05	0,03	0,00	0,01	0,04	0,08	0,08	7,2%	n.a.
Cto. BPA ord.	32,7%	n.a.	45,2%	n.a.	n.a.	n.a.	-86,7%	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	79,2%	6,7%		
CAPEX	(16,4)	(5,3)	(15,6)	(34,9)	(0,8)	(0,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(48,8)	(56,0)	(52,5)		
CAPEX/Vtas %	36,7%	14,0%	46,3%	122,7%	2,8%	0,7%	0,3%	3,2%	1,7%	2,3%	1,8%	2,0%	2,3%	2,1%		
Free Cash Flow	8,2	5,8	(6,7)	(29,8)	8,1	7,3	(55,5)	122,6	(13,8)	(213,7)	81,3	6,1	0,4	6,6	25,8%	-56,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	5,9x	6,2x	7,3x	10,0x	6,4x	4,4x	6,5x	2,5x	4,1x	9,1x	6,4x	4,2x	3,3x	3,1x		
PER (x)	n.a.	39,1x	22,8x	n.a.	n.a.	8,3x	25,9x	36,7x	32,1x	n.a.	93,2x	29,1x	16,2x	15,2x		
EV/Vtas (x)	5,31x	5,76x	5,93x	6,34x	6,22x	9,33x	0,87x	1,08x	1,11x	0,61x	0,29x	0,39x	0,39x	0,39x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	7,5x	8,5x	9,1x	14,1x	10,3x	13,9x	19,2x	16,5x	21,5x	21,9x	13,9x	11,6x	9,4x	9,0x		
Comport. Absoluto	-52,1%	14,7%	-15,4%	12,1%	35,1%	-12,0%	192,0%	66,5%	-9,2%	-34,6%	-40,5%	63,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-49,8%	-5,5%	-18,4%	20,8%	37,9%	-18,1%	243,5%	48,9%	7,4%	-39,4%	-37,0%	44,4%				

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

Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. (BAIN) es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en la producción agrícola, procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (53% s/Ingresos 2021). Es referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

Toda mención a los resultados de un año será al período: 31-May a 31-May (año siguiente).

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

1S22: El precio de los frutos secos mantiene su tendencia a la baja. Crecimiento moderado en ingresos (+3,9% vs 1S21) por el aumento del volumen de frutos secos comercializados (+6,7%). Aunque la evolución del precio de las nueces (-30%) durante el 1S22, presiona los márgenes; Mg. Bruto (-4p.p. vs 1S21) traduciéndose en un EBITDA de EUR 1,9Mn (vs EUR 5,7Mn el 1S21; Mg. EBITDA 1S22 2,6% vs 8% 1S21).

El aumento del autoabastecimiento y la evolución de los precios marcarán 2022e. Los precios de los frutos secos se encuentran en mínimos -7y (almendras -27%; c. 65% s/ingresos) y estimamos una caída de -1% en 2022e (vs +8% en 2021). El nivel de autoabastecimiento (negocio agrícola de mayor margen) alcanzará el 9,1% s/total Tn comercializadas en 2022e (vs 9,7% en 2021; por ser un año "on" de pistachos).

2022e va a ser un año de consolidación. Estimamos ingresos 2022e de c. EUR 141Mn (+4,2% vs 2021). Un crecimiento con alto riesgo de revisión a la baja (por la fluctuación de los precios en base a las cosechas). La caída en el precio de las nueces traería de vuelta los niveles de rentabilidad históricos (Mg. Bruto c. 16-18% vs 22% en 2021) que se traducirían en un EBITDA de EUR -0,4Mn (vs EUR 4Mn 2021). Y un elevado nivel de endeudamiento (DN 2022e: EUR 35,1Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Entrada en producción de las hectáreas (Ha) adquiridas. BAIN realizó una inversión elevada en Ha (CAPEX 2015-2020: EUR 40Mn) que se ha traducido en un total de 1.627Ha en propiedad (300Ha pendientes de entrar en producción). Una mayor integración vertical (c.12,5% s/Ingresos 2026e) implicaría una mejora de márgenes.

Evolución de precios de los frutos secos (+2% a/a 2023e-2024e). Los precios son muy dependientes de la meteorología (especialmente California: c. 80% s/ la cosecha mundial). La escasez de oferta afecta positivamente al P/L (ya sucedió en 2021).

BAINS cuenta con una estructura de gastos de personal y otros costes de explotación con un componente esencialmente fijo, lo que debiera permitir trasladar a EBITDA Rec. la mejora en Mg. Bruto estimada los años 2023e y 2024e.

El potencial de BAIN es a l/p. Ante un escenario de recuperación del crecimiento (Ingresos: +5,8% TACC 21-24e), mejorando la rentabilidad progresivamente, con un Mg. EBITDA 24e en niveles del 2,2%. EBITDA 24e: EUR 3,6Mn (vs EUR 4Mn en 21; por el repunte del precio de la nuez y la almendra; y la mejora del autoabastecimiento).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevada sensibilidad del negocio a la fluctuación del precio de los frutos secos. El grueso de los ingresos está en la comercialización de almendras (66%) y nueces (8%), y la evolución de los precios de estos productos es clave para nuestras estimaciones.

Alto endeudamiento. BAIN cerró el 1S22 con una DN de EUR 46,6Mn (DN 2022e de EUR 35,1Mn; DN/FFPP 22e 0,6x). c.70% de la DN está a tipo variable lo que minorará el BN y retrasará la generación de FCF positivo más allá de 2025.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

A priori, BAIN cotiza con descuento frente a sus principales comparables europeos. Durante los últimos 12m BAIN se ha revalorizado un +11,1% (en línea con su sector). El múltiplo EV/Ventas 2022e, 0,9x mantiene un descuento del -10% frente a los competidores europeos (EV/Vtas 2023e 1,1x). Explicado por el diferencial de rentabilidad vs sector (Mg. EBITDA c.20%) frente a un EBITDA en break-even de BAIN.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	68,5	73,4
EV (Mn EUR y USD)	122,0	130,6
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,16 / 2,90 / 2,52	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	0,7	
Factset / Bloomberg	BAIN-ES / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-may	

Estructura Accionarial (%)

Borges International Group	89,1
Free Float	10,9

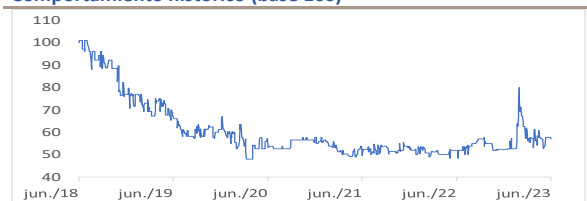
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	136,1	141,8	151,3	161,1
EBITDA Rec.	4,0	-0,4	1,8	3,6
% Var.	354,1	-110,7	528,7	95,9
% EBITDA Rec./Ing.	2,9	n.a.	1,2	2,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	8,2	19,3	14,1	8,5
Beneficio neto	0,0	-3,9	-2,5	-1,0
BPA (EUR)	0,00	-0,17	-0,11	-0,04
% Var.	-99,6	n.a.	36,1	59,7
BPA ord. (EUR)	0,02	-0,19	-0,11	-0,04
% Var.	109,6	n.a.	42,5	59,7
Free Cash Flow Rec.	6,2	-8,7	-4,7	-2,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	26,4	35,1	39,8	42,7
DN / EBITDA Rec.(x)	6,6	n.a.	21,7	11,9
ROE (%)	0,0	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%)	0,7	n.a.	n.a.	0,4

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,90	0,86	0,81	0,76
EV/EBITDA Rec.	30,5	n.a.	n.a.	33,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	9,0	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	8,0	-6,9	9,6	-43,1

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
 (2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.



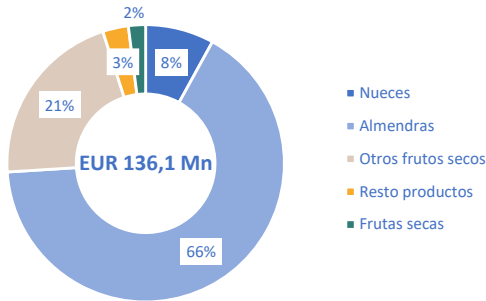
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,1	7,2	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7		
Inmovilizado material	68,4	71,0	73,5	71,7	73,7	78,5	80,4	82,0		
Otros activos no corrientes	2,1	1,8	1,6	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0		
Inmovilizado financiero	3,9	8,4	7,4	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	61,5	63,3	61,6	50,1	57,3	56,8	57,7	58,4		
Total activo	136,1	144,6	151,3	134,7	143,4	147,7	150,5	152,9		
Patrimonio neto	56,4	59,0	58,9	61,8	62,2	58,3	55,8	54,8		
Minoritarios	2,2	2,3	2,3	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,9	3,3	2,8	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	7,1	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6		
Deuda financiera neta	34,9	38,4	43,8	32,5	26,4	35,1	39,8	42,7		
Pasivo circulante	39,7	41,7	36,4	31,6	45,6	45,1	45,7	46,2		
Total pasivo	136,1	144,6	151,3	134,7	143,4	147,7	150,5	152,9		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
Total Ingresos	195,7	177,8	180,6	143,4	136,1	141,8	151,3	161,1	-8,7%	5,8%
Cto.Total Ingresos	-0,7%	-9,2%	1,5%	-20,6%	-5,1%	4,2%	6,7%	6,4%		
Coste de ventas	(163,2)	(149,2)	(151,9)	(120,0)	(105,9)	(115,2)	(122,3)	(129,9)		
Margen Bruto	32,5	28,6	28,7	23,4	30,3	26,6	29,0	31,2	-1,8%	1,0%
Margen Bruto / Ingresos	16,6%	16,1%	15,9%	16,3%	22,2%	18,8%	19,2%	19,4%		
Gastos de personal	(12,6)	(12,8)	(12,9)	(12,2)	(12,1)	(12,1)	(12,2)	(12,3)		
Otros costes de explotación	(14,2)	(13,7)	(13,6)	(12,8)	(14,2)	(14,9)	(15,0)	(15,3)		
EBITDA recurrente	5,7	2,1	2,2	(1,6)	4,0	(0,4)	1,8	3,6	-8,4%	-3,5%
Cto.EBITDA recurrente	-16,0%	-63,3%	4,6%	-172,1%	354,1%	-110,7%	528,7%	95,9%		
EBITDA rec. / Ingresos	2,9%	1,2%	1,2%	n.a.	2,9%	n.a.	1,2%	2,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,6)	-	-	-		
EBITDA	5,4	1,9	1,7	(1,9)	3,4	(0,4)	1,8	3,6	-10,6%	1,4%
Depreciación y provisiones	(3,1)	(3,2)	(3,0)	(3,1)	(3,3)	(3,4)	(3,5)	(3,6)		
Gastos capitalizados	1,7	2,3	2,1	1,8	1,1	1,0	0,9	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	4,0	1,0	0,4	(3,5)	0,9	(3,2)	(1,2)	0,4	-31,7%	-21,8%
Cto.EBIT	-4,9%	-75,1%	-59,4%	-980,4%	124,4%	-470,9%	63,2%	134,9%		
EBIT / Ingresos	2,0%	0,6%	0,2%	n.a.	0,6%	n.a.	n.a.	0,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,2)	(0,7)	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	4,0	1,0	0,4	(3,8)	0,1	(4,3)	(2,5)	(1,0)	-58,1%	n.a.
Cto.Beneficio ordinario	-5,3%	-74,5%	-61,7%	n.a.	103,2%	n.a.	42,5%	59,7%		
Extraordinarios	-	2,0	-	11,7	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	4,0	3,0	0,4	7,9	0,1	(4,3)	(2,5)	(1,0)	-58,1%	n.a.
Impuestos	(0,4)	(0,7)	0,0	(2,1)	(0,1)	0,4	-	-		
Tasa fiscal efectiva	9,3%	21,8%	n.a.	27,3%	87,7%	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	(0,3)	0,0	(0,1)	(1,5)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	3,3	2,4	0,3	4,2	0,0	(3,9)	(2,5)	(1,0)	-74,0%	n.a.
Cto.Beneficio neto	-0,3%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	36,1%	59,7%		
Beneficio ordinario neto	3,6	1,0	0,8	(5,0)	0,5	(4,3)	(2,5)	(1,0)	-39,6%	-60,2%
Cto. Beneficio ordinario neto	-4,8%	-72,3%	-17,8%	-711,3%	109,6%	n.a.	42,5%	59,7%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
EBITDA recurrente						(0,4)	1,8	3,6	-8,4%	-3,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						(0,0)	(0,3)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,9	1,1	2,9	-7,0%	-34,5%
CAPEX						(7,1)	(4,5)	(4,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,1)	(1,3)	(1,4)		
Impuestos						0,4	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(8,7)	(4,7)	(2,9)	20,7%	-35,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(8,7)	(4,7)	(2,9)	27,7%	-35,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						8,7	4,7	2,9		

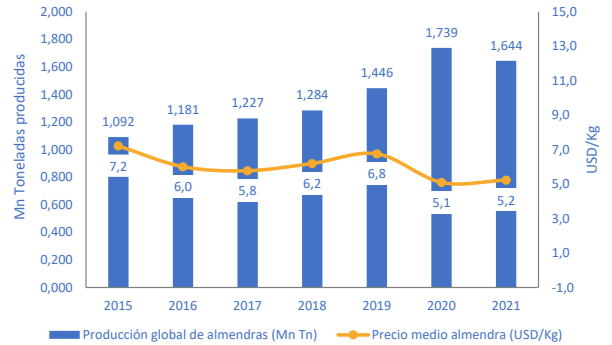


La compañía en 8 gráficos

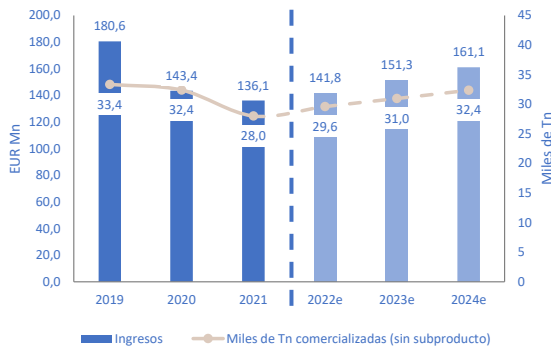
BAIN es un negocio centrado en la comercialización de frutos secos (esencialmente, almendra: 66% s/total)



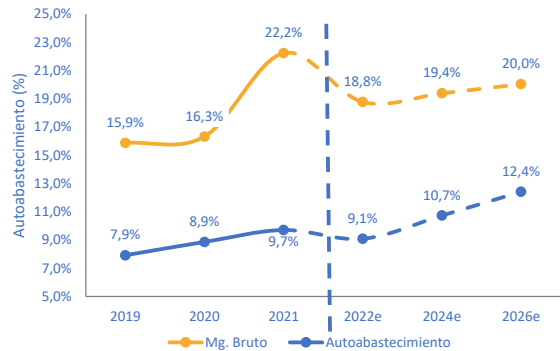
El fuerte incremento en la oferta (2015-2021) ha presionado el precio de la almendra a la baja (precio hoy: -27% vs 2015)



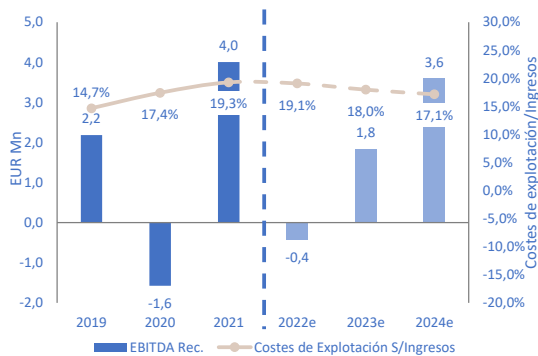
Esperamos que la recuperación del volumen (Tn comer.: TACC +4,9% 21-24e) haga posible un crecimiento en ingresos (5,8% TACC 21-24e)



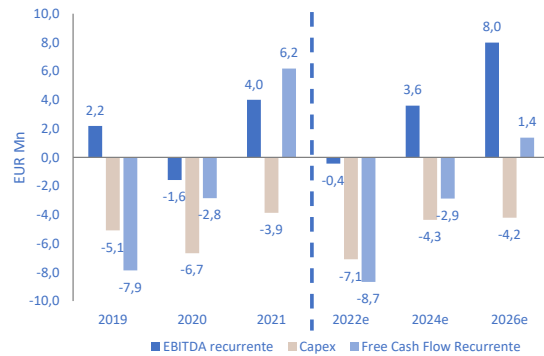
Un mayor autoabastecimiento (c.12,5% en 26e), permitirá una mejora en el margen bruto del negocio (c. 20% en 24e)



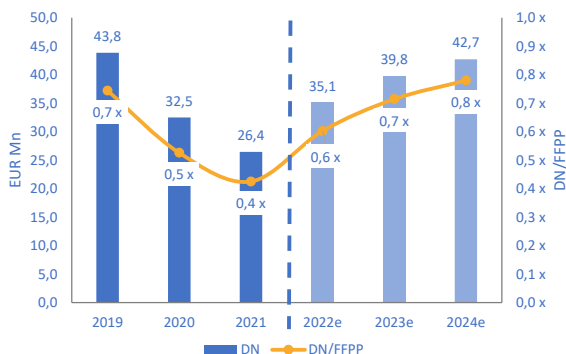
Lo que, junto al elevado componente de costes fijos, llevará a la superación del break-even en EBITDA ya en el 2023e



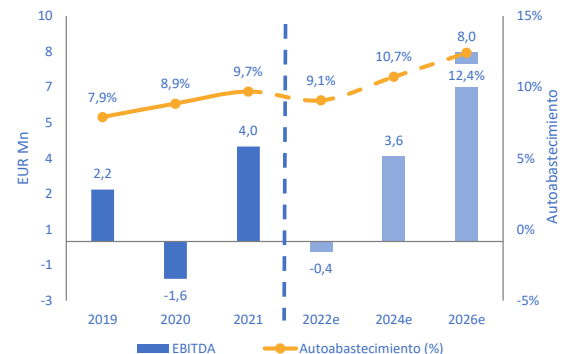
El crecimiento en EBITDA será el principal catalizador de la vuelta al FCF positivo, aunque no antes del 2026e



El consumo de caja del período 2022e-2024e elevará la DN 2024e hasta EUR 42,7Mn (c. 0,8x DN/FFPP 2024e)



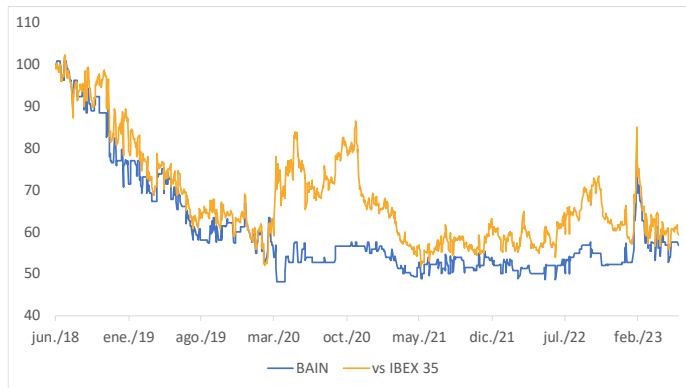
El incremento en el autoabastecimiento hasta el 12,5% implicará un despegue en EBITDA > EUR 8Mn, pero no antes de 2026



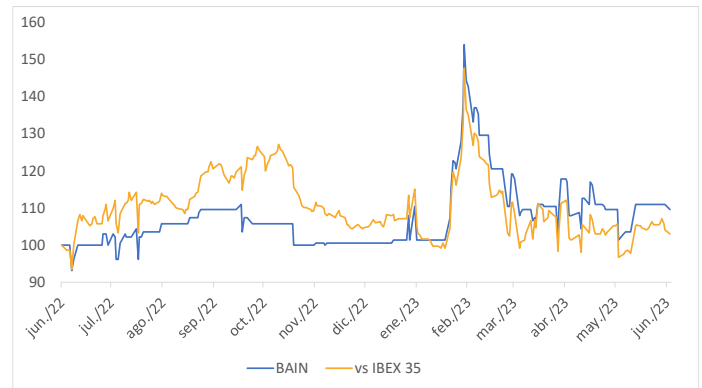


Evolución de la cotización

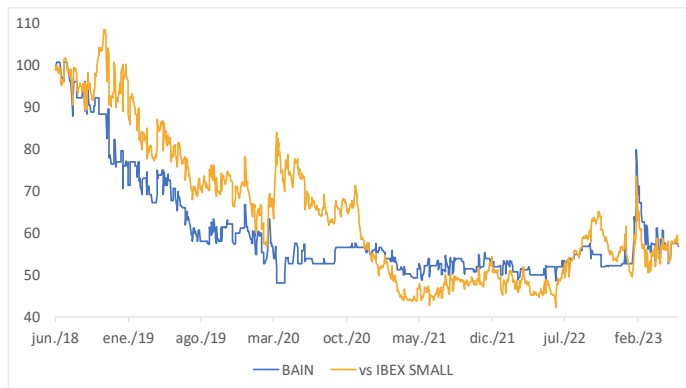
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



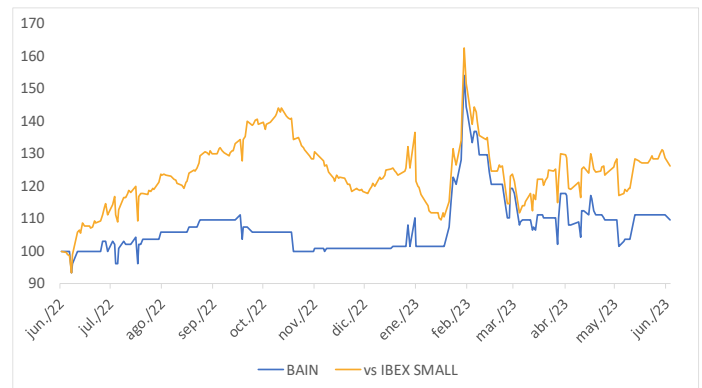
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



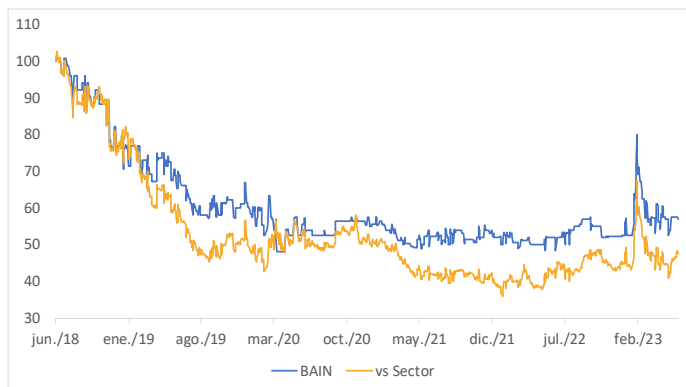
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	8,0	-6,9	9,6	8,0	7,2	-43,1
vs Mercado						
vs Ibex 35	6,4	-5,2	3,0	-4,3	-9,1	-40,6
vs Euro STOXX 50	9,2	-6,9	-3,4	-4,5	-15,5	-54,2
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	7,8	4,0	26,4	0,7	-12,9	-42,8
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	7,9	-4,0	19,4	-0,8	-24,1	-47,1
vs MSCI Europe Micro Cap	9,8	-1,2	25,3	8,8	-9,0	-47,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	16,0	-6,2	11,3	4,9	-3,0	-52,5

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



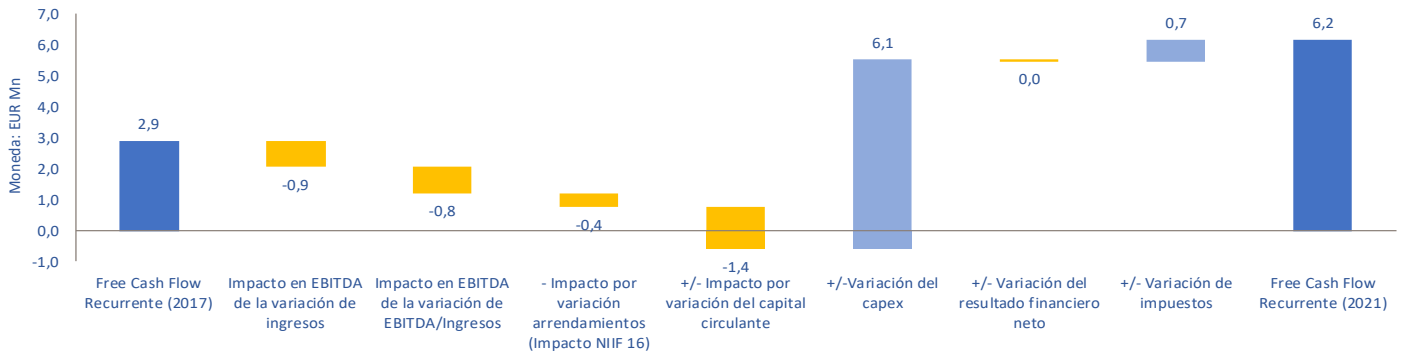
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	2,1	2,2	(1,6)	4,0	(0,4)	1,8	3,6	24,2%	-3,5%
Cto. EBITDA recurrente	-63,3%	4,6%	-172,1%	354,1%	-110,7%	528,7%	95,9%		
EBITDA rec. / Ingresos	1,2%	1,2%	n.a.	2,9%	n.a.	1,2%	2,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,6)	6,8	6,8	(0,0)	(0,3)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,3	(1,8)	4,8	10,4	(0,9)	1,1	2,9	66,1%	-34,5%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-83,7%	-179,1%	369,8%	114,8%	-108,5%	228,4%	157,2%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	1,3%	n.a.	3,4%	7,6%	n.a.	0,7%	1,8%		
- CAPEX	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(7,1)	(4,5)	(4,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
- Impuestos	(0,6)	(0,3)	(0,3)	0,5	0,4	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	(5,2)	(7,9)	(2,8)	6,2	(8,7)	(4,7)	(2,9)	47,2%	-35,0%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-278,4%	-51,4%	63,9%	317,6%	-240,2%	45,5%	39,4%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	4,5%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(0,6)	(1,8)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	1,3	16,5	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(4,7)	(7,1)	11,9	6,2	(8,7)	(4,7)	(2,9)	49,3%	-35,0%
Cto. Free Cash Flow	-300,2%	-53,4%	266,7%	-48,0%	-240,2%	45,5%	39,4%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	9,0%	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	17,4%	9,0%	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	2,9	(5,2)	(7,9)	(2,8)	6,2	(8,7)	(4,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,5)	0,0	(0,4)	0,1	0,2	(0,0)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(3,1)	0,1	(3,3)	5,5	(4,6)	2,3	1,6		
= Variación EBITDA recurrente	(3,6)	0,1	(3,8)	5,6	(4,4)	2,3	1,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,0)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(8,0)	(3,8)	10,4	0,0	(6,8)	(0,3)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(11,6)	(4,0)	6,6	5,5	(11,2)	2,0	1,8		
+/- Variación del CAPEX	3,8	1,1	(1,6)	2,8	(3,2)	2,6	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	0,3	-	0,8	(0,1)	(0,4)	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(8,1)	(2,7)	5,0	9,0	(14,9)	3,9	1,9		
Free Cash Flow Recurrente	(5,2)	(7,9)	(2,8)	6,2	(8,7)	(4,7)	(2,9)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBIT	1,0	0,4	(3,5)	0,9	(3,2)	(1,2)	0,4	-4,4%	-21,8%
* Tasa fiscal teórica	21,8%	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA recurrente	2,1	2,2	(1,6)	4,0	(0,4)	1,8	3,6	24,2%	-3,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,6)	6,8	6,8	(0,0)	(0,3)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,3	(1,8)	4,8	10,4	(0,9)	1,1	2,9	66,1%	-34,5%
- CAPEX	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(7,1)	(4,5)	(4,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(4,1)	(6,9)	(1,8)	6,2	(8,0)	(3,4)	(1,4)	52,0%	-30,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-217,4%	-66,6%	73,1%	437,6%	-227,9%	57,2%	57,7%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	1,3	16,5	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,4)	(5,5)	14,7	6,2	(8,0)	(3,4)	(1,4)	56,5%	-30,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-196,9%	-62,4%	366,3%	-57,6%	-227,9%	57,2%	57,7%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	n.a.	5,1%	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	12,1%	5,1%	n.a.	n.a.	n.a.		

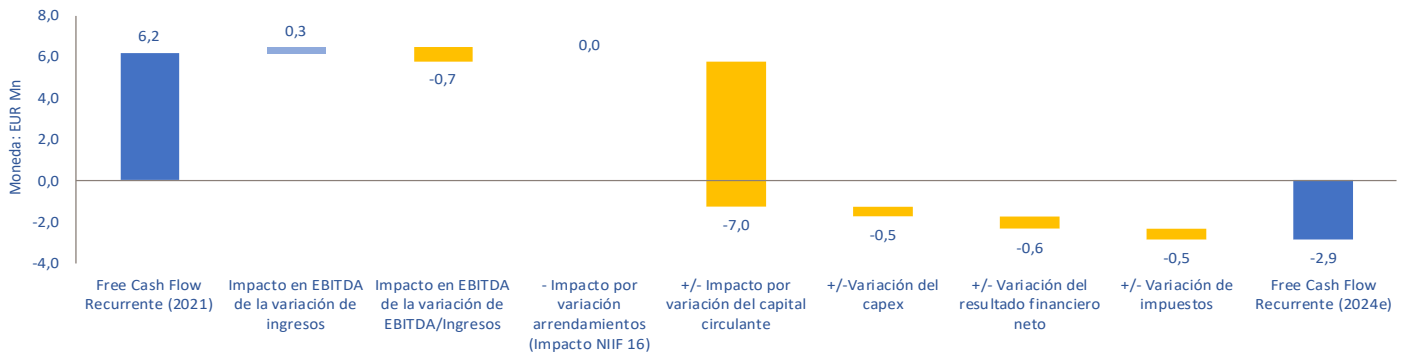


Analítica del Free Cash Flow (II)

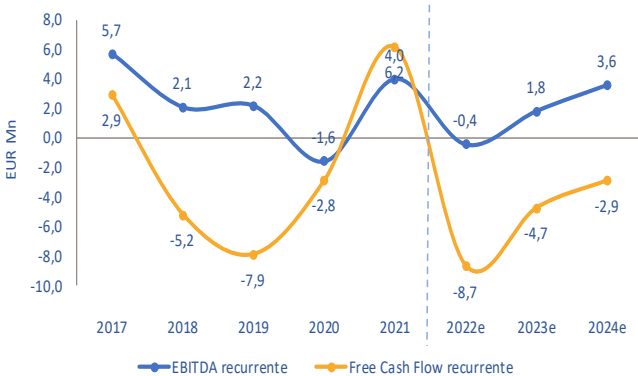
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



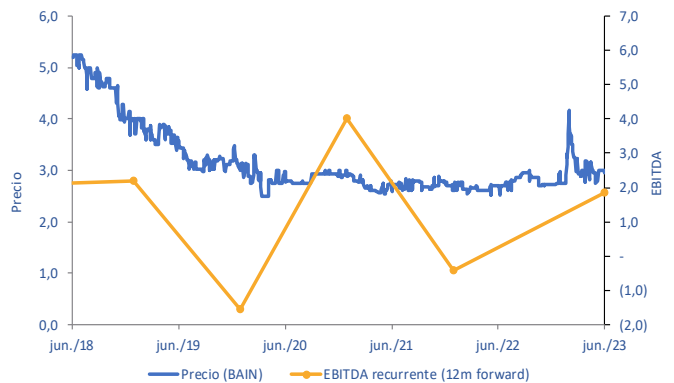
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(8,0)	(3,4)	(1,4)	n.a.			
Market Cap	68,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	46,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	0,8	B (estimación propia)			0,7	0,9	
Coste del Equity	8,2%	Ke = Rf + (R * B)			7,2%	9,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	59,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	40,5%	D			=	=	
WACC	6,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,8%	7,2%	
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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	68,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	9,2	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	46,6	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	(0,4)	Rdos. 6m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	(2,7)	Rdos. 6m 2022
Enterprise Value (EV)	122,0	

(1) Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2017	2018	2019	2020	2021
ROCE (evolución -5y)	3,9%	0,8%	0,4%	n.a.	0,7%
	2021	2024e			
ROCE - WACC	-5,8%	-6,0%			
FCF Yield - WACC	2,5%	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2023e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	1,3%	2,0	n.a.
Central	1,2%	1,8	n.a.
Min	1,1%	1,7	n.a.

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e		
	EBITDA 23e	2,7%	3,0%
2,0	(4,1)	(4,6)	(5,0)
1,8	(4,3)	(4,7)	(5,2)
1,7	(4,4)	(4,9)	(5,3)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	28,6%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	57,1%	25,0%	25,0%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	25,0%	25,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	47,8%	46,8%	46,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,2%	1,8%	1,9%



Principales comparables 2022e

Datos	Mercado	Industria Europea				Benchmark		Jugadores Globales	
		Vilmorin & Cie	Sipof NV	Greenyard NV	Average	Select Harvests	Average	ADM	BAIN
	EUR Mn	SA	Sipof NV	Greenyard NV					
	Ticker (Factset)	RIN-FR	SIP-BE	GREEN-BE		SHV-AU		ADM-US	BAIN-ES
	País	France	Belgium	Belgium		Australia		USA	Spain
	Market cap	1.434,6	626,3	347,7		335,9		36.237,8	68,5
	Enterprise value (EV)	2.765,4	644,4	891,3		593,0		46.495,9	122,0
Información financiera básica	Total Ingresos	1.587,2	501,9	4.606,1		123,0		94.848,5	141,8
	Cto.Total Ingresos	7,5%	42,6%	4,7%	18,2%	-12,8%	-12,8%	19,2%	4,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,8%	-7,0%	4,5%	2,1%	7,3%	7,3%	-0,4%	6,6%
	EBITDA	353,5	213,7	157,0		11,9		4.392,5	(0,4)
	Cto. EBITDA	5,3%	45,5%	6,9%	19,2%	-65,9%	-65,9%	-10,5%	-112,4%
	2y TACC (2022e - 2024e)	13,7%	-14,5%	10,3%	3,1%	98,5%	98,5%	10,0%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	22,3%	42,6%	3,4%	22,8%	9,7%	9,7%	4,6%	n.a.
	EBIT	98,5	168,1	55,9		4,3		3.431,8	(3,2)
	Cto. EBIT	2,6%	58,9%	20,0%	27,2%	-80,3%	-80,3%	-14,0%	-470,9%
	2y TACC (2022e - 2024e)	29,4%	-30,1%	23,0%	7,4%	n.a.	n.a.	6,4%	45,9%
	EBIT/Ingresos	6,2%	33,5%	1,2%	13,6%	3,5%	3,5%	3,6%	n.a.
	Beneficio Neto	92,2	102,9	15,6		3,8		4.051,7	(3,9)
	Cto. Beneficio Neto	-0,1%	29,7%	-2,9%	8,9%	-75,6%	-75,6%	60,2%	n.a.
	2y TACC (2022e - 2024e)	10,2%	-18,8%	66,2%	19,2%	89,8%	89,8%	-9,3%	49,3%
	CAPEX/Ventas	15,8%	15,0%	1,4%	10,8%	20,1%	20,1%	1,3%	5,0%
Free Cash Flow	250,5	81,2	29,1		(5,6)		2.015,6	(8,7)	
Deuda financiera Neta	984,6	(1,7)	454,9		232,8		8.636,5	35,1	
DN/EBITDA (x)	2,8	n.a.	2,9	2,8	19,5	19,5	2,0	n.a.	
Pay-out	39,8%	20,2%	32,1%	30,7%	156,5%	156,5%	19,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,9	6,0	19,5	12,5	n.a.	n.a.	8,9	n.a.
	P/BV (x)	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	1,6	1,2
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,3	0,2	1,1	4,8	4,8	0,5	0,9
	EV/EBITDA (x)	7,8	3,0	5,7	5,5	49,7	49,7	10,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	28,1	3,8	16,0	16,0	n.a.	n.a.	13,5	n.a.
	ROE	6,8	14,6	3,5	8,3	1,2	1,2	18,6	n.a.
	FCF Yield (%)	17,5	13,0	8,4	12,9	n.a.	n.a.	5,6	n.a.
	DPA	1,60	2,00	0,10	1,23	0,05	0,05	1,38	0,00
	Dvd Yield	2,6%	3,4%	1,5%	2,5%	1,8%	1,8%	2,1%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
															11-21	21-24e
Total Ingresos						197,2	195,7	177,8	180,6	143,4	136,1	141,8	151,3	161,1	52,2%	5,8%
Cto. Total ingresos						197,9%	-0,7%	-9,2%	1,5%	-20,6%	-5,1%	4,2%	6,7%	6,4%		
EBITDA						6,2	5,4	1,9	1,7	(1,9)	3,4	(0,4)	1,8	3,6	21,3%	1,4%
Cto. EBITDA						607,4%	-13,7%	-65,2%	-11,2%	-212,8%	283,4%	-112,4%	528,7%	95,9%		
EBITDA/Ingresos						3,2%	2,8%	1,1%	0,9%	n.a.	2,5%	n.a.	1,2%	2,2%		
Beneficio neto						3,3	3,3	2,4	0,3	4,2	0,0	(3,9)	(2,5)	(1,0)	-28,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto						n.a.	-0,3%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	36,1%	59,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)						0,14	0,14	0,10	0,01	0,18	0,00	-0,17	-0,11	-0,04	-37,8%	n.a.
Cto. BPA						n.a.	-0,2%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	36,1%	59,7%		
BPA ord. (EUR)						0,16	0,15	0,04	0,04	-0,22	0,02	-0,19	-0,11	-0,04	-12,0%	-60,2%
Cto. BPA ord.						n.a.	-4,8%	-72,3%	-17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	42,5%	59,7%		
CAPEX						(10,0)	(10,0)	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(7,1)	(4,5)	(4,3)		
CAPEX/Vtas %						5,1%	5,1%	3,5%	2,8%	4,6%	2,8%	5,0%	3,0%	2,7%		
Free Cash Flow						(3,1)	2,3	(4,7)	(7,1)	11,9	6,2	(8,7)	(4,7)	(2,9)	35,6%	-35,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						6,4x	6,5x	20,5x	26,3x	n.a.	7,7x	n.a.	21,7x	11,9x		
PER (x)						38,1x	27,7x	29,1x	n.a.	14,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)						0,48x	0,80x	0,67x	0,64x	0,71x	0,69x	0,86x	0,81x	0,76x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						15,3x	29,1x	n.a.	n.a.	n.a.	27,4x	n.a.	n.a.	33,9x		
Comport. Absoluta						28,9%	87,9%	-27,3%	-24,2%	-4,0%	-9,7%	5,4%				
Comport. Relativa vs Ibex 35						31,5%	75,0%	-14,5%	-32,2%	13,5%	-16,4%	11,6%				

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

Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Cevasa (CEV), es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler, principalmente dentro del segmento residencial en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana (donde es el principal propietario inmobiliario privado).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	
EV (Mn EUR y USD)	
Número de Acciones (Mn)	23,3
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,45 / 7, / 6
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.
Rotación ⁽¹⁾	0,4
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM
Cierre año fiscal	31-dic

Estructura Accionarial (%)

Familia Vaqué-Boix	69,3
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,6
Free Float	7,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	20,4	21,1	21,9	22,8
EBITDA Rec.	13,2	13,8	14,5	15,2
% Var.	-0,4	4,6	5,0	5,0
% EBITDA Rec./Ing.	64,7	65,6	66,2	66,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	11,5	5,0	5,3	5,5
Beneficio neto	28,7	8,7	9,2	12,7
BPA (EUR)	1,24	0,37	0,40	0,55
% Var.	17,1	-69,9	6,2	38,0
BPA ord. (EUR)	0,36	0,37	0,40	0,42
% Var.	-11,0	4,1	6,2	5,7
Free Cash Flow Rec.	8,0	-2,0	-8,6	15,5
Pay-out (%)	16,1	53,5	50,4	36,5
DPA (EUR)	0,20	0,20	0,20	0,20
Deuda financiera neta	49,6	61,5	83,6	77,8
DN / EBITDA Rec.(x)	3,8	4,4	5,8	5,1
ROE (%)	7,7	2,2	2,4	3,2
ROCE (%)	5,0	2,1	2,1	2,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	5,4	18,1	17,1	12,4
PER Ordinario	18,9	18,1	17,1	16,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	3,0	3,0	3,0	3,0
EV/Ventas	14,53	14,11	13,54	13,00
EV/EBITDA Rec.	22,5	21,5	20,5	19,5
EV/EBIT	9,0	21,6	20,6	15,7
FCF Yield (%)	5,1	n.a.	n.a.	9,9

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,0	-3,6	-4,1	-12,2

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
 (2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

1T23: sin sorpresas. Por segmentos, las rentas de la cartera residencial (80% s/GAV) se incrementaron un +4,2%, un +13% la comercial y un +6,8% la de oficinas. En términos agregados, los ingresos por rentas de alquiler se situaron en EUR 4,7Mn (+5,1% vs 1T22; lo que refleja cierta capacidad de trasladar la inflación a las rentas).

2023e: esperamos crecimientos de un dígito bajo en ingresos y EBITDA. Para el conjunto de 2023e no esperamos grandes sorpresas. Crecimiento de un dígito bajo en ingresos (+3%; EUR 21,1Mn) y EBITDA Rec. (+4,6% vs 2022; EUR 14Mn). Margen EBITDA 2023e: 65,6% (+0,9p.p. vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Exposición diferencial al alquiler residencial. Única inmobiliaria de alquiler residencial, referente en vivienda asequible, que cotiza en el mercado continuo español. A diferencia de las grandes inmobiliarias españolas cotizadas con mayor exposición a segmentos como oficinas y centros comerciales (más sensibles al ciclo).

Proyecto "Habitatge Metròpolis Barcelona" (HMB), en el que participa al 50% (junto con Neinor) que promoverá y pondrá en explotación +4.500 viviendas en alquiler asequible en los próximos 5 años en Barcelona y su área metropolitana. Y que, a nuestro juicio, se trata del principal catalizador de la compañía en el I/p.

Upside adicional por la actualización a precios de mercado de las viviendas de renta antigua (c. 21% s/GAV), con rentas que se sitúan hoy muy por debajo de mercado. Lo que ofrece un upside de crecimiento/rentabilidad adicional (a partir de 2025e).

Bajo apalancamiento (el más bajo del sector) en todas las fases del ciclo. LTV del 15,2% frente a una media de c. 40% de las SOCIMIs cotizadas en la bolsa española.

El perfil defensivo de CEV es reseñable: hasta 2025e la visibilidad es enorme. Nuestras estimaciones contemplan una continuidad de lo visto durante los últimos cinco años (crecimiento orgánico de un dígito bajo) hasta alcanzar en 2025e niveles de ingresos de EUR 22,8Mn y EBITDA Recurrente de EUR 15,2Mn (+4,8% TACC 2022-2025e). Manteniendo un margen EBITDA Rec. de c. 65%.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. El sector residencial en España presenta una elevada regulación. Destacando la nueva Ley de la vivienda (que podría entrar en vigor en 2023) que, entre otras medidas, contempla el tope a la subida de precios del alquiler (2% este año y 3% en 2024). Y, aunque el riesgo de revisión a la baja de nuestras estimaciones es muy reducido (contemplamos un crecimiento en ingresos de c.4% TACC 22-25e), la incertidumbre regulatoria seguirá restando atractivo al sector.

Concentración geográfica, con el 100% de su cartera de activos en Cataluña, esencialmente en Barcelona y su área metropolitana. Lo que la hace especialmente sensible a la regulación y condiciones económicas particulares de esta zona.

El contexto de tipos de interés "frena" al sector inmobiliario. Obviamente, la evolución de los tipos de interés (que debería suponer mayores tasas de descuento al reducir el spread entre la rentabilidad generada por la vivienda en alquiler y la ofrecida por la renta fija), impactarán sobre la evolución del sector.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Aunque el descuento frente a NAV es muy elevado, el momentum no es bueno. Pese a la defensividad del modelo de negocio de la compañía, el contexto sectorial no es bueno y las incertidumbres seguirán pesando. Además a c/p el momentum de beneficios específico de CEV tampoco es favorable (sin catalizadores de crecimiento). Descuento frente al NAV (c. 65%) frente a c. 50% de las principales SOCIMIs del mercado español. En todo caso, mantiene su carácter realmente defensivo.



Proyecciones financieras

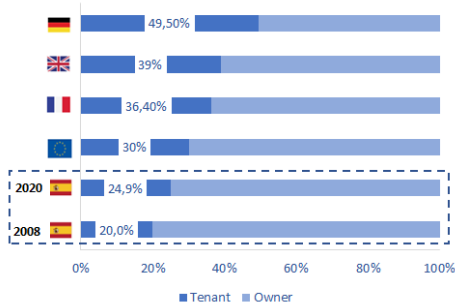
Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1		
Inmovilizado material	437,0	456,2	461,7	479,8	496,5	497,6	498,9	500,2		
Otros activos no corrientes	4,3	4,0	4,0	3,4	1,9	1,9	1,9	1,9		
Inmovilizado financiero	10,3	10,0	7,1	10,3	12,2	17,5	26,3	35,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	22,7	23,0	26,3	34,3	27,7	37,5	54,6	47,3		
Total activo	475,2	494,1	500,0	528,8	539,3	555,6	582,7	585,5		
Patrimonio neto	316,0	332,8	337,2	357,5	383,6	387,6	392,1	400,2		
Minoritarios	9,3	10,0	10,5	11,4	12,8	13,1	13,5	13,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	79,1	83,1	83,7	85,3	89,8	89,8	89,8	89,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	68,7	65,8	64,9	69,5	49,6	61,5	83,6	77,8		
Pasivo circulante	2,2	2,5	3,7	5,0	3,5	3,6	3,7	3,7		
Total pasivo	475,2	494,1	500,0	528,8	539,3	555,6	582,7	585,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Total Ingresos	18,0	19,0	19,1	19,4	20,4	21,1	21,9	22,8	3,2%	3,8%
Cto.Total Ingresos	6,9%	5,3%	0,6%	1,9%	5,2%	3,0%	4,1%	4,2%		
Coste de ventas	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(1,2)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,7)		
Margen Bruto	17,3	18,1	18,2	18,2	18,8	19,5	20,3	21,1	2,0%	4,0%
Margen Bruto / Ingresos	96,3%	95,3%	95,7%	93,8%	91,9%	92,6%	92,5%	92,5%		
Gastos de personal	(3,2)	(3,2)	(3,1)	(3,4)	(3,8)	(3,8)	(3,9)	(4,0)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(1,9)		
EBITDA recurrente	12,5	13,2	13,5	13,3	13,2	13,8	14,5	15,2	1,3%	4,8%
Cto.EBITDA recurrente	7,4%	5,7%	1,7%	-1,4%	-0,4%	4,6%	5,0%	5,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	69,6%	69,9%	70,7%	68,3%	64,7%	65,6%	66,2%	66,7%		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	(0,1)	(0,1)	(1,0)	0,4	4,4	-	-	3,8		
EBITDA	12,4	13,1	12,5	13,7	17,6	13,8	14,5	19,0	9,1%	2,6%
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,2)	(0,1)	0,4	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	49,0	16,8	0,2	17,9	15,5	-	-	-		
EBIT	61,0	29,8	12,6	32,0	33,1	13,7	14,4	18,9	-14,2%	-17,0%
Cto.EBIT	248,4%	-51,2%	-57,7%	154,1%	3,2%	-58,4%	5,0%	31,1%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	66,1%	n.a.	n.a.	65,3%	65,8%	82,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,4)	(1,6)	(1,3)	(1,5)	(1,3)	(2,4)	(2,4)	(2,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario	59,6	28,2	11,3	30,5	31,7	11,4	12,1	16,6	-14,6%	-19,4%
Cto.Beneficio ordinario	265,5%	-52,7%	-59,8%	169,9%	3,9%	-64,2%	6,2%	38,0%		
Extraordinarios	-	-	-	-	5,9	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	59,6	28,2	11,3	30,5	37,7	11,4	12,1	16,6	-10,8%	-23,8%
Impuestos	(13,0)	(5,4)	(1,5)	(5,2)	(7,9)	(2,4)	(2,5)	(3,5)		
Tasa fiscal efectiva	21,8%	19,1%	13,2%	16,9%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%		
Minoritarios	(1,6)	(0,8)	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(0,3)	(0,3)	(0,5)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	45,0	22,0	9,3	24,5	28,7	8,7	9,2	12,7	-10,6%	-23,8%
Cto.Beneficio neto	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	17,1%	-69,9%	6,2%	38,0%		
Beneficio ordinario neto	6,8	8,5	10,0	9,3	8,3	8,7	9,2	9,7	5,0%	5,4%
Cto. Beneficio ordinario neto	-23,6%	24,4%	17,2%	-6,4%	-11,0%	4,4%	6,2%	5,7%		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBITDA recurrente						13,8	14,5	15,2	1,3%	4,8%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(9,8)	(16,9)	7,4		
Cash Flow operativo recurrente						4,1	-2,4	22,6	13,7%	7,2%
CAPEX	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(2,4)	(2,4)	(2,3)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(2,4)	(2,5)	(3,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(2,0)	(8,6)	15,5	25,9%	24,8%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	3,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	(5,3)	(8,8)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(7,3)	(17,5)	10,4	58,2%	-22,8%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	(4,6)	(4,6)	(4,6)		
Variación de Deuda financiera neta						11,9	22,1	(5,8)		

Nota: Beneficio ordinario neto excluye no recurrentes, la variación del valor de los inmuebles y extraordinarios aplicando una tasa fiscal efectiva.

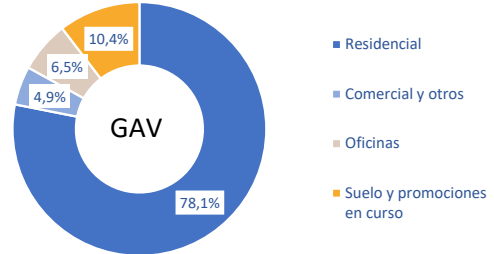


La compañía en 8 gráficos

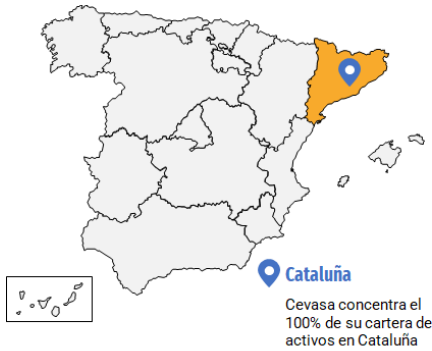
La demanda de vivienda en alquiler sigue creciendo (desde 2008). Y en España aún se encuentra lejos de la media europea



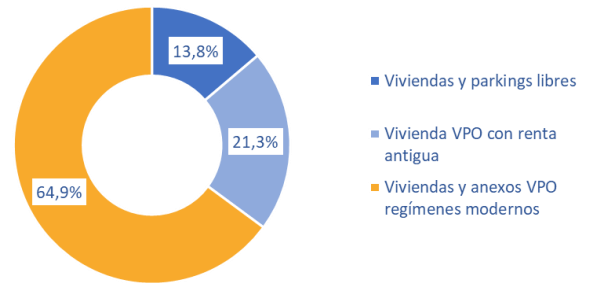
Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (c. 78% s/GAV 2021)...



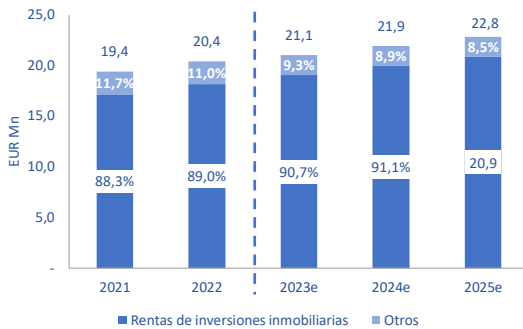
... con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)



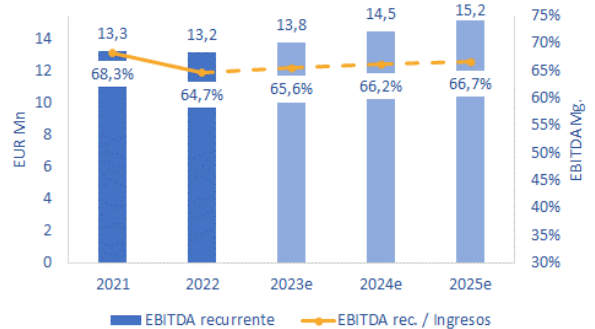
Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas



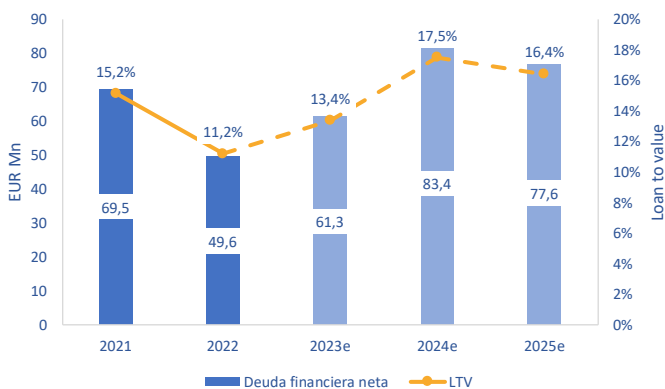
Hasta 2025e la visibilidad es enorme, en ingresos (+3,8% TACC 22-25e)



Y en márgenes (EBITDA Rec: +4,8% TACC 22-25e). Mg. EBITDA > 65%



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento en niveles muy conservadores (LTV < 20%)



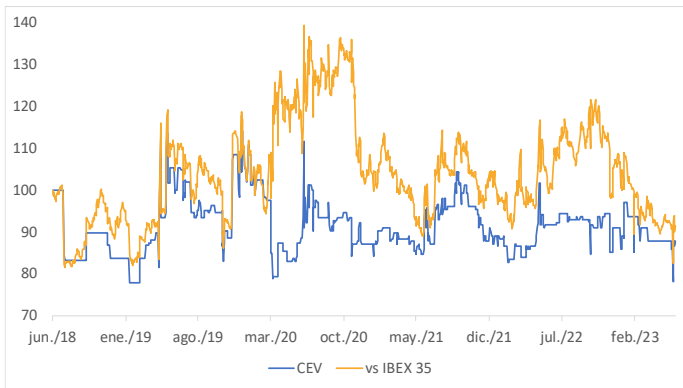
Cotizando con un descuento de c. 65% frente al EPRA NRV

EUR Mn	2021	2022	21-22
GAV	530,2	536,2	1,1%
EPRA NRV	457,9	483,7	5,6%
EPRA NAV/NTA	385,3	423,9	10,0%
EPRA NAV/NDV	378,2	400,9	6,0%
Number of shares	23,2	23,2	0,0%
EPRA NAV/NRV per share	19,78	20,89	5,6%
EPRA NAV/NTA per share	16,64	18,31	10,0%
EPRA NAV/NDV per share	16,33	17,32	6,0%

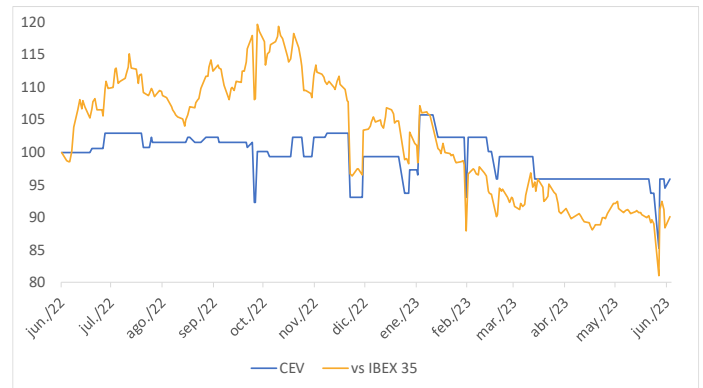


Evolución de la cotización

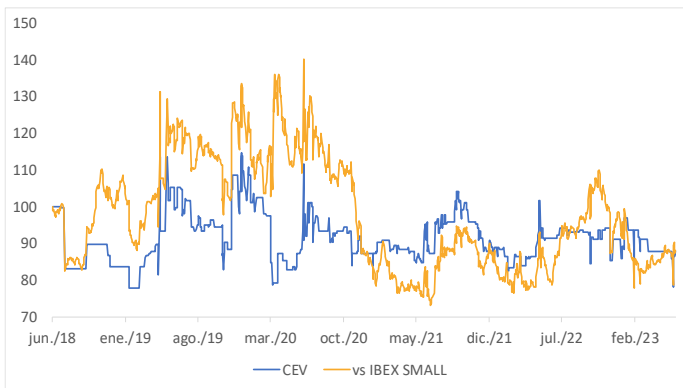
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



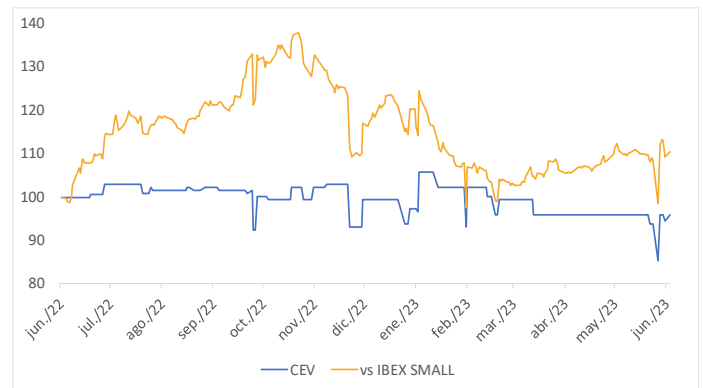
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



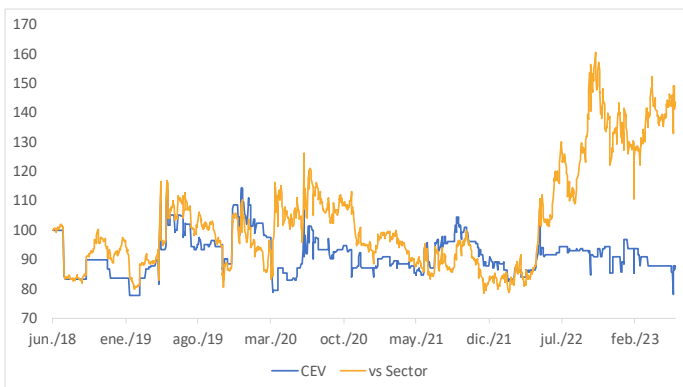
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



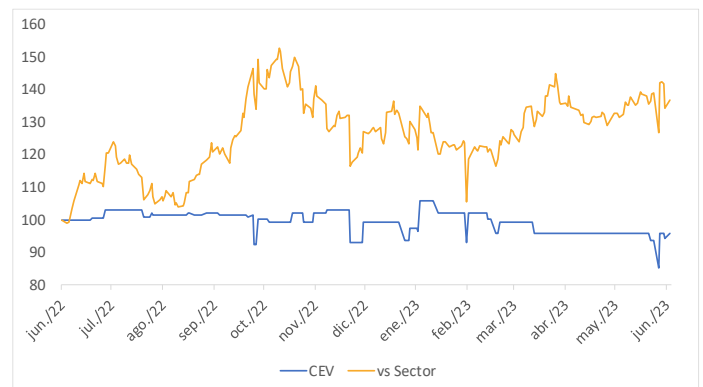
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	-3,6	-4,1	-1,5	-0,7	-12,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,5	-1,8	-9,9	-12,7	-15,9	-8,4
vs Euro STOXX 50	1,1	-3,5	-15,5	-12,9	-21,7	-29,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,2	7,7	10,5	-8,2	-19,4	-11,8
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-0,2	-0,6	4,4	-9,5	-29,7	-18,3
vs MSCI Europe Micro Cap	1,6	2,3	9,6	-0,8	-15,8	-18,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	4,2	8,7	37,1	5,3	49,9	43,9

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



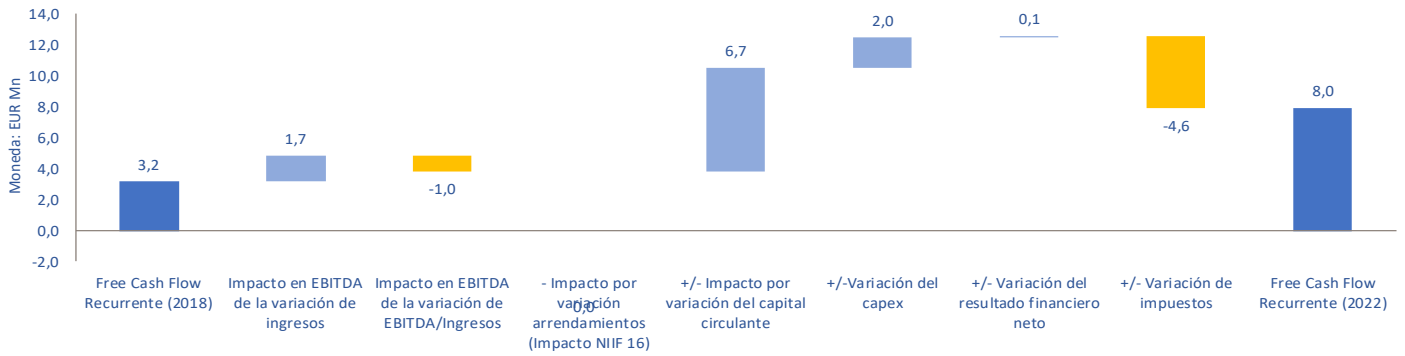
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	13,2	13,5	13,3	13,2	13,8	14,5	15,2	-0,1%	4,8%
Cto. EBITDA recurrente	5,7%	1,7%	-1,4%	-0,4%	4,6%	5,0%	5,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	69,9%	70,7%	68,3%	64,7%	65,6%	66,2%	66,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	(2,1)	(6,8)	5,1	(9,8)	(16,9)	7,4		
= Cash Flow operativo recurrente	13,2	11,4	6,5	18,3	4,1	(2,4)	22,6	11,5%	7,2%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	20,8%	-14,1%	-42,8%	181,7%	-77,9%	-160,0%	n.a.		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	69,9%	59,7%	33,5%	89,7%	19,3%	n.a.	99,0%		
- CAPEX	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,7)	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(2,4)	(2,4)	(2,3)		
- Impuestos	(2,8)	(1,9)	(0,6)	(7,9)	(2,4)	(2,5)	(3,5)		
= Free Cash Flow recurrente	6,5	3,5	3,0	8,0	(2,0)	(8,6)	15,5	6,9%	24,8%
Cto. Free Cash Flow recurrente	105,6%	-46,1%	-13,6%	162,4%	-124,5%	-341,9%	279,3%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	34,4%	18,4%	15,6%	38,9%	n.a.	n.a.	67,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	4,4	-	-	3,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	1,8	(9,4)	4,0	(5,3)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,6	0,1	6,3	6,3	-	-	-		
= Free Cash Flow	7,5	5,4	(0,0)	22,6	(7,3)	(17,5)	10,4	44,5%	-22,8%
Cto. Free Cash Flow	107,8%	-27,5%	-100,4%	n.a.	-132,0%	-140,9%	159,7%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	4,2%	2%	%	5%	n.a.	n.a.			
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	4%	3,5%	n.a.	14%	n.a.	n.a.	6%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	3,2	6,5	3,5	3,0	8,0	(2,0)	(8,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	0,1	0,3	0,7	0,4	0,6	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	0,1	(0,5)	(0,8)	0,2	0,1	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	0,7	0,2	(0,2)	(0,1)	0,6	0,7	0,7		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,6	(2,1)	(4,7)	11,9	(14,9)	(7,2)	24,3		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	2,3	(1,9)	(4,9)	11,8	(14,3)	(6,5)	25,0		
+/- Variación del CAPEX	0,9	(2,4)	3,1	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,3)	0,3	(0,1)	0,1	(1,1)	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,4	0,9	1,3	(7,3)	5,5	(0,1)	(1,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	3,3	(3,0)	(0,5)	4,9	(9,9)	(6,7)	24,1		
Free Cash Flow Recurrente	6,5	3,5	3,0	8,0	(2,0)	(8,6)	15,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	29,8	12,6	32,0	33,1	13,7	14,4	18,9	3,6%	-17,0%
* Tasa fiscal teórica	19,1%	13,2%	16,9%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,7)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,9)	(3,0)	(4,0)		
EBITDA recurrente	13,2	13,5	13,3	13,2	13,8	14,5	15,2	-0,1%	4,8%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	(2,1)	(6,8)	5,1	(9,8)	(16,9)	7,4		
= Cash Flow operativo recurrente	13,2	11,4	6,5	18,3	4,1	(2,4)	22,6	11,5%	7,2%
- CAPEX	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,7)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,9)	(3,0)	(4,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,3	5,2	(0,4)	10,2	(0,1)	(6,8)	17,3	24,2%	19,1%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	197,4%	-3,7%	-107,2%	n.a.	-100,8%	n.a.	354,7%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	28,2%	27,0%	n.a.	50,1%	n.a.	n.a.	75,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	1,8	(9,4)	4,0	(5,3)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,6	0,1	6,3	6,3	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	6,3	7,1	(3,4)	20,6	(5,4)	(15,6)	8,4	48,0%	-25,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	225,6%	11,8%	-148,4%	699,8%	-126,2%	-190,0%	154,1%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	1,8%	1%	n.a.	3%	n.a.	n.a.	5%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	2%	2,4%	n.a.	%	n.a.	n.a.	2%		

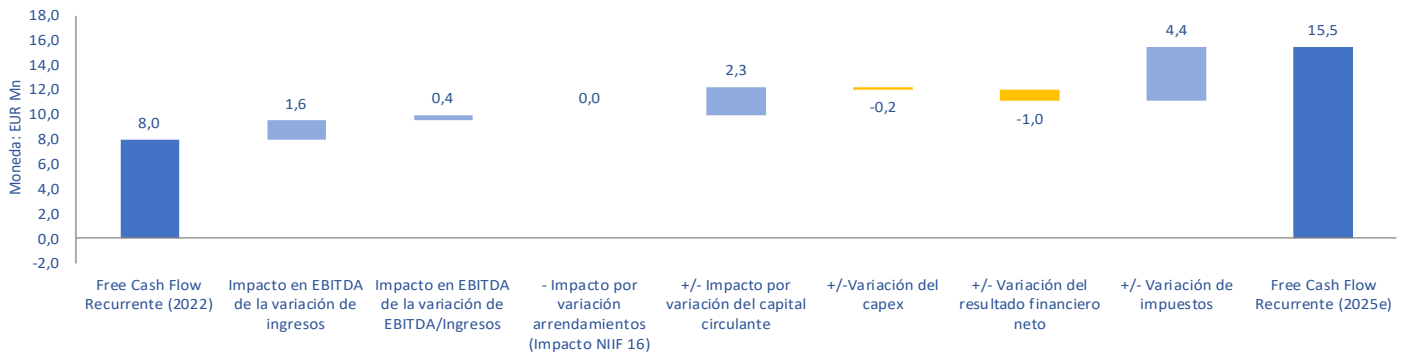


Analítica del Free Cash Flow (II)

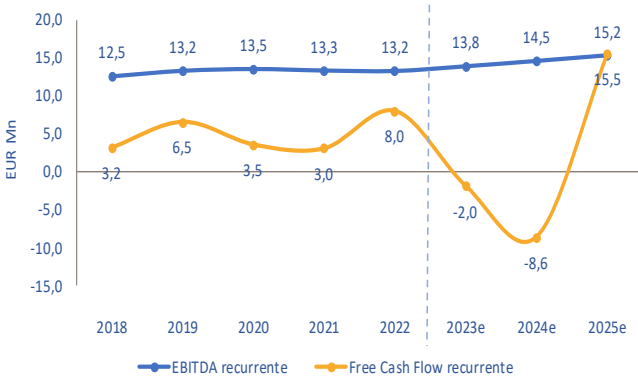
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



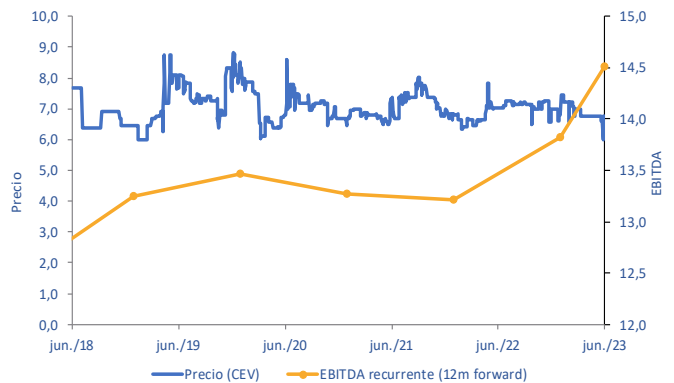
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(5,4)	(15,6)	8,4	288,5			
Market Cap	157,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	49,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			1,0	1,1	
Coste del Equity	9,4%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	10,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	76,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	24,0%	D			=	=	
WACC	8,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,7%	9,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap		
+ Minoritarios	12,8	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	89,8	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	49,6	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	12,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)		

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	11,0%	5,1%	2,3%	5,3%	5,0%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-3,1%	-5,4%			
FCF Yield - WACC	-3,1%	1,7%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	69,5%	15,2	19,5
Central	66,2%	14,5	20,5
Min	62,9%	13,8	21,5

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	5,4%	6,0%	6,6%
15,2	(7,8)	(7,9)	(8,0)
14,5	(8,5)	(8,6)	(8,8)
13,8	(9,2)	(9,4)	(9,5)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	25,0%	25,0%	25,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	12,5%	12,5%
% de otros consejeros	12,5%	12,5%	12,5%
% de mujeres en el consejo de administración	25,0%	25,0%	25,0%
% de mujeres en la plantilla	43,8%	46,4%	50,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	11,9%	15,4%	14,6%



Principales comparables 2023e

		SOCIMIs					
EUR Mn		Merlin Properties	Colonial	Lar España	Árma	Average	CEV
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	3.840,4	3.067,7	437,7	227,4		157,0
	Enterprise value (EV)	7.820,1	9.477,6	1.008,8	248,4		297,0
Información financiera básica	Total Ingresos	478,8	377,8	89,3	15,0		21,1
	Cto.Total Ingresos	8,5%	1,9%	6,8%	36,4%	13,4%	3,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,8%	6,6%	4,1%	n.a.	5,5%	4,2%
	EBITDA	360,1	296,6	65,4	7,0		13,8
	Cto. EBITDA	-2,5%	6,9%	n.a.	250,0%	84,8%	-21,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,9%	8,0%	5,4%	n.a.	6,8%	17,2%
	EBITDA/Ingresos	75,2%	78,5%	73,2%	46,7%	68,4%	65,6%
	EBIT	352,3	290,0	41,5	21,0		13,7
	Cto. EBIT	-4,1%	8,0%	-25,6%	-8,7%	-7,6%	-58,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	11,2%	10,5%	34,4%	n.a.	18,7%	17,3%
	EBIT/Ingresos	73,6%	76,8%	46,5%	n.a.	65,6%	65,3%
	Beneficio Neto	282,1	164,6	30,2	19,0		8,7
	Cto. Beneficio Neto	582,1%	n.a.	-58,5%	-9,5%	171,3%	-69,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,7%	13,2%	37,5%	n.a.	19,8%	21,0%
	CAPEX/Ventas	54,2%	3,7%	16,8%	100,0%	43,7%	6,0%
Free Cash Flow	134,1	283,7	47,8	n.a.		(7,3)	
Deuda financiera Neta	4.056,9	5.016,7	570,8	77,0		61,5	
DN/EBITDA (x)	11,3	16,9	8,7	11,0	12,0	4,4	
Pay-out	72,7%	82,6%	185,2%	10,9%	87,8%	53,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,1	18,5	8,8	12,3	13,4	18,1
	P/BV (x)	0,6	0,6	n.a.	n.a.	0,6	0,4
	EV/Ingresos (x)	16,3	n.a.	11,3	16,6	14,7	14,1
	EV/EBITDA (x)	21,7	32,0	15,4	35,5	26,1	21,5
	EV/EBIT (x)	22,2	32,7	24,3	11,8	22,8	21,6
	ROE	4,4	3,3	n.a.	n.a.	3,8	2,2
	FCF Yield (%)	3,5	9,2	10,9	n.a.	7,9	n.a.
	DPA	0,44	0,26	0,67	0,08	0,36	0,20
	Dvd Yield	5,4%	4,5%	12,8%	0,9%	5,9%	3,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)												TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	18,2	19,6	17,4	16,4	13,9	14,6	18,0	19,0	19,1	19,4	20,4	21,1	21,9	22,8	1,2%	3,8%
Cto. Total ingresos	-2,3%	8,1%	-11,5%	-5,5%	-15,5%	5,2%	23,2%	5,3%	0,6%	1,9%	5,2%	3,0%	4,1%	4,2%		
EBITDA	6,8	8,0	7,3	8,5	8,6	7,9	12,4	13,1	12,5	13,7	17,6	13,8	14,5	19,0	9,9%	2,6%
Cto. EBITDA	-17,0%	17,7%	-9,0%	16,1%	2,0%	-8,1%	56,0%	6,0%	-5,0%	9,3%	28,8%	-21,4%	5,0%	30,9%		
EBITDA/Ingresos	37,5%	40,8%	42,0%	51,5%	62,2%	54,4%	68,9%	69,3%	65,5%	70,3%	86,0%	65,6%	66,2%	83,1%		
Beneficio neto	2,5	3,0	22,6	5,6	13,0	14,5	45,0	22,0	9,3	24,5	28,7	8,7	9,2	12,7	27,7%	-23,8%
Cto. Beneficio neto	-47,5%	21,3%	647,0%	-75,3%	134,2%	11,6%	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	17,1%	-69,9%	6,2%	38,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,3	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,3	23,3	23,3		
BPA (EUR)	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,95	0,40	1,06	1,24	0,37	0,40	0,55	27,7%	-23,9%
Cto. BPA	n.a.	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-51,1%	-57,9%	n.a.	17,1%	-69,9%	6,2%	38,0%		
BPA ord. (EUR)	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	0,29	0,37	0,43	0,40	0,36	0,37	0,40	0,42	12,8%	5,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	-53,0%	24,4%	17,2%	-6,5%	-11,0%	4,1%	6,2%	5,7%		
CAPEX	(6,1)	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
CAPEX/Vtas %	33,5%	9,0%	3,2%	8,4%	31,8%	182,4%	17,4%	11,7%	24,0%	7,5%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%		
Free Cash Flow	(2,7)	1,5	3,8	(1,6)	(4,5)	(21,8)	3,6	7,5	5,4	(0,0)	22,6	(7,3)	(17,5)	10,4	26,3%	-22,8%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	8,0x	5,5x	7,0x	6,5x	4,9x	7,9x	5,5x	5,0x	5,2x	5,1x	2,8x	4,4x	5,8x	4,1x		
PER (x)	61,3x	48,9x	5,3x	23,8x	14,7x	6,4x	3,3x	8,8x	16,8x	6,5x	5,5x	18,1x	17,1x	12,4x		
EV/Vtas (x)	12,93x	11,05x	11,16x	12,78x	19,08x	11,82x	17,19x	18,78x	16,52x	16,41x	14,64x	14,11x	13,54x	13,00x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	34,5x	27,1x	26,6x	24,8x	30,7x	21,7x	25,0x	27,1x	25,2x	23,4x	17,0x	21,5x	20,5x	15,6x		
Comport. Absoluto	-2,5%	-3,2%	-18,8%	10,8%	44,5%	-51,7%	61,5%	29,6%	-19,7%	2,1%	0,1%	-1,5%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	2,2%	-20,3%	-21,7%	19,4%	47,5%	-55,1%	89,9%	15,9%	-5,1%	-5,4%	6,0%	-12,7%				

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

Cuatroochenta (480S), es una compañía tecnológica dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud (bajo modelo SaaS) y ciberseguridad, con productos propios enfocados a la optimización de procesos específicos del entorno empresarial. Sus ingresos fuera de España representan c. del 25% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth. El equipo directivo controla c. 60% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	24,0	25,8
EV (Mn EUR y USD)	32,2	34,5
Número de Acciones (Mn)	2,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	16,60 / 11,57 / 8,65	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	8,8	
Factset / Bloomberg	480S-ES / 480S SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Montesinos	19,5
Sergio Aguado Gonzalez	18,0
Alfredo Cebrían Fuertes	16,6
Grupo Pavasal	5,3
Free Float	40,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,7	2,7	2,7	2,7
Total Ingresos	18,7	23,3	27,2	31,4
EBITDA Rec.	0,7	2,2	3,8	5,9
% Var.	-23,0	206,2	73,1	54,4
% EBITDA Rec./Ing.	3,8	9,4	14,0	18,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	-1,1	0,7	2,0	3,7
BPA (EUR)	-0,40	0,27	0,73	1,35
% Var.	-247,7	167,4	170,0	83,8
BPA ord. (EUR)	-0,17	0,27	0,73	1,35
% Var.	-827,8	256,4	170,0	83,8
Free Cash Flow Rec.	-2,4	-0,5	0,9	2,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,4	6,9	6,0	3,5
DN / EBITDA Rec.(x)	8,9	3,2	1,6	0,6
ROE (%)	n.a.	7,0	16,7	24,9
ROCE (%)	n.a.	4,8	10,9	18,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	32,4	12,0	6,5
PER Ordinario	n.a.	32,4	12,0	6,5
P/BV	2,4	2,2	1,9	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,73	1,38	1,18	1,03
EV/EBITDA Rec.	44,9	14,7	8,5	5,5
EV/EBIT	n.a.	28,3	11,9	6,8
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	3,6	10,6

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-5,4	-17,0	-44,5	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Capacidad (probada) para crecer a doble dígito en todos sus negocios. Ingresos de EUR 18,7Mn en 2022 (+34,5% vs 2021), manteniendo un elevado crecimiento orgánico (+26% vs 2021; 76% del crecimiento). Un ritmo de crecimiento orgánico que esperamos que continúe en 2023e (Ingresos 23e: EUR 23,3Mn +25%).

La mejora de rentabilidad debería ser visible en 2023e. El “salto de escala” en estructura operativa ya está hecho. Y su efecto será evidente a partir de ahora: estimamos una mejora del margen EBITDA Rec. hasta el 9,4% en 2023e (frente a un margen inferior al 5% en 2022). EBITDA Rec. 2023e: EUR 2,2Mn vs EUR 0,7Mn 2022.

El momentum de resultados 2023e es especialmente favorable, en la medida en que hará visible la rentabilidad del negocio (hasta ahora presionada por el crecimiento de su estructura operativa). Aunque quizás lo más interesante sea que el driver de mejora de márgenes no ha hecho más que comenzar.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Base de ingresos recurrente. Las soluciones y productos propios de 480S están enfocados a optimizar procesos muy específicos dentro del entorno empresarial (gestión de activos, planes de trabajo, ciberseguridad...). Una vez que un cliente ha adaptado sus procesos internos a los productos de 480S, los costes de cambio a un nuevo proveedor son altos. Lo que implica una elevada recurrencia. Annual Recurring Revenue de EUR 11,9Mn en diciembre 2022 (62% s/Ingresos proforma).

Sobre un negocio escalable. 480S cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS) completamente desarrolladas. Y que, por tanto, no necesitarán de inversiones significativas adicionales para seguir creciendo.

Apuntado por la propia inercia de un sector en plena fase de crecimiento, empujado por los procesos de transformación digital; hoy una prioridad para muchas organizaciones (y donde el SaaS y la ciberseguridad jugarán un papel clave).

2023e-2025e: una “doble” historia de crecimiento. En 2025e deberíamos tener una compañía con un EBITDA Recurrente de c. EUR 6Mn (breakeven en 2022) resultado de: i) la continuidad de crecimientos de doble dígito en ingresos (+19% TACC 22-25e) y ii) el efecto del apalancamiento operativo, que esperamos empiece a ser visible en 2023e (y que debería permitir aspirar a un margen EBITDA de c. 20% en 2025e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

El riesgo de apalancamiento operativo inferior a lo estimado. La mejora de márgenes es el principal “motor” del crecimiento en EBITDA. Y un peor comportamiento en costes (mostrando un menor apalancamiento operativo del esperado) impactará de forma significativa en nuestras estimaciones.

Exposición a emergentes (Latam). Aunque 480S no está expuesta a riesgo divisa emergente (sus transacciones se cierran esencialmente en euros o dólares), el crecimiento en Latam (Panamá, Colombia; c. 25% s/Ingresos 2022) implica dependencia de la “macro” y crecimiento de la región.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una tecnológica que invita a ir contracorriente: 480S recupera momentum (a la contra del sector), con la cotización cerca de mínimos históricos, tras la caída de los últimos doce meses: -44,5%. La recuperación de márgenes esperada para 2023e puede ser el catalizador, en la medida en que hará visible el potencial de crecimiento en EBITDA. Nuestros números se basan en una normalización del EBITDA (adecuándose al potencial de la estructura actual) en dos años. Lo que implicaría un EV/EBITDA Rec 25e de 5,5x y un PER 25e < 10x.



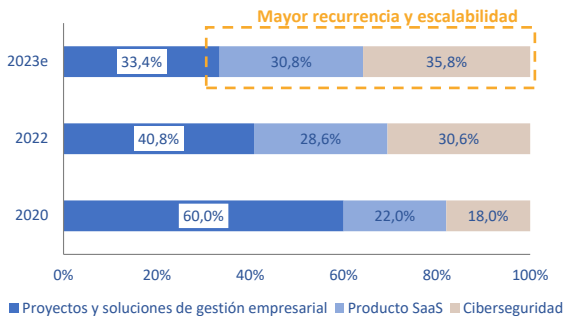
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial		2,4	3,9	8,1	8,8	8,2	7,6	7,0		
Inmovilizado material		0,1	0,2	0,4	0,5	1,3	2,1	2,9		
Otros activos no corrientes		0,3	0,5	0,5	1,9	1,9	1,9	1,9		
Inmovilizado financiero		0,0	1,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles		1,8	5,1	7,2	8,3	8,3	8,3	8,3		
Activo circulante		1,6	2,8	4,3	8,0	9,3	10,3	11,4		
Total activo		6,2	13,6	20,6	27,8	29,4	30,9	32,3		
Patrimonio neto		1,9	5,4	4,6	10,2	11,0	13,0	16,6		
Minoritarios		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Provisiones y otros pasivos a LP		1,1	1,4	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9		
Otros pasivos no corrientes		-	-	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Deuda financiera neta		1,9	3,5	7,5	6,4	6,9	6,0	3,5		
Pasivo circulante		1,2	3,3	5,8	8,2	8,5	8,9	9,2		
Total pasivo		6,2	13,6	20,6	27,8	29,4	30,9	32,3		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos		5,9	11,8	13,9	18,7	23,3	27,2	31,4	<i>n.a.</i>	19,0%
<i>Cto.Total Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>99,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>34,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>15,4%</i>		
Coste de ventas		(1,4)	(3,1)	(3,8)	(5,4)	(6,5)	(7,3)	(8,1)		
Margen Bruto		4,5	8,7	10,1	13,3	16,8	19,9	23,3	<i>n.a.</i>	20,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>		<i>76,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>72,6%</i>	<i>71,3%</i>	<i>72,1%</i>	<i>73,1%</i>	<i>74,1%</i>		
Gastos de personal		(2,5)	(5,7)	(7,4)	(9,9)	(11,5)	(12,6)	(13,6)		
Otros costes de explotación		(0,8)	(1,5)	(1,7)	(2,6)	(3,1)	(3,5)	(3,8)		
EBITDA recurrente		1,1	1,5	0,9	0,7	2,2	3,8	5,9	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>206,2%</i>	<i>73,1%</i>	<i>54,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
EBITDA		1,1	1,2	0,8	0,5	2,2	3,8	5,9	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Depreciación y provisiones		(0,4)	(0,7)	(1,1)	(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,6)		
Gastos capitalizados		-	0,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
EBIT		0,7	0,6	0,1	(0,4)	1,1	2,7	4,7	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBIT</i>		<i>n.a.</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-91,3%</i>	<i>-894,2%</i>	<i>354,3%</i>	<i>137,7%</i>	<i>75,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>		<i>12,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>0,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>15,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	(0,0)	0,2	0,2	0,2	0,2		
Beneficio ordinario		0,7	0,5	(0,1)	(0,7)	0,9	2,5	4,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>		<i>n.a.</i>	<i>-22,7%</i>	<i>-124,9%</i>	<i>-415,9%</i>	<i>238,1%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
Extraordinarios		(0,5)	(0,3)	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos		0,1	0,2	(0,1)	(0,7)	0,9	2,5	4,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos		(0,2)	0,0	(0,1)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios		-	-	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	(0,5)	-	-	-		
Beneficio neto		(0,0)	0,2	(0,2)	(1,1)	0,7	2,0	3,7	<i>n.a.</i>	74,8%
<i>Cto.Beneficio neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-184,1%</i>	<i>-436,9%</i>	<i>167,4%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
Beneficio ordinario neto		0,5	0,8	(0,0)	(0,5)	0,7	2,0	3,7	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>75,1%</i>	<i>-104,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>256,4%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						2,2	3,8	5,9	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Var.capital circulante						(0,9)	(0,7)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						1,0	2,7	4,8	<i>n.a.</i>	90,3%
CAPEX						(0,9)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Impuestos						(0,2)	(0,5)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,5)	0,9	2,5	<i>n.a.</i>	44,8%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,5)	0,9	2,5	<i>n.a.</i>	34,5%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,5	(0,9)	(2,5)		



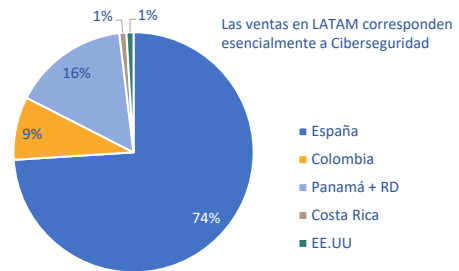
La compañía en 8 gráficos

Un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto SaaS y ciberseguridad)...



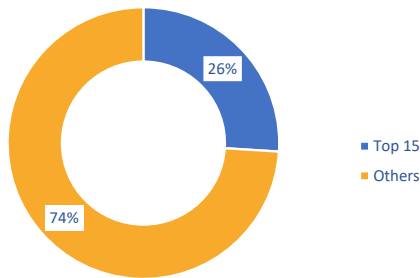
Nota: Un 46% de los ingresos generados por soluciones de gestión empresarial (23% s/Ingresos totales 2022) son recurrentes.

... como por geografía (a fecha de este informe las ventas fuera de España ya alcanzan el 26%)

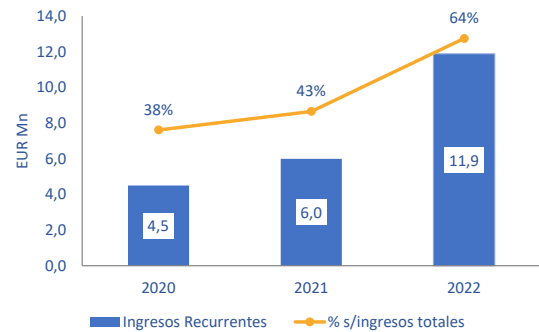


Las ventas en LATAM corresponden esencialmente a Ciberseguridad

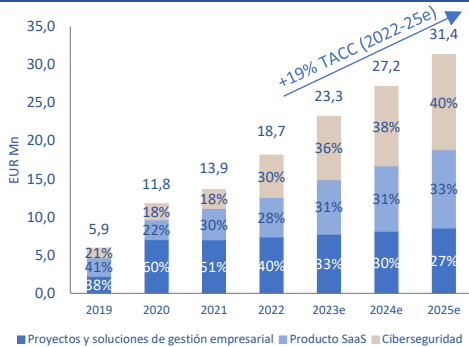
El top 15 de los clientes sólo representa el 26% de los ingresos. Lo que reduce el riesgo de concentración de clientes



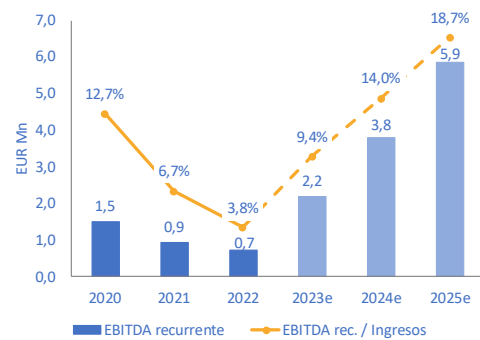
480S cuenta con un modelo de negocio escalable con una base sólida de ingresos recurrentes



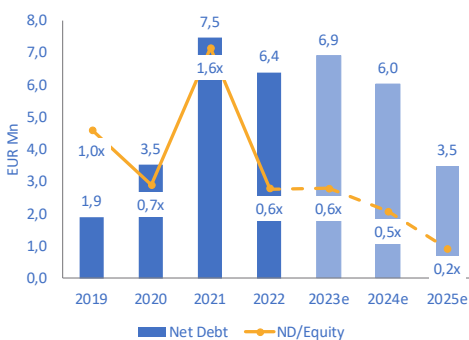
El foco en producto SaaS y Ciberseguridad permitirá a 480S crecer en ingresos a ritmos de doble dígito alto (+19% TACC 2022-25e)



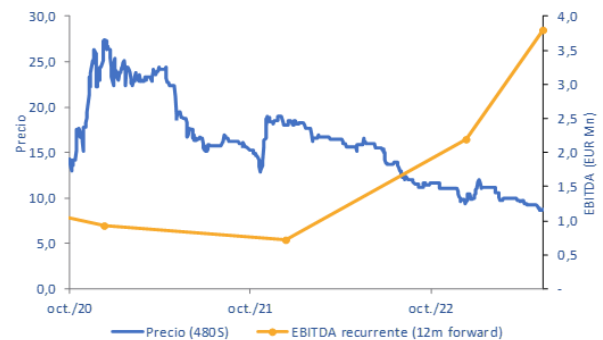
Y aspirar "matemáticamente" a mejoras de márgenes (por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo)



El importante crecimiento estimado en EBITDA permitirá una reducción del apalancamiento



En definitiva, en 2023e 480S recupera momentum con la cotización cerca de mínimos



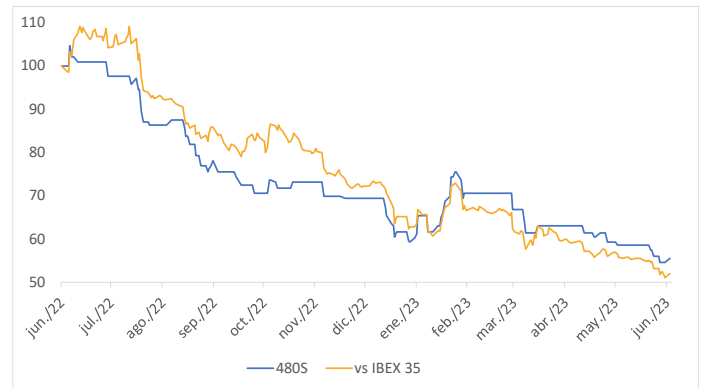


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



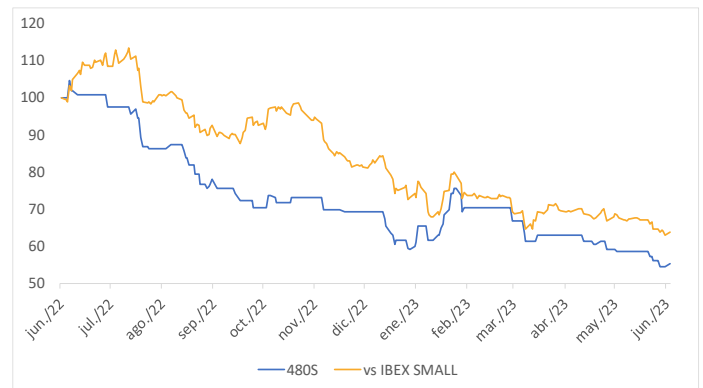
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,4	-17,0	-44,5	-6,4	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,8	-15,4	-47,9	-17,1	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-4,3	-17,0	-51,1	-17,3	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-5,6	-7,3	-36,1	-12,8	n.a.	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-5,5	-14,4	-39,6	-14,1	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,9	-11,9	-36,6	-5,7	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-11,7	-22,8	-53,8	-24,7	n.a.	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



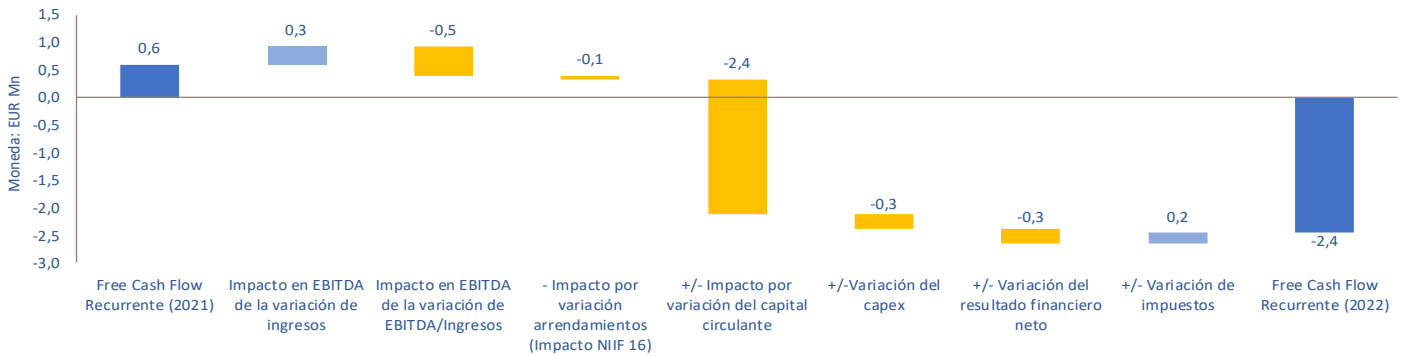
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	1,1	1,5	0,9	0,7	2,2	3,8	5,9	-14,5%	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>206,2%</i>	<i>73,1%</i>	<i>54,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,7%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	0,8	1,1	(1,4)	(0,9)	(0,7)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,8	2,3	1,7	(1,0)	1,0	2,7	4,8	-47,5%	90,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>181,7%</i>	<i>-22,9%</i>	<i>-155,8%</i>	<i>203,1%</i>	<i>174,3%</i>	<i>73,1%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>13,5%</i>	<i>19,1%</i>	<i>12,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>15,1%</i>		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,2)	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	0,5	1,7	0,6	(2,4)	(0,5)	0,9	2,5	-94,1%	44,8%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>265,2%</i>	<i>-64,1%</i>	<i>-505,2%</i>	<i>79,0%</i>	<i>270,9%</i>	<i>189,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>7,8%</i>	<i>14,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,2%</i>	<i>8,1%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	(2,8)	(3,8)	(3,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,6)	(1,4)	(3,3)	(5,8)	(0,5)	0,9	2,5	-30,6%	34,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>45,0%</i>	<i>-129,8%</i>	<i>-76,0%</i>	<i>91,2%</i>	<i>270,9%</i>	<i>189,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>1,9%</i>	<i>7,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,6%</i>	<i>10,6%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,6%</i>	<i>10,6%</i>		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	-	0,5	1,7	0,6	(2,4)	(0,5)	0,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	n.a.	1,1	0,3	0,3	0,2	0,4	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	n.a.	(0,8)	(0,8)	(0,5)	1,3	1,2	1,5		
= Variación EBITDA recurrente	n.a.	0,4	(0,6)	(0,2)	1,5	1,6	2,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,3)	1,1	0,3	(2,4)	0,5	0,1	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,3)	1,5	(0,5)	(2,7)	2,0	1,7	2,0		
+/- Variación del CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,3)	0,2	(0,0)	0,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	0,0	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,1	(0,0)	0,2	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,7)	1,2	(1,1)	(3,0)	1,9	1,4	1,7		
Free Cash Flow Recurrente	(0,7)	1,7	0,6	(2,4)	(0,5)	0,9	2,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,7	0,6	0,1	(0,4)	1,1	2,7	4,7	-37,9%	n.a.
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	<i>30,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
EBITDA recurrente	1,1	1,5	0,9	0,7	2,2	3,8	5,9	-14,5%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	0,8	1,1	(1,4)	(0,9)	(0,7)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,8	2,3	1,7	(1,0)	1,0	2,7	4,8	-47,5%	90,3%
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,5	2,0	0,9	(2,1)	(0,2)	1,2	2,8	-83,1%	50,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>293,9%</i>	<i>-52,8%</i>	<i>-322,7%</i>	<i>92,3%</i>	<i>870,6%</i>	<i>131,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>8,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,5%</i>	<i>9,0%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	(2,8)	(3,8)	(3,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(2,6)	(0,9)	(2,9)	(5,3)	(0,2)	1,2	2,8	-26,8%	36,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>66,9%</i>	<i>-240,4%</i>	<i>-80,8%</i>	<i>97,0%</i>	<i>870,6%</i>	<i>131,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>1,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,8%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,8%</i>		

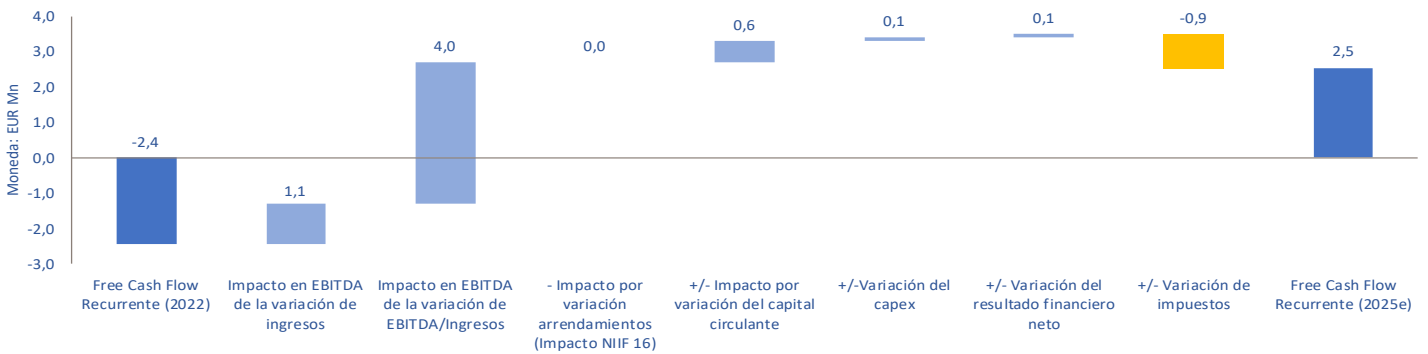


Analítica del Free Cash Flow (II)

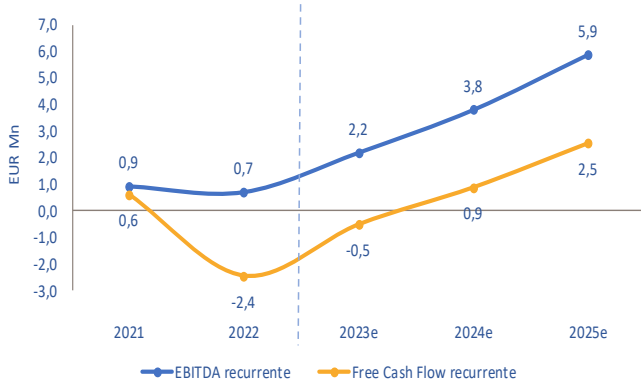
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



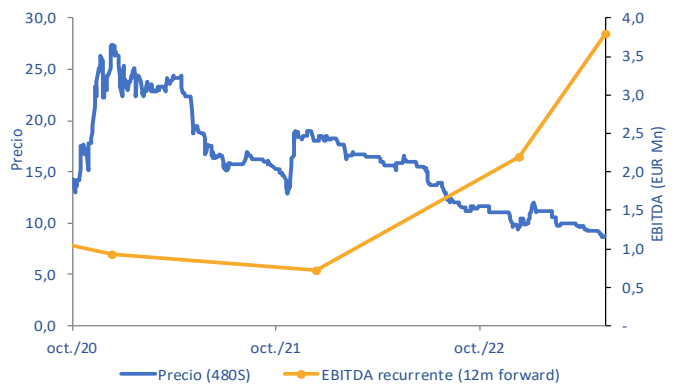
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,2)	1,2	2,8	43,5			
Market Cap	24,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	6,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	79,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	21,0%	D			=	=	
WACC	9,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,2%	10,2%	
G "Razonable"	2,5%				3,0%	2,0%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	24,0	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,9	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	6,4	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	32,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	9,1%	0,5%	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	9,0%			
FCF Yield - WACC	n.a.	1,4%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	15,4%	4,2	7,7x
Central	14,0%	3,8	8,5x
Min	12,6%	3,4	9,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	3,2%	3,6%		4,0%	Max	Central
4,2	1,4	1,3	1,1	Max	5,7%	5,2%	4,8%
3,8	1,0	0,9	0,8	Central	4,1%	3,6%	3,2%
3,4	0,6	0,5	0,4	Min	2,5%	2,1%	1,6%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	25,0%	25,0%	25,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	12,5%	12,5%
% de otros consejeros	12,5%	12,5%	12,5%
% de mujeres en el consejo de administración	25,0%	25,0%	25,0%
% de mujeres en la plantilla	43,8%	46,4%	50,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	5,0%	3,7%	3,6%



Principales comparables 2023e

Dato	EUR Mn	Software				Average	Cybersecurity			Average	480S
		Qualtrics International	Descartes Systems	Appfolio	American Software		CrowdStrike	SecureWorks	Absolute Software		
Dato Mercado	Ticker (Factset)	XM-US	DSG-CA	APPF-US	AMSWA-US		CRWD-US	SCWX-US	ABST-CA		480S-ES
	País	USA	Canada	USA	USA		USA	USA	Canada		Spain
	Market cap	10.236,1	6.003,8	5.035,9	394,2		33.069,6	684,0	557,3		24,0
	Enterprise value (EV)	9.742,7	5.758,2	4.534,8	297,4		31.300,5	566,5	759,1		32,2
Información financiera básica	Total Ingresos	1.558,0	514,0	539,5	123,0		2.796,0	364,4	216,3		23,3
	Cto.Total Ingresos	14,6%	18,2%	22,7%	6,0%	15,4%	33,8%	-15,7%	26,6%	14,9%	25,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,2%	n.a.	n.a.	n.a.	15,2%	26,7%	5,5%	14,6%	15,6%	16,1%
	EBITDA	243,7	224,6	34,2	18,5		577,0	(32,7)	51,9		2,2
	Cto. EBITDA	131,2%	23,9%	201,8%	9,5%	91,6%	835,2%	59,8%	88,6%	327,9%	320,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	18,4%	n.a.	n.a.	n.a.	18,4%	40,2%	n.a.	17,4%	28,8%	63,5%
	EBITDA/Ingresos	15,6%	43,7%	6,3%	15,0%	20,2%	20,6%	n.a.	24,0%	22,3%	9,4%
	EBIT	161,4	158,1	(57,1)	14,6		467,9	(27,7)	(0,1)		1,1
	Cto. EBIT	116,7%	28,8%	15,4%	19,9%	45,2%	367,8%	77,6%	98,3%	181,2%	354,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	45,0%	n.a.	n.a.	n.a.	45,0%	41,0%	92,2%	n.a.	66,6%	n.a.
	EBIT/Ingresos	10,4%	30,8%	n.a.	11,9%	17,7%	16,7%	n.a.	n.a.	16,7%	4,9%
	Beneficio Neto	(775,8)	114,4	10,0	10,5		521,0	(25,8)	(21,7)		0,7
	Cto. Beneficio Neto	21,6%	25,0%	115,8%	14,0%	44,1%	405,0%	75,8%	-2,5%	159,4%	167,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	70,7%	n.a.	n.a.	n.a.	70,7%	31,9%	92,4%	44,3%	56,2%	n.a.
	CAPEX/Ventas	3,9%	1,1%	1,4%	1,9%	2,1%	8,2%	2,0%	n.a.	5,1%	4,0%
	Free Cash Flow	113,3	181,7	17,6	n.a.		847,6	(56,9)	28,9		(0,5)
Deuda financiera Neta	(700,5)	(271,1)	n.a.	(110,1)		(2.639,6)	(95,7)	191,5		6,9	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,7	3,7	3,2	
Pay-out	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	83,5	53,7	n.a.	26,1	54,4	65,0	n.a.	n.a.	65,0	32,4
	P/BV (x)	5,7	n.a.	17,9	n.a.	11,8	17,3	1,5	n.a.	9,4	2,2
	EV/Ingresos (x)	6,3	11,2	8,4	2,4	7,1	11,2	1,6	3,5	5,4	1,4
	EV/EBITDA (x)	40,0	25,6	n.a.	16,1	27,2	n.a.	n.a.	14,6	14,6	14,7
	EV/EBIT (x)	n.a.	36,4	n.a.	20,4	28,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28,3
	ROE	6,8	n.a.	n.a.	n.a.	6,8	26,6	n.a.	n.a.	26,6	7,0
	FCF Yield (%)	1,1	3,0	0,4	n.a.	1,5	2,6	n.a.	5,2	3,9	n.a.
	DPA	0,00	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00
Dvd Yield	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes (DESA) es un grupo industrial de pequeño tamaño con sede en Barcelona (España), especializado (>60 años) en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. Con presencia internacional (c. 30% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	25,9	27,8
EV (Mn EUR y USD)	36,1	38,6
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	14,62 / 14,08 / 12,10	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	0,2	
Factset / Bloomberg	DESA-ES / DESA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

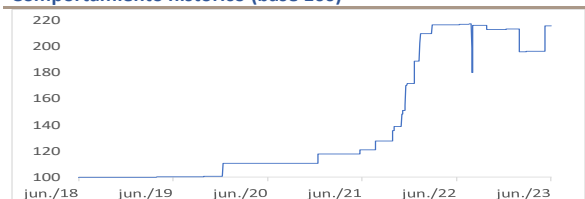
Maden S.A.	29,9
SARM S.A.	20,0
Gestión Ixua S.L.	16,3
Miembros del Consejo	8,9
Free Float	24,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	50,4	48,2	51,0	53,5
EBITDA Rec.	5,2	4,7	5,2	5,7
% Var.	-10,7	-9,8	11,1	9,0
% EBITDA Rec./Ing.	10,4	9,8	10,3	10,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,7	17,4	14,3	14,3
Beneficio neto	3,6	2,2	2,6	3,1
BPA (EUR)	2,00	1,24	1,48	1,73
% Var.	-5,1	-38,1	19,4	16,8
BPA ord. (EUR)	2,00	1,24	1,48	1,73
% Var.	-5,1	-38,1	19,4	16,8
Free Cash Flow Rec.	-0,6	3,0	2,2	2,7
Pay-out (%)	55,8	67,6	56,6	48,5
DPA (EUR)	1,12	0,84	0,84	0,84
Deuda financiera neta	13,0	12,0	11,2	10,0
DN / EBITDA Rec.(x)	2,5	2,5	2,1	1,8
ROE (%)	20,6	11,5	13,3	14,5
ROCE (%)	10,3	8,1	9,5	10,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	7,2	11,7	9,8	8,4
PER Ordinario	7,2	11,7	9,8	8,4
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2
Dividend Yield (%)	7,7	5,8	5,8	5,8
EV/Ventas	0,72	0,75	0,71	0,67
EV/EBITDA Rec.	6,9	7,6	6,9	6,3
EV/EBIT	8,9	10,3	8,9	7,9
FCF Yield (%)	n.a.	11,6	8,6	10,4

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	9,8	9,8	-0,4	115,7

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

(2) Sector: Europe Industrial Machinery.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

El momentum “no acompaña”. Los resultados 1T23 mostraron una caída de ingresos del -6,5%, provocando una contracción del -23,9% en EBITDA. Unos resultados que estuvieron impactados por i) menores precios de venta y un menor nivel de actividad (tras el fuerte crecimiento post Covid-19), ii) la contracción (coyuntural) del negocio agrícola (principal driver de crecimiento del negocio a l/p) y iii) la continuidad de la reestructuración operativa en la filial francesa.

Aunque consigue “defender” el margen. Pese al mal resultado del 1T23, destacamos que DESA consiguió defender un margen EBITDA del 10% (claramente por encima del nivel medio del período 2015-2020; c. 6%). Lo que, a priori, parece apuntar a que DESA habría consolidado la significativa mejora de sus márgenes vista durante los últimos dos años.

En 2023e veremos una caída del EBITDA de c. -10%. Los resultados 2023e se resentirán esencialmente por la contracción coyuntural del negocio agrícola (visible en el 1T). Como consecuencia, esperamos unos ingresos de EUR 48Mn (-4,6% vs 2022) y capacidad de mantener un margen EBITDA en niveles del 10% (EBITDA de EUR 4,8Mn; -10% vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Estrategia de diversificación del negocio. DESA ha logrado reducir el riesgo de su modelo de negocio vía menor exposición al sector construcción (hoy c. 20% del mix), tras ampliar su cartera de clientes industriales y retail, manteniendo una importante apuesta por el crecimiento del negocio agrícola (principal mecanismo para diferenciar y restar ciclicidad a la compañía).

Posicionamiento en la industria agraria, donde es un referente en los sistemas de fijación para plantas de invernadero (con producto propio, desarrollado internamente). Y pese a la contracción coyuntural en 2023e (debido a la sequía), consideramos que se trata del principal driver de crecimiento del negocio largo plazo.

Crecimiento de un dígito medio, consolidando un margen EBITDA del 10,5%. Si ponemos la vista en 2025e, esperamos crecimientos de un dígito bajo hasta alcanzar unas ventas de EUR 53,5Mn (+5,4% TACC 2023e-2025e), consolidando un margen EBITDA de c. 10,5%. EBITDA 23e-25e: +10% TACC.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Subida de tipos de interés, que presionará el beneficio neto por los mayores gastos financieros en un balance apalancado (2,5x DN/EBITDA Rec. 23e). Aunque nuestro modelo ya recoge una subida del coste de la deuda de 1,2p.p. hasta el 3,4% (que hace crecer el gasto financiero c. 25% hasta EUR 0,5Mn). Cualquier subida adicional en el coste de la deuda presionará el beneficio neto.

Elevada dependencia de proveedores asiáticos. Aunque ha reducido su exposición, ésta sigue siendo elevada, procediendo c. 40% de los productos comercializados del continente asiático.

Riesgo divisa. En 2022 el 34% de las compras se realizaron en USD. DESA no cuenta con derivados para cubrir el riesgo divisa. Una variación del USD del +/-1% tendría un impacto aproximado en el resultado del EUR +/-0,1Mn (c. 5% del beneficio neto 2023e estimado).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El momentum a corto no acompaña. El riesgo de revisión de estimaciones hoy es a la baja (márgenes, coste financiero...). EV/EBITDA 23e 7,6x (en línea con su sector).



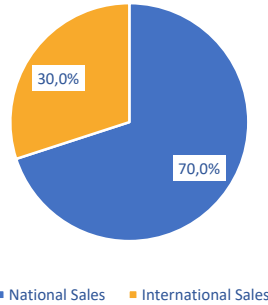
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,6	1,1	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado material	11,4	13,0	13,9	12,3	13,7	13,6	13,1	12,7		
Otros activos no corrientes	2,0	1,7	1,5	1,3	2,4	2,4	2,4	2,4		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	22,2	22,7	19,5	26,3	26,1	24,9	26,4	27,7		
Total activo	36,2	38,5	35,4	41,8	43,7	42,5	43,5	44,3		
Patrimonio neto	12,7	12,5	13,5	15,6	19,1	19,4	20,5	22,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	0,6	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5		
Otros pasivos no corrientes	-	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3		
Deuda financiera neta	13,4	15,6	10,6	10,8	13,0	12,0	11,2	10,0		
Pasivo circulante	9,3	9,4	9,6	13,5	9,8	9,3	9,9	10,4		
Total pasivo	36,2	38,5	35,4	41,8	43,7	42,5	43,5	44,3		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	41,1	42,5	39,7	48,1	50,4	48,2	51,0	53,5	5,3%	2,0%
Cto.Total Ingresos	7,9%	3,5%	-6,7%	21,3%	4,8%	-4,5%	5,8%	5,0%		
Coste de ventas	(24,5)	(25,7)	(23,8)	(28,8)	(31,4)	(29,3)	(31,0)	(32,6)		
Margen Bruto	16,6	16,8	15,9	19,3	19,0	18,9	20,0	21,0	3,6%	3,2%
Margen Bruto / Ingresos	40,3%	39,6%	40,0%	40,2%	37,8%	39,2%	39,2%	39,1%		
Gastos de personal	(7,7)	(7,8)	(7,3)	(7,7)	(7,8)	(8,2)	(8,4)	(8,6)		
Otros costes de explotación	(6,3)	(6,5)	(5,3)	(5,8)	(6,0)	(6,0)	(6,4)	(6,7)		
EBITDA recurrente	2,6	2,5	3,3	5,8	5,2	4,7	5,2	5,7	19,5%	3,0%
Cto.EBITDA recurrente	16,0%	-2,9%	33,9%	75,8%	-10,7%	-9,8%	11,1%	9,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	6,2%	5,8%	8,4%	12,2%	10,4%	9,8%	10,3%	10,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,1)	(0,5)	-	-	-	-	-		
EBITDA	2,6	2,4	2,8	5,8	5,2	4,7	5,2	5,7	19,5%	3,0%
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Gastos capitalizados	0,1	0,0	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	1,7	1,2	1,4	4,6	4,1	3,5	4,0	4,6	24,7%	3,9%
Cto.EBIT	32,9%	-27,1%	15,6%	222,0%	-10,8%	-13,8%	15,5%	12,5%		
EBIT / Ingresos	4,1%	2,9%	3,6%	9,5%	8,1%	7,3%	7,9%	8,5%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	1,1	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,5	1,1	1,2	4,3	4,8	3,0	3,5	4,1	33,2%	-4,7%
Cto.Beneficio ordinario	43,7%	-29,7%	17,0%	248,7%	9,8%	-38,0%	19,4%	16,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,5	1,1	1,2	4,3	4,8	3,0	3,5	4,1	33,2%	-4,7%
Impuestos	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(1,2)	(0,7)	(0,9)	(1,0)		
Tasa fiscal efectiva	19,0%	23,8%	27,4%	13,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,2	0,8	0,9	3,8	3,6	2,2	2,6	3,1	30,7%	-4,8%
Cto.Beneficio neto	49,1%	-33,8%	11,6%	315,6%	-4,8%	-38,1%	19,4%	16,8%		
Beneficio ordinario neto	1,2	0,9	1,3	3,8	3,6	2,2	2,6	3,1	30,7%	-4,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	49,1%	-27,7%	42,4%	198,0%	-4,8%	-38,1%	19,4%	16,8%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						4,7	5,2	5,7	19,5%	3,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						0,7	(0,9)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						5,2	4,1	4,7	33,6%	46,2%
CAPEX						(1,0)	(0,5)	(0,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,5)	(0,4)		
Impuestos						(0,7)	(0,9)	(1,0)		
Free Cash Flow Recurrente						3,0	2,2	2,7	14,7%	83,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,0	2,2	2,7	14,7%	83,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,0)	(1,5)	(1,5)		
Variación de Deuda financiera neta						(1,0)	(0,7)	(1,2)		

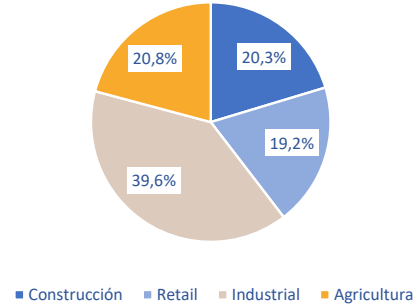


La compañía en 8 gráficos

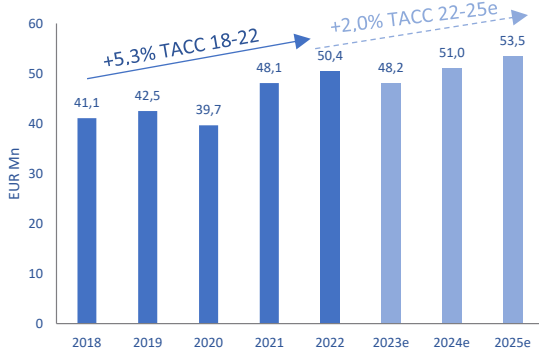
Un negocio diversificado: Las ventas fuera de España (esencialmente Europa) ya representan el 30%



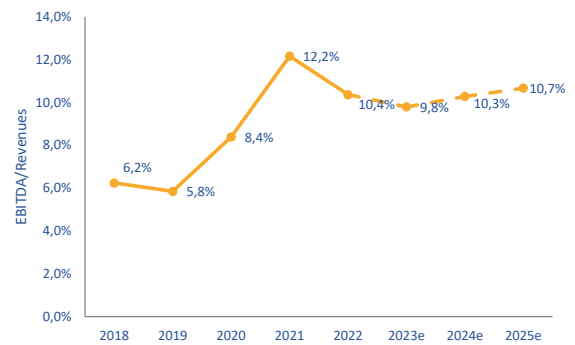
Posicionado en el mercado agrario (c. 20% s/Ingresos 2021), su principal motor de crecimiento (m/p)



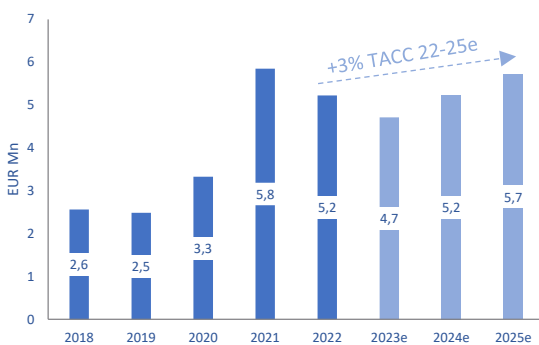
2022-2025e: Crecimiento de ingresos de un dígito bajo (+2% TACC 2022-2025e), en línea con lo visto durante los últimos 5 años



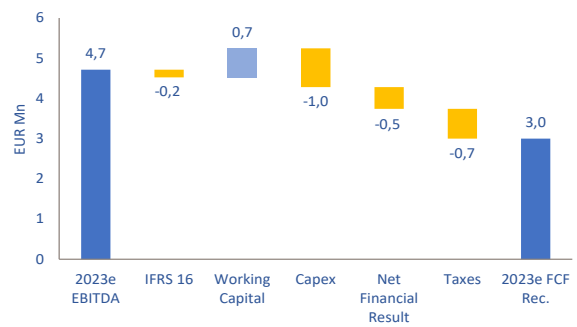
Manteniendo un margen EBITDA > 10% (con capacidad de recuperar niveles c. 11% en 2025e, aún por debajo de máximos de 2021)



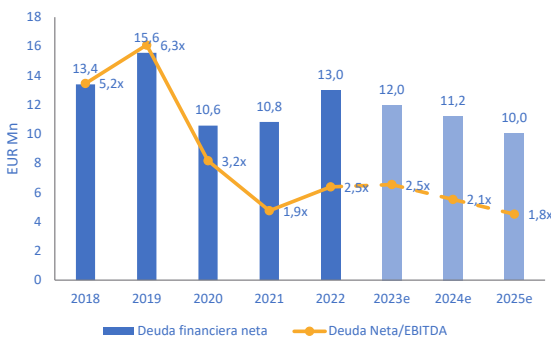
EBITDA 2022-2025e: +3% TACC



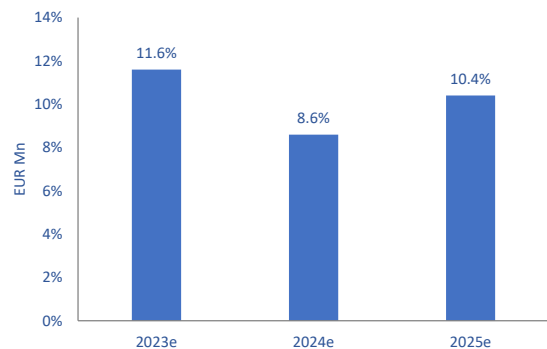
Con capacidad de convertir >50% del EBITDA en FCF



La mejora de métricas de endeudamiento (DN/EBITDA c. 2x) avala la capacidad de inversión (también en crecimiento no orgánico)



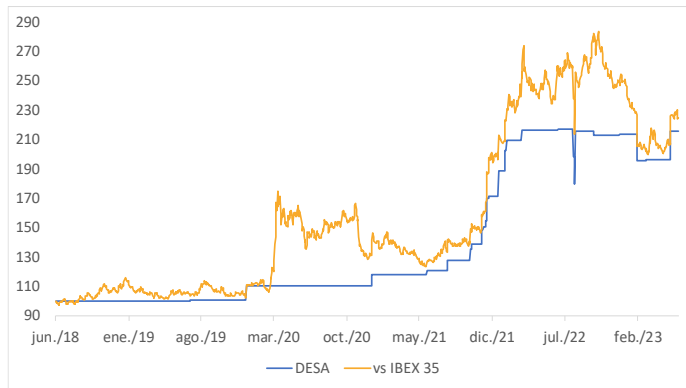
FCF Yield c. 10% durante todo el periodo estimado



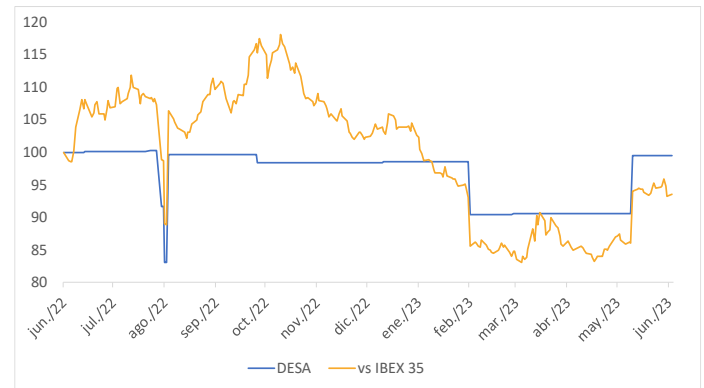


Evolución de la cotización

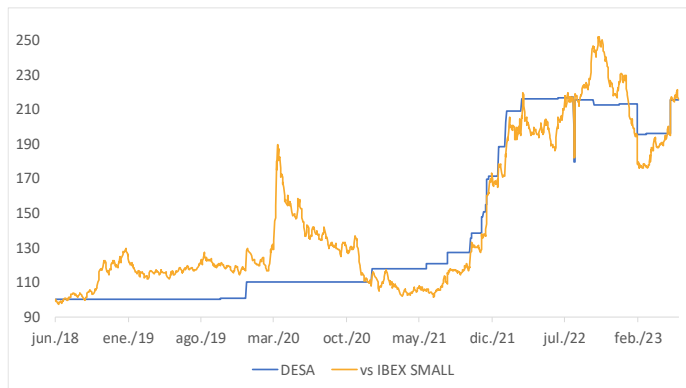
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



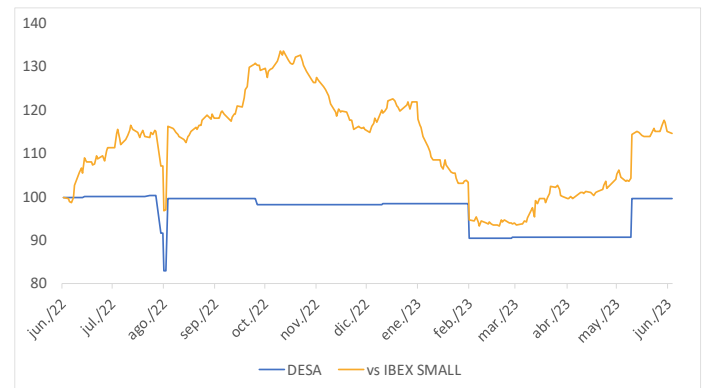
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



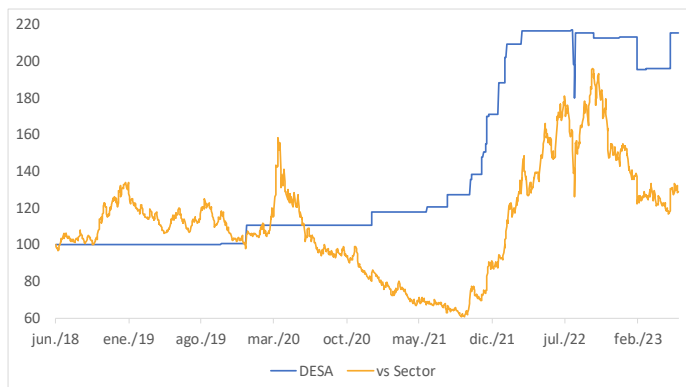
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



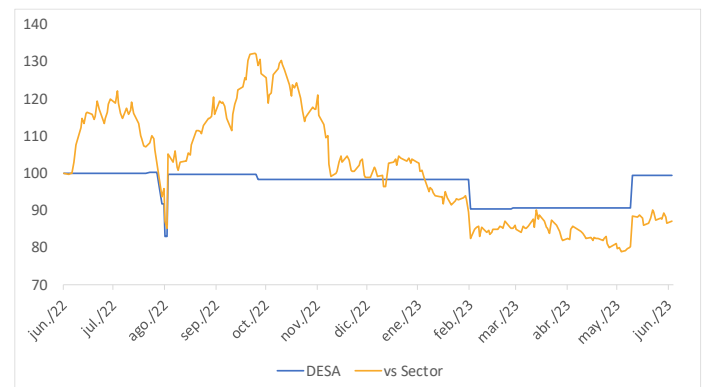
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Europe Industrial Machinery

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	9,8	9,8	-0,4	1,0	95,2	115,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	8,2	11,9	-6,5	-10,5	65,5	125,0
vs Euro STOXX 50	11,1	9,9	-12,2	-10,7	53,9	73,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	9,6	22,7	14,8	-5,9	58,5	116,6
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	9,7	13,2	8,4	-7,2	38,2	100,7
vs MSCI Europe Micro Cap	11,6	16,6	13,8	1,8	65,6	100,9
vs Sector						
vs Europe Industrial Machinery	10,4	2,8	-12,7	-16,1	26,8	29,2

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



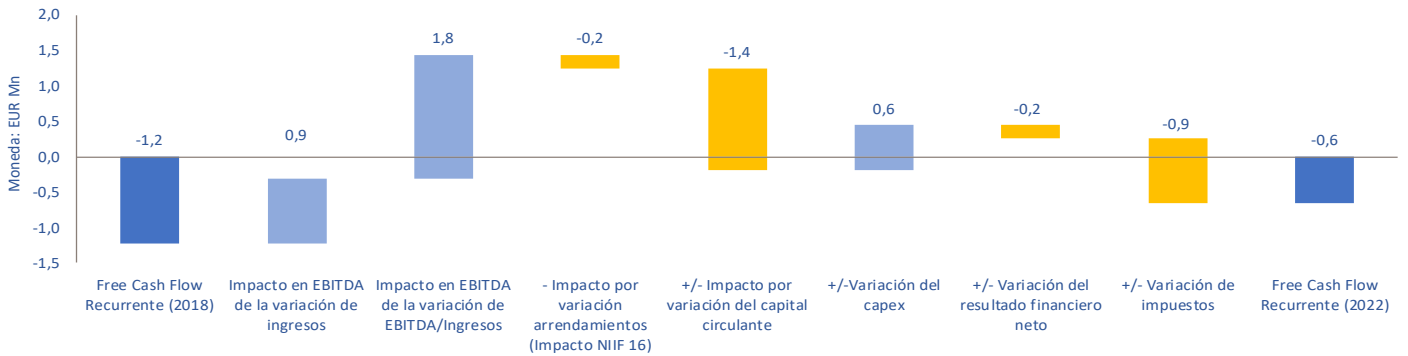
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,5	3,3	5,8	5,2	4,7	5,2	5,7	28,1%	3,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-2,9%	33,9%	75,8%	-10,7%	-9,8%	11,1%	9,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,8%	8,4%	12,2%	10,4%	9,8%	10,3%	10,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	3,4	(2,9)	(3,5)	0,7	(0,9)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,9	6,5	2,8	1,5	5,2	4,1	4,7	-7,2%	46,2%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	298,6%	245,8%	-57,5%	-45,6%	248,7%	-21,0%	13,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	4,4%	16,4%	5,7%	3,0%	10,9%	8,1%	8,8%		
- CAPEX	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(0,5)	(0,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,4)		
- Impuestos	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(1,2)	(0,7)	(0,9)	(1,0)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,0)	4,1	1,4	(0,6)	3,0	2,2	2,7	14,6%	83,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	15,2%	490,0%	-65,3%	-146,1%	561,5%	-25,3%	20,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	10,3%	2,9%	n.a.	6,2%	4,4%	5,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,5)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	0,3	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,1)	3,9	1,4	(0,6)	3,0	2,2	2,7	17,1%	83,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	7,1%	437,6%	-63,4%	-146,1%	561,5%	-25,3%	20,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	15,7%	5,4%	n.a.	11,6%	8,6%	10,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	14,9%	5,4%	n.a.	11,6%	8,6%	10,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,2)	(1,0)	4,1	1,4	(0,6)	3,0	2,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	(0,2)	0,7	0,3	(0,2)	0,3	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	1,0	1,8	(0,9)	(0,3)	0,2	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	(0,1)	0,8	2,5	(0,6)	(0,5)	0,5	0,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	0,0	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,7	3,8	(6,3)	(0,6)	4,3	(1,6)	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,4	4,6	(3,7)	(1,3)	3,7	(1,1)	0,6		
+/- Variación del CAPEX	(1,3)	0,6	1,2	0,1	(0,4)	0,5	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,1)	(0,1)	(0,7)	0,5	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,2	5,1	(2,7)	(2,1)	3,6	(0,8)	0,5		
Free Cash Flow Recurrente	(1,0)	4,1	1,4	(0,6)	3,0	2,2	2,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,2	1,4	4,6	4,1	3,5	4,0	4,6	49,2%	3,9%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	23,8%	27,4%	13,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,1)		
EBITDA recurrente	2,5	3,3	5,8	5,2	4,7	5,2	5,7	28,1%	3,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	3,4	(2,9)	(3,5)	0,7	(0,9)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,9	6,5	2,8	1,5	5,2	4,1	4,7	-7,2%	46,2%
- CAPEX	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,9)	4,2	1,4	(0,1)	3,4	2,6	3,0	49,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	15,9%	553,7%	-65,7%	-108,2%	n.a.	-23,0%	15,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	10,6%	3,0%	n.a.	7,1%	5,1%	5,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	0,3	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,9)	4,5	1,4	(0,1)	3,4	2,6	3,0	49,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	15,9%	584,0%	-67,9%	-108,2%	n.a.	-23,0%	15,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	11,6%	4,0%	n.a.	9,4%	7,3%	8,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	12,4%	4,0%	n.a.	9,4%	7,3%	8,4%		

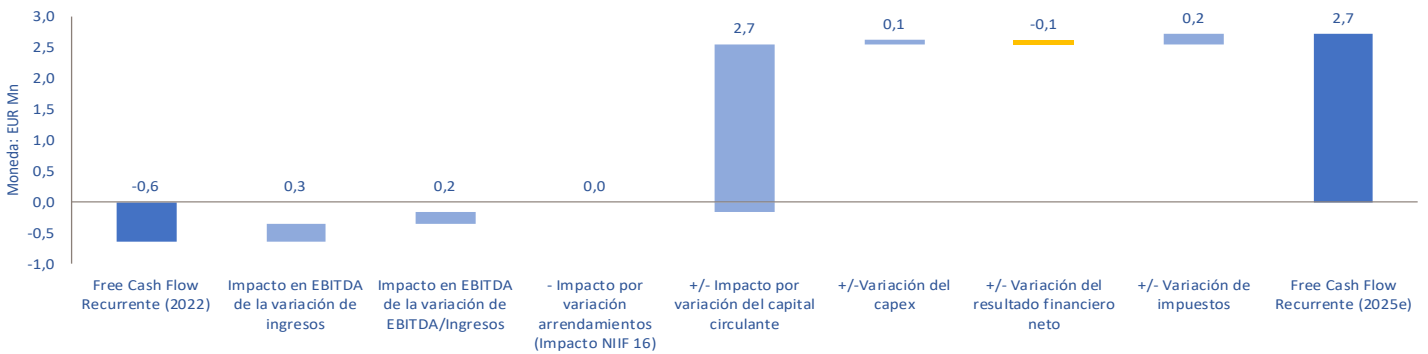


Analítica del Free Cash Flow (II)

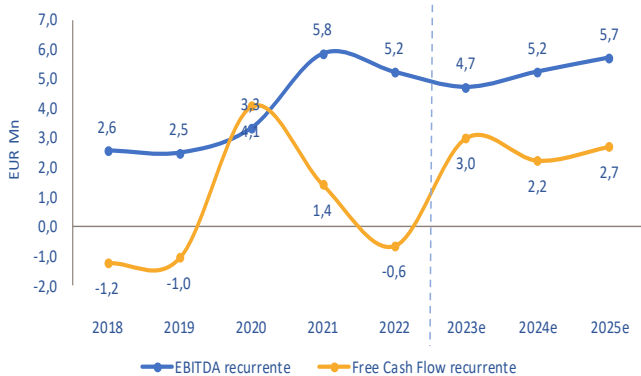
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



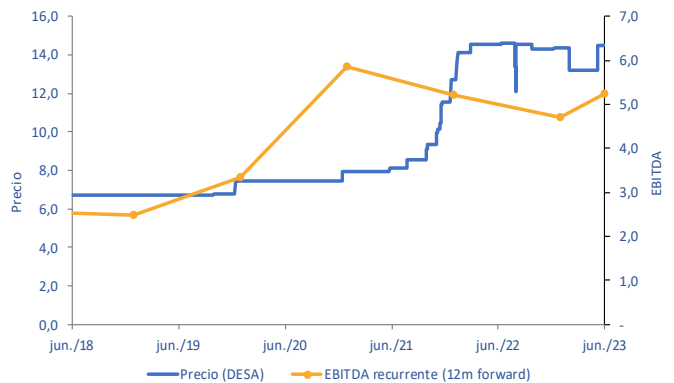
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,4	2,6	3,0	48,9			
Market Cap	25,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	12,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,4%	Coste de la deuda neta			4,1%	4,6%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,5%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,3%	3,7%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	32,7%	D			=	=	
WACC	8,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,4%	9,2%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	25,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 3m 2023
+ Deuda financiera neta	12,6	Rdos. 3m 2023
- Inmovilizado financiero	2,5	Rdos. 3m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	36,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	5,3%	3,4%	3,8%	15,2%	10,3%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	2,0%	2,3%			
FCF Yield - WACC	n.a.	2,2%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	11,3%	5,7	6,3x
Central	10,3%	5,2	6,9x
Min	9,3%	4,7	7,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	0,9%	1,0%		1,1%	Max	Central
5,7	2,8	2,7	2,7	Max	10,8%	10,6%	10,4%
5,2	2,3	2,2	2,2	Central	8,8%	8,6%	8,4%
4,7	1,8	1,7	1,7	Min	6,9%	6,7%	6,5%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	16,7%	23,1%	25,0%
% de consejeros dominicales	66,7%	61,5%	66,7%
% de consejeros ejecutivos	8,3%	7,7%	8,3%
% de otros consejeros	8,3%	7,7%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	8,3%	7,7%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	23,8%	25,6%	24,1%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,8%	3,1%	3,3%



Principales comparables 2023e

		Actores con amplia gama de productos				Actores especializados en alta tecnología						
		Norma Group	Granges AB	Trifast Plc	Average	Georg Fischer AG	Bossard Holding AG	Bufab AB	SFS Group AG	Barnes Group Inc	Average	DESA
EUR Mn		SE										
Datos Mercado	Ticker (Factset)	NOEJ-DE	GRNG-SE	TRI-GB		GF-CH	BOSN-CH	BUFAB-SE	SFSN-CH	B-US		DESA-ES
	País	Germany	Sweden	UK		Switzerland	Switzerland	Sweden	Switzerland	USA		Spain
	Market cap	546,1	909,0	113,8		5.204,1	1.775,8	1.181,1	4.896,4	1.937,2		25,9
	Enterprise value (EV)	953,1	1.266,0	177,7		5.095,9	2.043,1	1.469,2	5.406,3	2.389,6		36,1
Información financiera básica	Total Ingresos	1.301,4	2.004,9	318,0		4.175,3	1.219,8	759,1	3.278,9	1.265,9		48,2
	Cto.Total Ingresos	4,7%	-3,7%	6,1%	2,4%	1,4%	2,6%	4,9%	16,2%	7,4%	6,5%	-4,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,3%	9,1%	n.a.	6,2%	4,1%	4,4%	3,5%	3,4%	4,8%	4,0%	5,4%
	EBITDA	172,7	180,4	26,8		534,9	171,2	106,4	535,6	240,7		4,7
	Cto. EBITDA	17,8%	3,4%	13,6%	11,6%	6,9%	0,6%	0,0%	22,2%	5,2%	7,0%	-9,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	11,3%	11,9%	n.a.	11,6%	6,8%	8,8%	4,2%	6,0%	10,0%	7,1%	10,1%
	EBITDA/Ingresos	13,3%	9,0%	8,4%	10,2%	12,8%	14,0%	14,0%	16,3%	19,0%	15,2%	9,8%
	EBIT	87,1	115,4	21,8		410,9	144,1	89,5	397,8	157,8		3,5
	Cto. EBIT	32,2%	3,5%	27,9%	21,2%	7,5%	-1,1%	4,4%	25,5%	20,3%	11,3%	-13,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	24,2%	16,5%	n.a.	20,3%	8,2%	9,0%	4,5%	7,0%	12,7%	8,3%	14,0%
	EBIT/Ingresos	6,7%	5,8%	6,9%	6,4%	9,8%	11,8%	11,8%	12,1%	12,5%	11,6%	7,3%
	Beneficio Neto	59,4	70,7	15,2		306,5	105,1	57,9	307,5	89,8		2,2
	Cto. Beneficio Neto	52,0%	17,7%	35,1%	34,9%	7,8%	-0,9%	10,8%	11,9%	613,4%	128,6%	-38,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	21,5%	26,9%	n.a.	24,2%	8,9%	10,6%	9,7%	7,1%	22,9%	11,8%	18,1%
CAPEX/Ventas	4,1%	5,4%	0,9%	3,5%	4,5%	3,2%	0,6%	5,8%	3,6%	3,6%	2,0%	
Free Cash Flow	58,5	80,0	10,4		241,0	77,4	74,0	182,6	92,9		3,0	
Deuda financiera Neta	292,5	302,9	43,8		(277,8)	290,4	247,1	386,9	403,0		12,0	
DN/EBITDA (x)	1,7	1,7	1,6	1,7	n.a.	1,7	2,3	0,7	1,7	1,6	2,5	
Pay-out	38,5%	40,6%	33,7%	37,6%	38,5%	41,2%	27,1%	36,6%	33,9%	35,5%	67,6%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,8	12,8	7,8	9,8	16,8	16,1	19,3	15,9	18,4	17,3	11,7
	P/BV (x)	0,7	1,2	n.a.	1,0	2,7	3,8	3,9	2,9	1,5	3,0	1,3
	EV/Ingresos (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	1,2	1,7	1,9	1,6	1,9	1,7	0,7
	EV/EBITDA (x)	5,5	7,0	6,6	6,4	9,5	11,9	13,8	10,1	9,9	11,1	7,6
	EV/EBIT (x)	10,9	11,0	8,1	10,0	12,4	14,2	16,4	13,6	15,1	14,3	10,3
	ROE	8,3	9,4	n.a.	8,9	16,4	23,8	20,2	18,5	7,9	17,4	11,5
	FCF Yield (%)	10,7	8,8	9,1	9,5	4,6	4,4	6,3	3,7	4,8	4,8	11,6
	DPA	0,72	0,27	0,04	0,34	1,44	5,63	0,42	2,94	0,60	2,20	0,84
Dvd Yield	4,2%	3,2%	4,5%	3,9%	2,3%	2,5%	1,3%	2,3%	1,6%	2,0%	5,8%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	31,9	31,9	32,2	34,0	34,6	38,1	41,1	42,5	39,7	48,1	50,4	48,2	51,0	53,5	4,7%	2,0%
Cto. Total ingresos	-13,4%	-0,1%	1,0%	5,7%	1,7%	9,9%	7,9%	3,5%	-6,7%	21,3%	4,8%	-4,5%	5,8%	5,0%		
EBITDA	(0,2)	0,4	1,2	1,2	1,9	2,2	2,6	2,4	2,8	5,8	5,2	4,7	5,2	5,7	38,3%	3,0%
Cto. EBITDA	-113,1%	295,2%	172,4%	-1,7%	63,7%	16,2%	16,0%	-6,8%	18,8%	106,3%	-10,7%	-9,8%	11,1%	9,0%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	1,4%	3,7%	3,4%	5,5%	5,8%	6,2%	5,6%	7,1%	12,2%	10,4%	9,8%	10,3%	10,7%		
Beneficio neto	(1,0)	(0,6)	(1,7)	(0,2)	0,6	0,8	1,2	0,8	0,9	3,8	3,6	2,2	2,6	3,1	18,9%	-4,8%
Cto. Beneficio neto	n.a.	41,4%	-197,2%	91,0%	510,0%	30,6%	49,1%	-33,8%	11,6%	315,6%	-4,8%	-38,1%	19,4%	16,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8		
BPA (EUR)	-0,55	-0,32	-0,95	-0,09	0,35	0,46	0,69	0,46	0,51	2,11	2,00	1,24	1,48	1,73	18,9%	-4,8%
Cto. BPA	n.a.	41,4%	n.a.	91,0%	n.a.	30,8%	49,2%	-33,8%	11,5%	n.a.	-5,1%	-38,1%	19,4%	16,8%		
BPA ord. (EUR)	-0,28	-0,16	-0,95	-0,01	0,31	0,46	0,69	0,50	0,71	2,11	2,00	1,24	1,48	1,73	24,8%	-4,8%
Cto. BPA ord.	n.a.	42,4%	n.a.	98,8%	n.a.	50,2%	49,2%	-27,7%	42,3%	n.a.	-5,1%	-38,1%	19,4%	16,8%		
CAPEX	(0,1)	(0,4)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(0,5)	(0,5)		
CAPEX/Vtas %	0,4%	1,2%	1,6%	2,3%	3,1%	2,8%	3,0%	5,9%	4,9%	1,5%	1,2%	2,0%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow	2,9	0,6	(0,0)	(1,2)	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,1)	3,9	1,4	(0,6)	3,0	2,2	2,7	-8,3%	83,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	24,9x	9,2x	10,3x	6,9x	5,7x	5,2x	6,5x	3,7x	1,9x	2,5x	2,5x	2,1x	1,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,4x	21,8x	9,8x	16,3x	15,6x	6,0x	7,2x	11,7x	9,8x	8,4x		
EV/Vtas (x)	1,08x	1,06x	1,05x	1,03x	1,04x	0,92x	0,69x	0,74x	0,71x	0,73x	0,79x	0,75x	0,71x	0,67x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	28,6x	30,1x	19,0x	15,8x	11,1x	13,1x	9,9x	6,0x	7,6x	7,6x	6,9x	6,3x		
Comport. Absoluto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-33,1%	10,5%	6,5%	60,3%	13,2%	1,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	4,9%	-17,6%	-3,5%	7,7%	2,1%	-9,9%	-21,3%	-1,2%	26,0%	48,6%	19,8%	-10,5%				

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

EcoLumber, S.A. (ECO) es un Grupo nacional de pequeño tamaño con sede en España (Barcelona), especializado inicialmente en la producción agrícola forestal. La compañía ha dado un giro estratégico, posicionándose en la industria de la alimentación, como Grupo verticalmente integrado, en la producción de frutos secos, su procesamiento y comercialización. Está controlada por su Consejo (62% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	32,4	34,7
EV (Mn EUR y USD)	50,8	54,4
Número de Acciones (Mn)	32,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,05 / 1,01 / 1,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	0,7	
Factset / Bloomberg	ECO-ES / ECO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

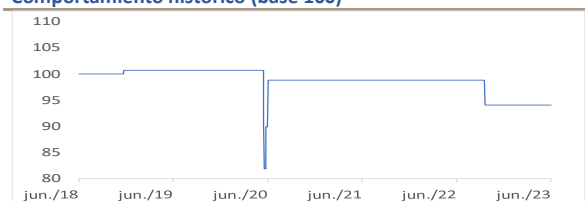
G3T SL	17,8
Onchena	12,8
Brinca 2004 SL	10,6
Acalios	7,3
Free Float	32,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	32,4	32,4	32,4	32,4
Total Ingresos	18,3	21,7	24,8	27,7
EBITDA Rec.	-2,2	-0,7	0,4	1,3
% Var.	-10,0	68,3	162,7	200,7
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	1,8	4,8
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	19,3	14,1	8,5	7,1
Beneficio neto	-3,0	-1,7	-0,8	0,0
BPA (EUR)	-0,09	-0,05	-0,02	0,00
% Var.	-8,8	44,4	55,1	103,2
BPA ord. (EUR)	-0,10	-0,05	-0,03	0,00
% Var.	-13,6	44,9	53,0	102,9
Free Cash Flow Rec.	-2,9	-2,4	-1,2	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	17,1	19,5	20,7	21,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	46,7	15,8
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,3
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	2,3

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	3,2	3,9	4,2	4,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,77	2,34	2,05	1,83
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	38,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,0	0,0	-4,8	-5,9

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
 (2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.
 (3) Otros: Otros miembros del Consejo 5,4%, Relocation & Exec. Serv. SL 5,0%, Jovellanos Cartera 5,3%, Transtronic Spain Corp 3,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Doble lectura de los resultados 2022: elevado crecimiento en ingresos, aunque los márgenes se estrechan. Tras la adquisición de Utega en 2019, ECO ha mantenido una tasa elevada de crecimiento en ingresos (+10,8% TACC 2019-2022), cerrando 2022 con unos Ingresos de EUR 18,3Mn (+15,1% vs 2021). Pero afectada por el alza de precios y el efecto divisa (apreciación dólar; Mg. Bruto 2022; -3p.p. vs 2021) que ha presionado los márgenes. EBTIDA 2022 EUR -2,2Mn (vs EUR -2,0Mn 2021).

2023e debería ser un año de inflexión para ECO (marcado por el éxito en la penetración de los AirNuts). Los AirNuts (producto de mayor valor añadido) debería permitir a ECO cambiar la tendencia vista hasta ahora. El mayor peso de los AirNuts en el mix de ingresos debería hacer posible un 2023e con unos Ingresos de EUR 21,7Mn (+18,7%) y una mejora del Mg. Bruto hasta el 19% (+6p.p.) por un mix más rentable y una normalización del tipo de cambio. EBITDA 2023e de c. EUR -0,7Mn.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Giro estratégico. ECO realizó un cambio de su modelo de negocio con la adquisición de Utega (transición desde el negocio maderero al de comercialización de frutos secos) y ha desarrollado los AirNuts (producto saludable con base de frutos secos y mezcla de harina y arroz de distintos sabores más lucrativo) como vía de crecimiento a largo plazo y sobre los que pivota su equity story actual

Mejora de márgenes. Esperamos una mejora significativa en márgenes (ya desde 2023e) por 4 razones: i) capacidad de traspasar el aumento de costes a sus precios, ii) normalización del efecto divisa, iii) mayor peso de las ventas de AirNuts en el mix de ingresos hasta un 7% s/Ingresos 2023e (vs 1,5% en 2022) y iv) capacidad de apalancarse sobre sus costes de estructura (elevado componente fijo).

Los próximos dos años van a ser claves para demostrar la capacidad de obtener financiación y la apuesta por los AirNuts. Todo lo anterior, nos lleva a unos ingresos 2025e de EUR 27,7Mn (+14,8% TACC 2022-2025e; estimación hiperdependiente del grado de éxito comercial de AirNuts). Un mix de ingresos más rentable, sumado al control de costes llevarían a ECO a un EBITDA 2025e de EUR 1,3Mn (Mg. EBTIDA 2025e 4,8%). Aunque sin FCF rec. positivo hasta después de 2025e, lo que aumentará el nivel de endeudamiento (ya elevado) hasta EUR 21Mn (vs EUR 17,1Mn en 2022).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Dependencia del negocio de Eroski. En 2022 el peso de Eroski representó c. 60% de los ingresos consolidados (70% en 2021). La baja diversificación de clientes hace que la evolución del negocio este directamente correlacionada con la evolución del negocio de Eroski (lo que incrementa el riesgo de revisión de estimaciones a la baja).

Elevado nivel de endeudamiento. El nivel de endeudamiento supone un riesgo de negocio para ECO cerrando con una DN 2022 de EUR 17,1Mn que tendrá efecto sobre el BN y la generación de caja. ECO tiene 2 vías para mitigar el riesgo: i) captación de capital adicional o ii) la venta de activos (ECO tiene activos mantenidos para la venta por EUR 0,6Mn y activos biológicos por valor de c. EUR 7Mn).

Riesgo divisa. Los aprovisionamientos se realizan en su mayor parte (>60%) en dólares (riesgo que afecta a la rentabilidad del modelo de negocio) lo que hace que los márgenes estén sujetos a la evolución del tipo de cambio.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Elevados múltiplos. El comportamiento de la acción -12m (-4,8%) ha mejorado a su benchmark (-10%). Pero ECO mantiene una fuerte prima vs EV/Ventas del sector (+55%), con un diferencial de crecimiento en ingresos (c.+8p.p.) que no permitirá superar break-even hasta 24e, y por tanto con una generación de FCF negativa hasta más allá de 2025e que seguirá incrementando el nivel de endeudamiento. Todo pivota sobre el éxito de los AirNuts y la "velocidad" a la que ganen cuota y crezcan.



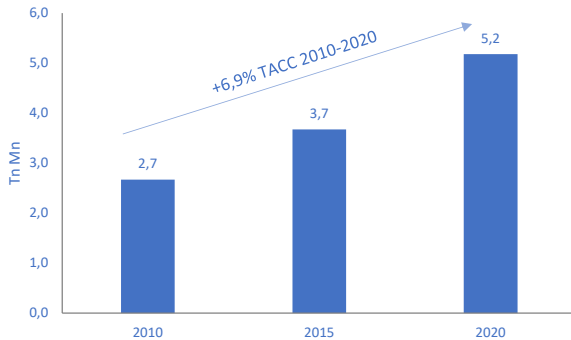
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	3,7	4,1	4,1	3,9	3,5	4,1	4,5	4,9		
Inmovilizado material	16,9	19,1	16,3	16,3	16,3	15,9	15,5	15,1		
Otros activos no corrientes	0,0	0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	1,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9		
Activo circulante	5,0	5,9	5,0	6,7	7,4	8,3	9,0	9,5		
Total activo	29,7	33,3	31,4	32,0	32,3	33,3	34,1	34,7		
Patrimonio neto	19,9	17,6	12,6	13,0	10,1	8,4	7,7	7,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0		
Otros pasivos no corrientes	-	1,2	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2		
Deuda financiera neta	5,9	10,2	14,3	14,2	17,1	19,5	20,7	21,0		
Pasivo circulante	2,8	3,1	1,9	2,3	3,0	3,3	3,6	3,9		
Total pasivo	29,7	33,3	31,4	32,0	32,3	33,3	34,1	34,7		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	0,2	13,4	15,3	15,9	18,3	21,7	24,8	27,7	<i>n.a.</i>	14,8%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>27,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,8%</i>	<i>4,0%</i>	<i>15,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>11,6%</i>		
Coste de ventas	(0,5)	(11,3)	(13,1)	(13,4)	(15,9)	(17,6)	(19,4)	(21,3)		
Margen Bruto	(0,3)	2,2	2,2	2,5	2,4	4,1	5,4	6,4	74,8%	39,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,6%</i>	<i>16,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,2%</i>		
Gastos de personal	(0,5)	(1,5)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)	(2,2)		
Otros costes de explotación	(1,0)	(2,9)	(2,6)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)		
EBITDA recurrente	(1,8)	(2,2)	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(0,7)	0,4	1,3	-5,4%	37,5%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>9,5%</i>	<i>-20,3%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>13,1%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>68,3%</i>	<i>162,7%</i>	<i>200,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,8%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,3)	(0,3)	(0,0)	0,0	-	-	-		
EBITDA	(1,8)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	(2,2)	(0,7)	0,4	1,3	-5,0%	37,6%
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
Gastos capitalizados	1,7	1,0	0,2	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	(0,3)	(2,2)	(3,1)	(2,1)	(2,6)	(1,2)	(0,2)	0,7	-68,0%	31,6%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>75,0%</i>	<i>-564,3%</i>	<i>-43,1%</i>	<i>31,6%</i>	<i>-22,4%</i>	<i>55,2%</i>	<i>86,0%</i>	<i>543,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(0,7)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,5)	(2,4)	(3,8)	(2,6)	(3,2)	(1,8)	(0,8)	0,0	-61,7%	26,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>67,4%</i>	<i>-415,7%</i>	<i>-58,7%</i>	<i>31,5%</i>	<i>-22,0%</i>	<i>44,4%</i>	<i>53,0%</i>	<i>103,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	(1,5)	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,5)	(2,4)	(5,3)	(2,6)	(3,2)	(1,8)	(0,8)	0,0	-61,7%	26,2%
Impuestos	-	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	(0,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,5)	(2,2)	(5,0)	(2,5)	(3,0)	(1,7)	(0,8)	0,0	-59,3%	26,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>67,4%</i>	<i>-377,5%</i>	<i>-122,6%</i>	<i>49,3%</i>	<i>-19,4%</i>	<i>44,4%</i>	<i>55,1%</i>	<i>103,2%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,5)	(2,1)	(3,6)	(2,6)	(3,2)	(1,8)	(0,8)	0,0	-62,6%	26,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>67,7%</i>	<i>-349,1%</i>	<i>-72,5%</i>	<i>27,6%</i>	<i>-24,7%</i>	<i>44,9%</i>	<i>53,0%</i>	<i>102,9%</i>		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(0,7)	0,4	1,3	-5,4%	37,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,4)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						-1,4	-0,1	0,9	12,5%	33,7%
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,7)	(0,7)		
Impuestos						0,1	0,1	(0,0)		
Free Cash Flow Recurrente						(2,4)	(1,2)	(0,3)	12,2%	51,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,4)	(1,2)	(0,3)	30,6%	48,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						2,4	1,2	0,3		

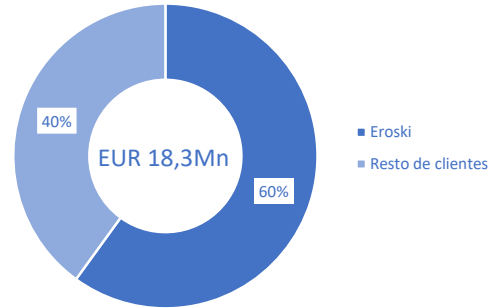


La compañía en 8 gráficos

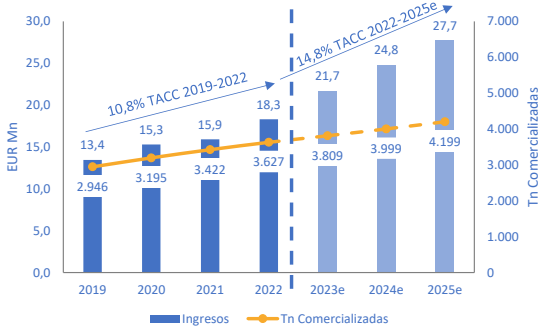
El aumento en el consumo de frutos secos (-10y) es uno de los principales drivers de crecimiento de ECO (+6,9% TACC 2010-2020)



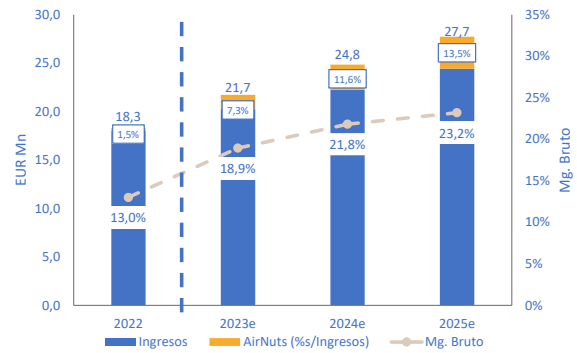
La obtención de nuevos clientes ha reducido el peso de Eroski en el mix de ingresos hasta el 60% en 2022 (vs 70% en 2021)



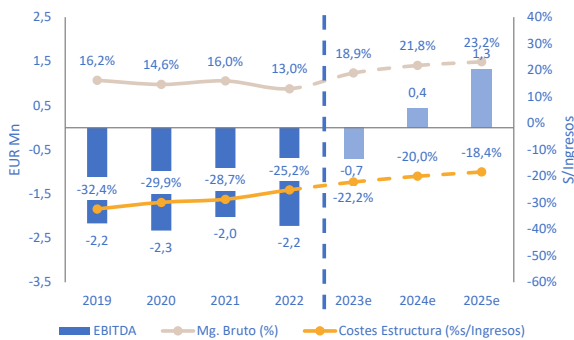
Pese al entorno, ECO ha sido capaz de crecer a doble dígito (+10,8% TACC, -3y) desde la adquisición del grupo Utega en 2019



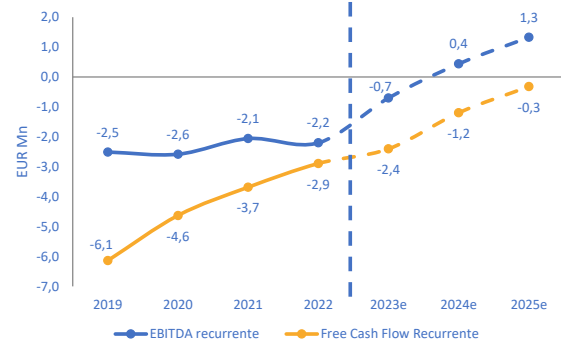
El mayor peso de AirNuts en el mix (13,5% en 25e vs 1,5% en 22), incrementará el Mg. Bruto hasta 23,2% en 25e (+10,2p.p. vs 22)



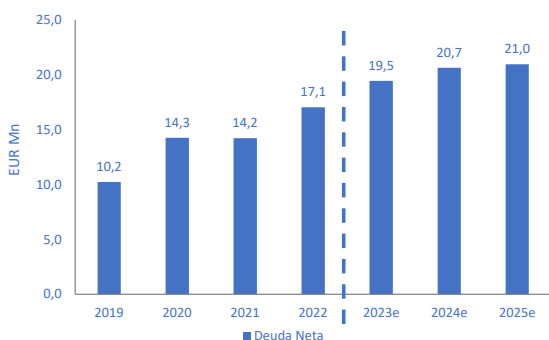
Lo que, sumado al control de costes de estructura, permitirá ver EBITDA positivo en 2024e



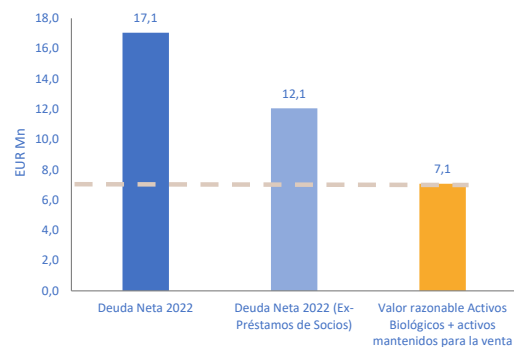
El FCF continuará marcado (23e-25e) por el CAPEX y unos elevados gastos financieros



Lo que incrementará la DN hasta EUR 21Mn en 2025e (3x DN 25/FFPP)...



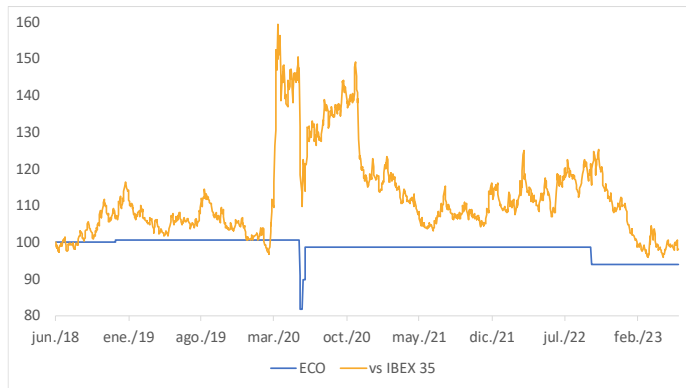
... aunque, parcialmente mitigado por el V.R. de los activos biológicos (c. EUR 6,5Mn) y la deuda con socios (c. EUR 5Mn)





Evolución de la cotización

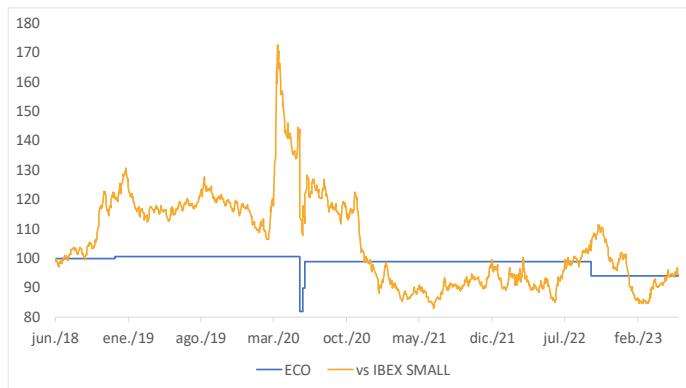
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



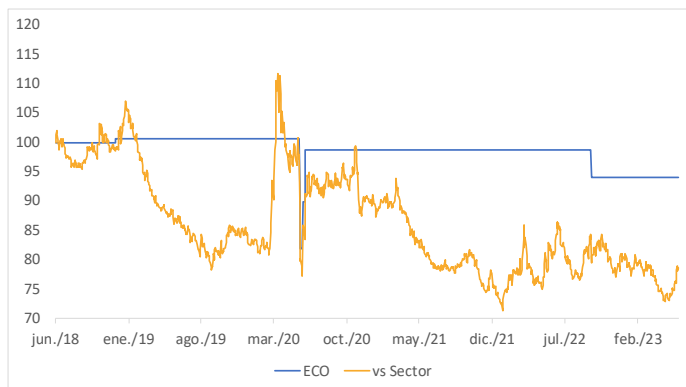
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	0,0	-4,8	0,0	-4,8	-5,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,5	1,9	-10,5	-11,4	-19,3	-1,9
vs Euro STOXX 50	1,1	0,0	-16,1	-11,6	-24,9	-24,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,2	11,7	9,8	-6,8	-22,7	-5,5
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-0,2	3,1	3,7	-8,2	-32,6	-12,5
vs MSCI Europe Micro Cap	1,6	6,1	8,9	0,7	-19,2	-12,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	7,4	0,7	-3,3	-2,9	-13,9	-21,4

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



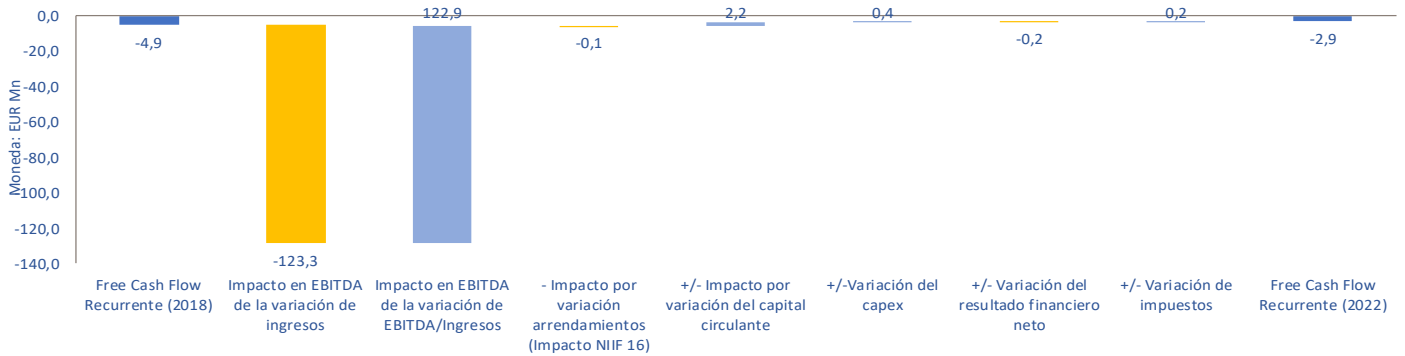
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(2,2)	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(0,7)	0,4	1,3	-0,9%	37,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-20,3%	-7,4%	13,1%	-10,0%	68,3%	162,7%	200,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	4,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	(0,3)	(1,4)	0,0	(0,6)	(0,4)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,9)	(2,7)	(3,5)	(2,3)	(1,4)	(0,1)	0,9	7,3%	33,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	26,4%	6,1%	-29,7%	34,6%	40,3%	94,2%	n.a.		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%		
- CAPEX	(3,2)	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,7)		
- Impuestos	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	(0,0)		
= Free Cash Flow recurrente	(6,1)	(4,6)	(3,7)	(2,9)	(2,4)	(1,2)	(0,3)	22,1%	51,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-25,6%	24,3%	20,4%	21,5%	17,0%	50,2%	73,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,5)	1,0	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(6,1)	(5,2)	(2,6)	(2,3)	(2,4)	(1,2)	(0,3)	27,9%	48,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	38,1%	15,7%	48,7%	13,4%	-4,7%	50,2%	73,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(4,9)	(6,1)	(4,6)	(3,7)	(2,9)	(2,4)	(1,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(122,6)	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,1)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	122,3	0,1	0,4	0,1	1,9	1,2	0,8		
= Variación EBITDA recurrente	(0,4)	(0,2)	0,3	(0,2)	1,5	1,1	0,9		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,0)	0,0	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,5	0,4	(1,1)	1,4	(0,6)	0,2	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,0	0,2	(0,8)	1,2	0,9	1,3	1,0		
+/- Variación del CAPEX	(2,4)	1,3	2,0	(0,5)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	0,2	0,1	(0,2)	0,1	(0,1)	(0,0)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,2)	1,5	0,9	0,8	0,5	1,2	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	(6,1)	(4,6)	(3,7)	(2,9)	(2,4)	(1,2)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	(2,2)	(3,1)	(2,1)	(2,6)	(1,2)	(0,2)	0,7	-6,2%	31,6%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(0,1)		
EBITDA recurrente	(2,2)	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(0,7)	0,4	1,3	-0,9%	37,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	(0,3)	(1,4)	0,0	(0,6)	(0,4)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,9)	(2,7)	(3,5)	(2,3)	(1,4)	(0,1)	0,9	7,3%	33,7%
- CAPEX	(3,2)	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(0,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(6,1)	(4,6)	(3,5)	(2,7)	(1,9)	(0,6)	0,3	23,3%	28,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-28,2%	23,8%	25,3%	20,8%	31,0%	67,9%	150,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,5)	1,0	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(6,1)	(5,2)	(2,4)	(2,1)	(1,9)	(0,6)	0,3	29,4%	28,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	37,6%	15,1%	53,0%	11,6%	11,7%	67,9%	150,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%		

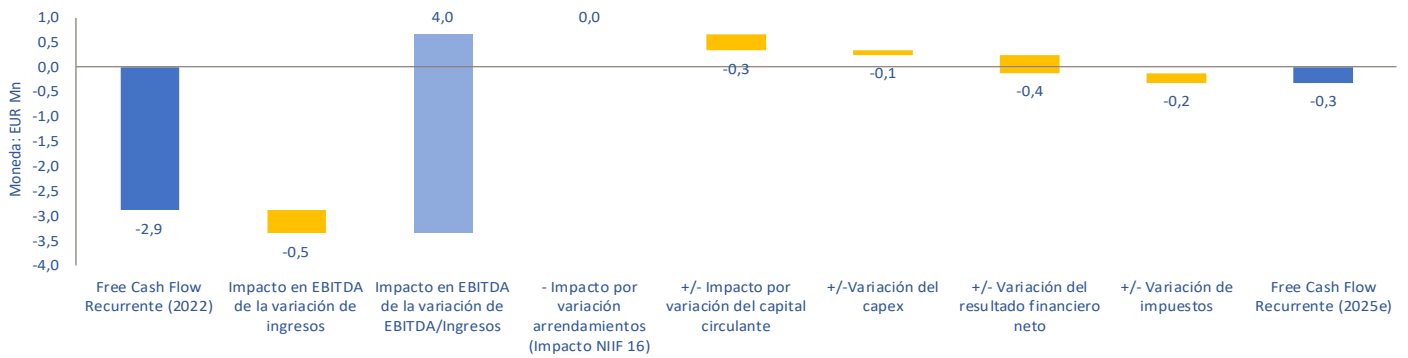


Analítica del Free Cash Flow (II)

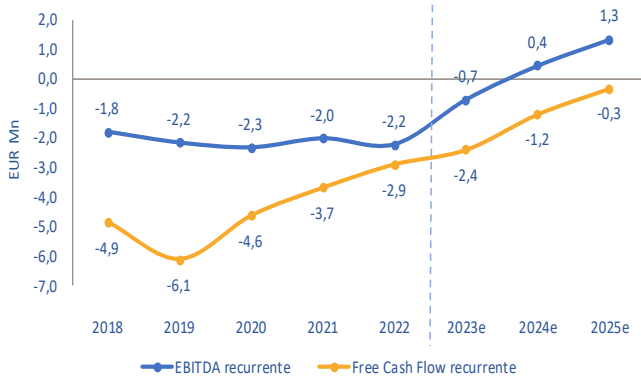
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



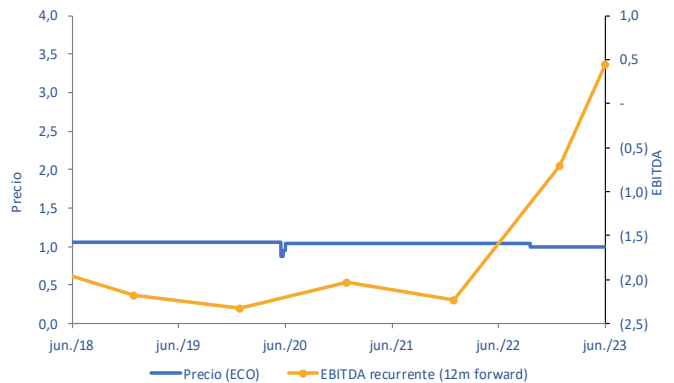
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,9)	(0,6)	0,3	n.a.			
Market Cap	32,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	17,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	0,8	B (estimación propia)			0,7	0,9	
Coste del Equity	8,2%	Ke = Rf + (R * B)			7,2%	9,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,5%	D			=	=	
WACC	6,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,9%	7,3%	
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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	32,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	17,1	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	0,6	Rdos. 12m 2022
Enterprise Value (EV)	50,8	

(1) Activos no estratégicos a la venta (terrenos en España valorados en EUR 0,6Mn).

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	-4,3%			
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	23,1%	30,8%	27,3%
% de consejeros dominicales	61,5%	61,5%	63,6%
% de consejeros ejecutivos	7,7%	7,7%	9,1%
% de otros consejeros	7,7%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	15,4%	15,4%	18,2%
% de mujeres en la plantilla	35,6%	30,8%	32,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,5%	1,4%	1,1%



Principales comparables 2023e

	Industria Europea					Otros		ECO	
	EUR Mn	Select Harvest Limited	Vilmorin & Cie	SIPEF	TIPIAK SA	Average	Archer-Daniels-Midland Company		Average
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SHV-AU	RIN-FR	SIP-BE	TIPI-FR		ADM-US	ECO-ES	
	País	Australia	France	Belgium	France		USA	Spain	
	Market cap	335,9	1.434,6	626,3	55,8		36.237,8	32,4	
	Enterprise value (EV)	593,0	2.765,4	644,4	117,5		46.495,9	50,8	
Información financiera básica	Total Ingresos	75,7	1.820,8	428,9	246,9		93.400,2	21,7	
	Cto.Total Ingresos	-38,5%	14,7%	-14,5%	3,1%	-8,8%	-1,5%	-1,5%	18,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	40,1%	3,3%	0,0%	3,3%	11,7%	-0,3%	-0,3%	12,9%
	EBITDA	(39,9)	429,8	159,0	19,3		5.573,1		(0,7)
	Cto. EBITDA	-434,5%	21,6%	-25,6%	-4,8%	-110,8%	26,9%	26,9%	67,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	85,7%	5,5%	-6,1%	6,4%	22,9%	-3,0%	-3,0%	97,1%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	23,6%	37,1%	7,8%	22,8%	6,0%	6,0%	n.a.
	EBIT	(56,3)	149,0	90,5	7,5		4.065,1		(1,2)
	Cto. EBIT	n.a.	51,3%	-46,2%	-10,9%	-1,9%	18,5%	18,5%	55,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	62,9%	8,5%	-4,4%	26,8%	23,4%	-2,4%	-2,4%	61,9%
	EBIT/Ingresos	n.a.	8,2%	21,1%	3,0%	10,8%	4,4%	4,4%	n.a.
	Beneficio Neto	(42,9)	98,2	70,0	4,2		3.531,5		(1,7)
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	6,5%	-32,0%	2,4%	-7,7%	-12,8%	-12,8%	44,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	57,8%	11,3%	-10,4%	16,0%	18,7%	-5,1%	-5,1%	41,9%
	CAPEX/Ventas	21,5%	16,1%	18,7%	5,3%	15,4%	1,3%	1,3%	2,4%
Free Cash Flow	(20,4)	12,6	31,5	1,1		1.863,4		(2,4)	
Deuda financiera Neta	157,8	973,4	5,0	65,4		4.396,0		19,5	
DN/EBITDA (x)	n.a.	2,3	0,0	3,4	1,9	0,8	0,8	n.a.	
Pay-out	-0,3%	41,8%	29,0%	42,3%	28,2%	26,6%	26,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	14,6	9,0	13,1	12,2	10,3	10,3	n.a.
	P/BV (x)	1,3	1,0	0,8	0,9	1,0	1,6	1,6	3,9
	EV/Ingresos (x)	7,8	1,5	1,5	0,5	2,8	0,5	0,5	2,3
	EV/EBITDA (x)	n.a.	6,4	4,1	6,1	5,5	8,3	8,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	18,6	7,1	15,7	13,8	11,4	11,4	n.a.
	ROE	n.a.	6,6	8,9	6,7	7,4	15,5	15,5	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	0,9	5,0	2,0	2,6	5,1	5,1	n.a.
	DPA	0,00	1,79	1,95	2,00	1,44	1,67	1,67	0,00
Dvd Yield	0,0%	2,9%	3,3%	3,3%	2,4%	2,5%	2,5%	0,0%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 12-22	TACC 22-25e
Total Ingresos								13,4	15,3	15,9	18,3	21,7	24,8	27,7	n.a.	14,8%
Cto. Total ingresos								n.a.	13,8%	4,0%	15,1%	18,7%	14,3%	11,6%		
EBITDA								(2,5)	(2,6)	(2,1)	(2,2)	(0,7)	0,4	1,3	n.a.	37,6%
Cto. EBITDA								-38,6%	-2,9%	20,3%	-6,9%	67,9%	162,7%	200,7%		
EBITDA/Ingresos								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	4,8%		
Beneficio neto								(2,2)	(5,0)	(2,5)	(3,0)	(1,7)	(0,8)	0,0	n.a.	26,2%
Cto. Beneficio neto								-377,5%	-122,6%	49,3%	-19,4%	44,4%	55,1%	103,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)								27,0	27,0	29,5	32,4	32,4	32,4	32,4		
BPA (EUR)								-0,08	-0,18	-0,09	-0,09	-0,05	-0,02	0,00	n.a.	26,2%
Cto. BPA								n.a.	n.a.	53,6%	-8,8%	44,4%	55,1%	n.a.		
BPA ord. (EUR)								-0,08	-0,13	-0,09	-0,10	-0,05	-0,03	0,00	n.a.	26,2%
Cto. BPA ord.								n.a.	-72,5%	33,8%	-13,6%	44,9%	53,0%	n.a.		
CAPEX								(3,2)	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
CAPEX/Vtas %								23,6%	12,5%	n.a.	2,4%	2,4%	2,1%	1,9%		
Free Cash Flow								(6,1)	(5,2)	(2,6)	(2,3)	(2,4)	(1,2)	(0,3)	n.a.	48,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,7x	15,8x		
PER (x)								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)								2,99x	2,75x	2,71x	2,72x	2,34x	2,05x	1,83x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,2x		
Comport. Absoluto								0,0%	-1,9%	0,0%	-4,8%	0,0%	0,0%			
Comport. Relativo vs Ibex 35								-10,6%	16,1%	-7,3%	0,8%	-11,4%				

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

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.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	17,0	18,2
EV (Mn EUR y USD)	20,6	22,1
Número de Acciones (Mn)	9,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,80 / 2,36 / 1,62	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	35,4	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,8	9,2	9,2	9,2
Total Ingresos	6,1	8,8	11,9	14,4
EBITDA Rec.	-2,4	-1,3	-0,4	0,7
% Var.	-42,1	44,2	68,4	268,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	-2,3	22,5	26,4	17,0
Beneficio neto	-1,9	-1,2	-0,4	0,6
BPA (EUR)	-0,22	-0,13	-0,04	0,06
% Var.	6,9	38,4	67,9	247,1
BPA ord. (EUR)	-0,26	-0,13	-0,04	0,06
% Var.	-12,7	47,6	67,9	247,1
Free Cash Flow Rec.	-3,8	-2,3	-1,5	-0,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,8	5,3	6,7	6,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	9,6
ROE (%)	n.a.	n.a.	134,9	n.a.
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	14,4

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	29,3
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	29,3
P/BV	15,0	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,40	2,33	1,73	1,43
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	28,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	22,0
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-14,7	-7,5	-48,0	n.a.

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

(2) Sector: Europe Electrical Products.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

La crisis de suministros lastró los resultados 2022. Retrasando el tiempo de entrega de las baterías de Ion-Litio y reduciendo el crecimiento estimado en ingresos (EUR 6,1Mn; +29,3% vs estimado de +81,2%). El aumento del precio de materias primas como el acero (+30%) y las celdas de litio (+7,1%) presionaron los márgenes en 2022.

La cartera de pedidos es el principal catalizador del negocio para 2023e. Los pedidos a abril de 2023e ascienden a EUR 7,1Mn (80% s/Vtas 2023e; el 27,4% es fuera de España) y dan visibilidad para nuestras previsiones de 2023e.

El reto de 2023e es mejorar márgenes. Estimamos un repunte de la actividad en 2023e por: i) el tamaño de la cartera de pedidos y ii) el comienzo de su diversificación (geográfica y sectorial); sumado a una progresiva mejora de la rentabilidad por la estabilización del precio de las materias primas y la capacidad de apalancarse sobre su estructura. Para 2023e, estimamos unos ingresos de EUR 8,8Mn (+45,9% vs 2022) y un EBITDA de EUR -1,3Mn (vs EUR -2,4Mn en 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Fuerte driver sectorial (transición hacia una movilidad sostenible). La cuota de mercado de los vehículos eléctricos en España crecerá c.10p.p. en 2023e hasta suponer un 22% del total (vs 13% en 2022) y 55% en 2030e.

Tasas de crecimiento elevadas (y condicionadas al éxito de la cadena de producción). Esperamos que END crezca a doble dígito alto (+30,3% TACC 2022-2025e), esencialmente, por: i) expansión internacional (13% s/ingresos en 2022e, y c.40% en 2025e) y ii) diversificación sectorial (entrada de pedidos de baterías para motos eléctricas que se entregarán en 2023e y entrada en el sector naval en 2024e).

Sin perder de vista el margen (¿Superar break-even en 2025e?). La evolución de los márgenes de END vendrá condicionada por: i) capacidad de repercutir la subida de precios de los materiales a sus clientes, ii) mejores condiciones con proveedores y iii) una mayor eficiencia por la optimización de procesos (economías de escala).

2023e-2024e van a ser cruciales para la viabilidad del modelo de negocio. Nuestras estimaciones recogen un consumo de caja de EUR 3,1Mn adicional hasta 2025e para alcanzar el break-even, con unos ingresos 2025e de EUR 14,4Mn (vs EUR 6,1Mn en 22), un EBITDA de EUR 0,7Mn y una DN de EUR 6,9Mn (EUR 3,2Mn de convertibles).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Aumento de costes de materias primas y energía. Una subida de precios en los materiales como la vista en 2022 evitaría la recuperación de márgenes prevista para los próximos años hasta que se repercutiera ese aumento en el precio de venta (elevando el riesgo de revisión de estimaciones a la baja) y alejaría el break-even en EBITDA más allá de 2025e (estimación actual).

Elevado nivel de endeudamiento y potencial dilución. END cerró 2022 con una DN de EUR 3,8Mn. En 2023e ha suscrito un acuerdo de financiación mediante la emisión de bonos convertibles con Alpha Blue Ocean por EUR 3,2Mn. Las necesidades de financiación actuales pasan por una dilución máxima del 12,1% para el accionista por la ejecución del 100% del acuerdo de financiación Alpha Blue Ocean.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Múltiplos exigentes. Pese a que el precio de la acción ha caído un -48% -12m, END tiene un exigente EV/Ventas 2023e 2,3x (vs 1,4x de su sector) que presenta una doble lectura: i) crece (orgánicamente) a una tasa superior (+27,5% TACC 2023e-2025e) a la de sus principales comparables (Varta: +9% y Enersys +5,6%) aunque ii) con un riesgo mayor por el modelo de negocio y fase en que se encuentra: aún con bajos márgenes y cuya principal restricción sigue siendo la captación de capital ("necesariamente" vía equity y con efecto dilutivo).



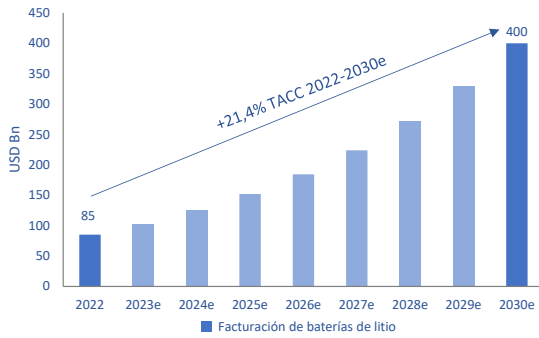
Proyecciones financieras

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



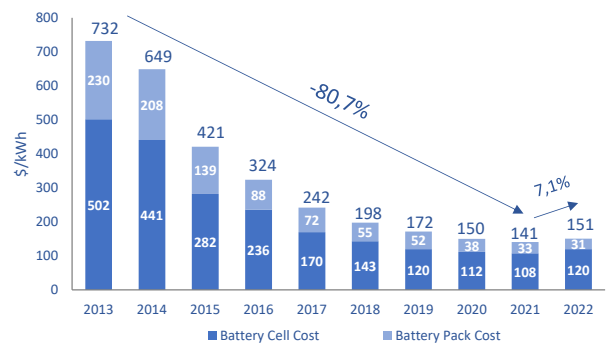
La compañía en 8 gráficos

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



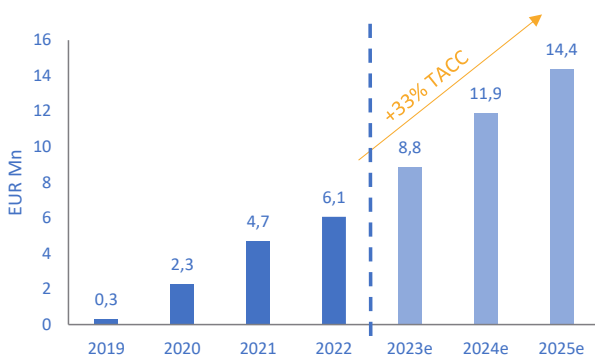
Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

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

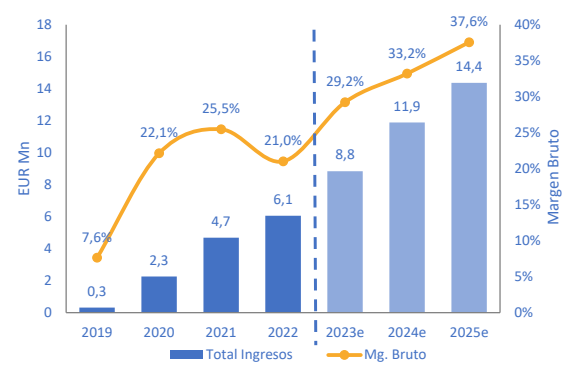


Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

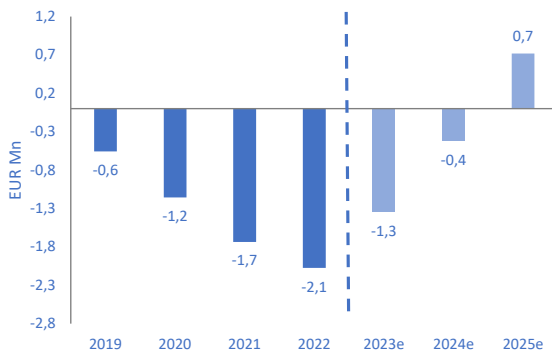
END: Bien posicionada para acelerar su crecimiento...



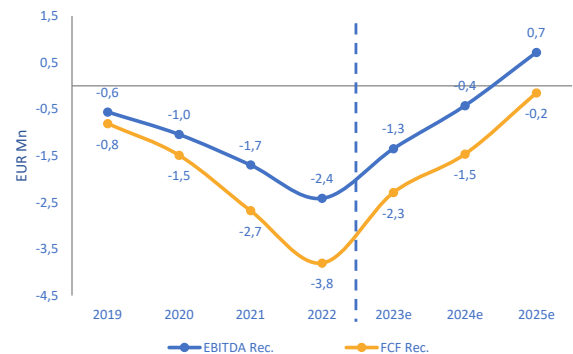
... y capacidad para mejorar su Mg. Bruto (aún inferior al 30%)



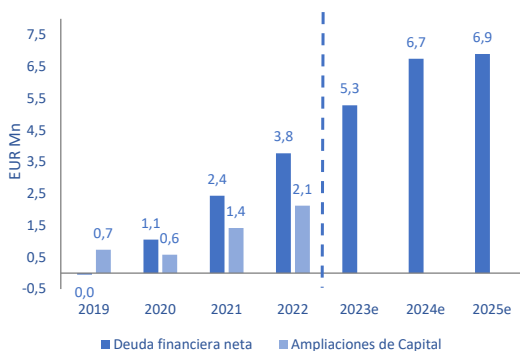
Aunque el break-even en EBITDA no será posible, al menos, hasta 2025e



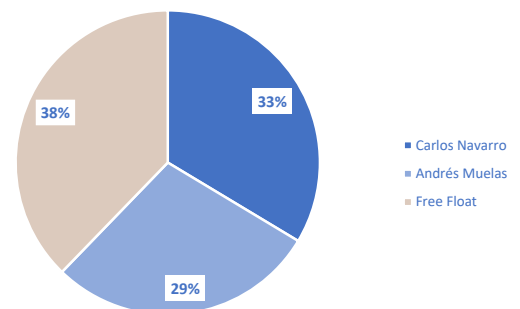
Lo que se traducirá en un elevado consumo de caja



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



c. 62% del capital en manos de sus fundadores





Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



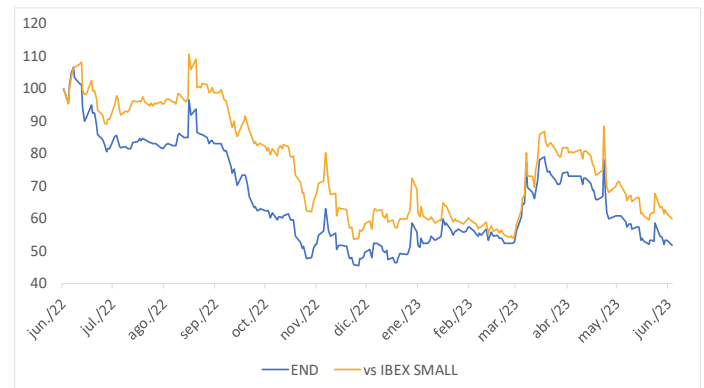
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



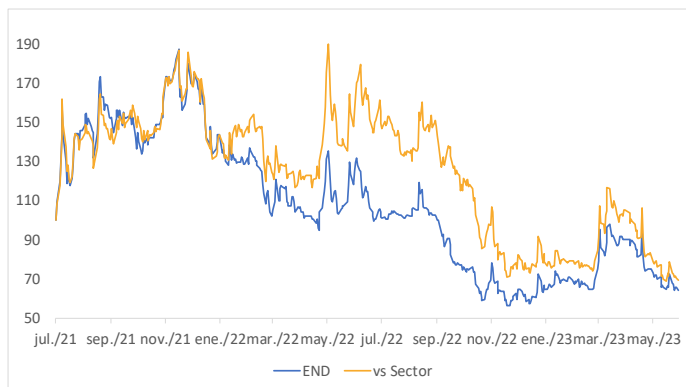
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Europe Electrical Products

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-14,7	-7,5	-48,0	-11,5	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-16,0	-5,8	-51,2	-21,6	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-13,8	-7,5	-54,2	-21,8	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-14,9	3,3	-40,1	-17,5	n.a.	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-14,9	-4,6	-43,4	-18,7	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-13,4	-1,8	-40,6	-10,8	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Europe Electrical Products	-15,7	-12,9	-55,5	-24,7	n.a.	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



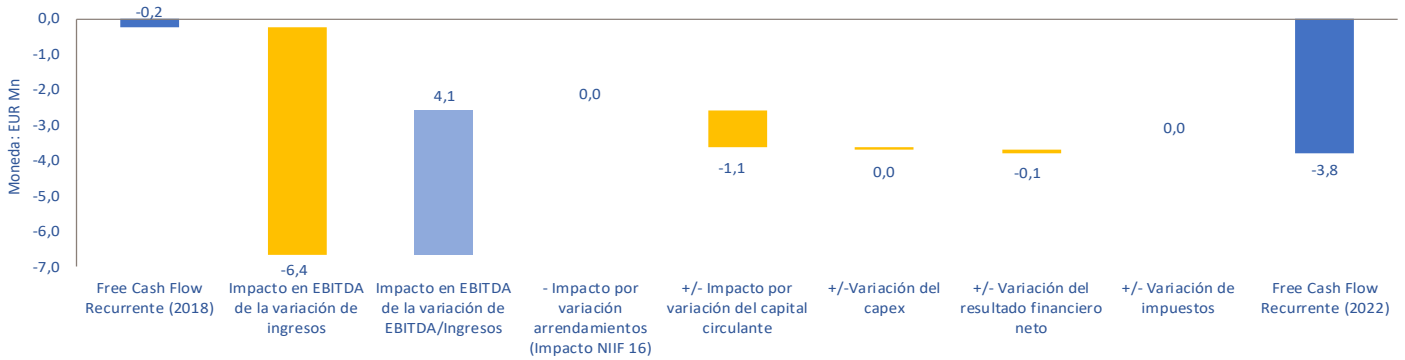
Análítica del Free Cash Flow (I)

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

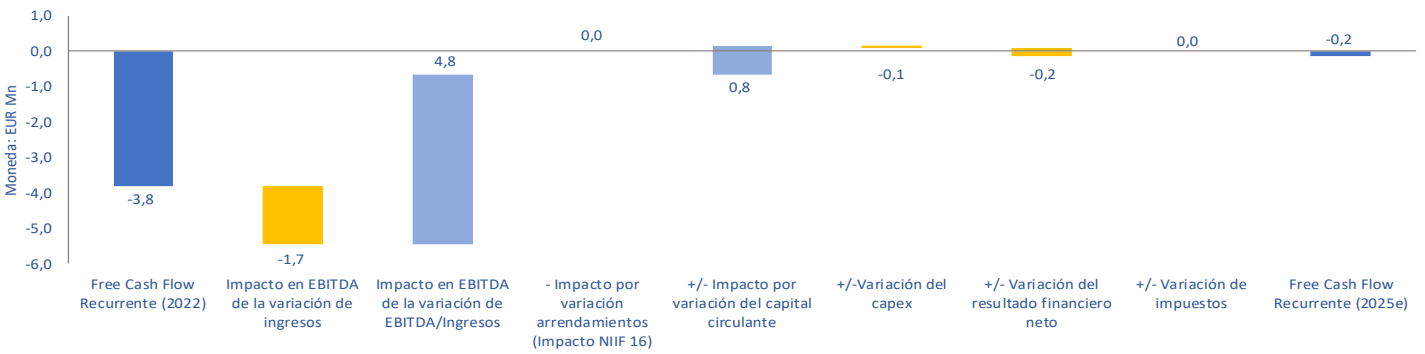


Analítica del Free Cash Flow (II)

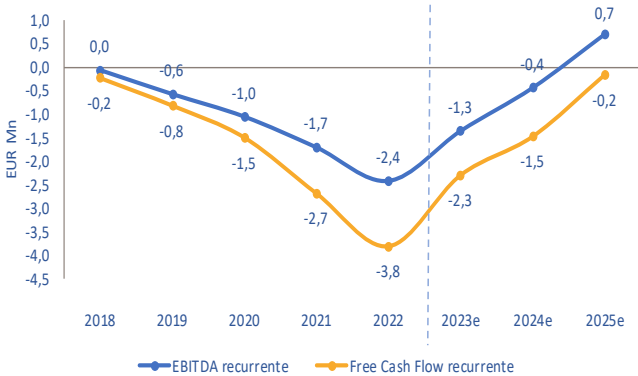
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



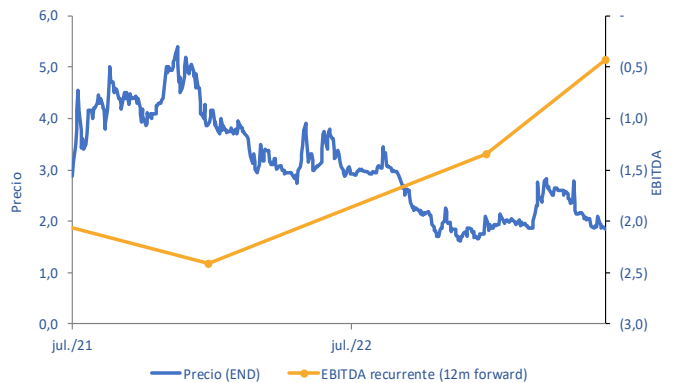
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,3)	(1,1)	0,2	n.a.			
Market Cap	17,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	$Kd = \text{Coste de Deuda Neta} * (1-T)$			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	$Ke = Rf + (R * B)$			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,2%	D			=	=	
WACC	9,4%	$WACC = Kd * D + Ke * E$			8,4%	10,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	17,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	3,8	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	20,6	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	5,0%			
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	25,6%	31,6%	32,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,0%	0,3%	1,3%



Principales comparables 2023e

Lithium batteries

	EUR Mn	Varta AG	Enersys	Fluence	Ilika	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VARI-DE	ENS-US	FLNC-US	IKA-GB	FLUX-US		END-ES
	País	Germany	USA	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	640,7	3.888,7	4.030,9	78,9	54,1		17,0
	Enterprise value (EV)	1.162,0	4.652,1	2.504,4	58,3	66,2		20,6
Información financiera básica	Total Ingresos	839,0	3.706,4	1.741,7	2,2	62,5		8,8
	Cto. Total Ingresos	4,0%	7,1%	55,6%	185,0%	58,1%	62,9%	45,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,4%	n.a.	36,2%	n.a.	38,7%	22,8%	27,5%
	EBITDA	69,3	476,8	(88,6)	(8,3)	(3,6)		(1,3)
	Cto. EBITDA	161,1%	31,5%	n.a.	n.a.	73,5%	96,3%	35,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	49,0%	n.a.	n.a.	44,7%	n.a.	46,8%	59,1%
	EBITDA/Ingresos	8,3%	12,9%	n.a.	n.a.	n.a.	10,6%	n.a.
	EBIT	(37,9)	376,8	(132,0)	(9,6)	(5,0)		(1,0)
	Cto. EBIT	53,8%	35,8%	n.a.	n.a.	65,4%	44,8%	43,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	84,1%	n.a.	79,2%	42,8%	n.a.	68,7%	71,8%
	EBIT/Ingresos	n.a.	10,2%	n.a.	n.a.	n.a.	10,2%	n.a.
	Beneficio Neto	(58,3)	263,3	(124,1)	(8,2)	(6,1)		(1,2)
	Cto. Beneficio Neto	70,9%	60,4%	n.a.	n.a.	57,8%	65,7%	35,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	54,7%	n.a.	82,4%	47,0%	95,2%	61,3%	57,2%
	CAPEX/Ventas	11,8%	3,1%	0,3%	n.a.	n.a.	5,1%	1,0%
	Free Cash Flow	(10,6)	165,0	(72,5)	(7,3)	n.a.		(1,5)
Deuda financiera Neta	513,9	n.a.	(361,8)	(7,8)	n.a.		5,3	
DN/EBITDA (x)	7,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,4	n.a.	
Pay-out	0,0%	10,1%	0,0%	0,0%	n.a.	2,5%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	13,3	n.a.	n.a.	n.a.	13,3	n.a.
	P/BV (x)	2,7	2,3	11,1	4,0	n.a.	5,0	n.a.
	EV/Ingresos (x)	1,4	1,3	1,4	n.a.	1,1	1,4	2,3
	EV/EBITDA (x)	16,8	9,8	n.a.	n.a.	n.a.	13,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	12,3	n.a.	n.a.	n.a.	12,3	n.a.
	ROE	n.a.	17,0	n.a.	n.a.	n.a.	17,0	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	4,2	n.a.	n.a.	n.a.	4,2	n.a.
	DPA	0,00	0,65	0,00	0,00	n.a.	0,16	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	n.a.	0,2%	0,0%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Enerside (ENRS), es una plataforma de renovables integrada verticalmente (en plena fase de transición hacia un modelo build to own) especializada en solar fotovoltaica. En la actualidad cuenta con un pipeline de +5,5GW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo distribuidos en Latam (Brasil, Chile y Uruguay; 80% del pipeline) y Europa (España e Italia; 20%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	185,1	198,3
EV (Mn EUR y USD)	200,3	214,6
Número de Acciones (Mn)	37,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,80 / 5,47 / 4,03	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación ⁽¹⁾	12,1	
Factset / Bloomberg	ENRS-ES / ENRS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

Joatham Grange	19,2
Antoni Gasch	19,2
Tomàs Casanovas	10,0
Alejandro Alorda	9,3
Free Float	28,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	37,3	37,3	37,3	37,3
Total Ingresos	31,9	35,2	50,5	73,1
EBITDA Rec.	-14,0	-11,6	-1,0	15,5
% Var.	n.a.	17,0	91,6	n.a.
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	21,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	20,8	18,3	4,4	3,7
Beneficio neto	-13,8	-4,0	11,5	17,1
BPA (EUR)	-0,37	-0,11	0,31	0,46
% Var.	n.a.	71,2	389,8	48,9
BPA ord. (EUR)	-0,34	-0,40	-0,29	-0,10
% Var.	n.a.	-17,1	28,8	65,9
Free Cash Flow Rec.	-58,8	-36,5	-133,0	-113,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	16,3	42,8	150,8	239,7
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	15,5
ROE (%)	n.a.	n.a.	25,0	28,4
ROCE (%)	n.a.	n.a.	14,1	12,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	16,1	10,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	4,2	4,6	3,6	2,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	6,27	5,69	3,97	2,74
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	12,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	10,1	6,3
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-5,0	-4,2	-20,0	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

(3) Otros: Alternative Green Energy 8,3%, Javier García - Mateo 5,7%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Tras un 2022 negativo (y poco representativo)... Pese al fuerte crecimiento en ventas (EUR 32Mn en 2022), los márgenes decepcionaron (por el mal resultado del negocio EPC). EBIT 2022: EUR -14,1Mn. Resultados poco relevantes, ya que el valor generado en el desarrollo de la cartera de proyectos aún no se encuentra reflejado en el P&L: el valor neto de los activos (NAV) se incrementó hasta EUR 237Mn (+40%).

... los resultados 2023e tampoco serán la “rueda a seguir”. En 2022 los gastos de estructura (personal y otros gastos de explotación no relacionados con desarrollo de proyectos y EPC) ascendieron a EUR 12Mn. Lo anterior, junto a un negocio EPC en breakeven y una actividad IPP aún sin masa crítica en explotación, apunta a un EBITDA Recurrente negativo (c. EUR -10Mn). Por debajo del EBITDA Rec., la rotación de activos en fase RTB debería permitir situar el EBITDA 23e en EUR -1,5Mn (incluimos ventas de EUR 20Mn; impacto en EBITDA de c. EUR 10Mn, margen c. 50%).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Historia de crecimiento dentro de un sector también en crecimiento (renovables). Aunque aún sin activos propios en explotación, ENRS cuenta con un pipeline de +5,5GW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo, distribuidos en Latam (Brasil, Chile; 80% pipeline) y Europa (España e Italia; 20%). La cartera de proyectos incluye 74MW en construcción/asegurados, 2.652MW con alta visibilidad (RTB esperado entre 2023 y 2024), 1.739MW en estado avanzado y 1.077MW en early stage.

En plena transición a IPP, pasando de un negocio hasta ahora dominado por el desarrollo de proyectos y la prestación de servicios EPC para terceros, a un modelo centrado en el desarrollo y construcción de plantas fotovoltaicas para mantenerlas en propiedad y, por tanto, para operarlas como productor independiente de energía (IPP). Por ello, la evolución del pipeline (permisos ambientales y administrativos, firma de nuevos acuerdos de suministro de energía, cierre financiero...) es “clave”.

Los dos próximos años son críticos (el foco debe ponerse ya en 2025e)... al final todo dependerá del nivel de éxito en la ejecución del pipeline. Nuestro modelo contempla la construcción y puesta en operación de c. 450MW hasta 2025e (de los que 74MW ya se encuentran en construcción/asegurados). Capacidad instalada media en 2025e de aprox. 350MW (EBITDA Rec. 2025e c. EUR 15Mn vs EUR -10Mn en 2023e).

... dentro de un sector con tendencia natural a la concentración. No hay que olvidar que ENRS podría ser un objetivo en potenciales transacciones para operadores tradicionales que quieran acelerar sus planes de descarbonización (utilities tradicionales, o compañías de petróleo y gas).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de deuda. Deuda neta 2022 de EUR 16,3Mn (esencialmente a l/p: 85% de la deuda financiera vence a partir de 2027). Dado que ENRS está inmersa en un proceso de fuerte inversión, no descartamos que las necesidades de financiación adicionales sigan cubriéndose con soluciones que impliquen equity. DN/EBITDA 25e c. 6x.

Entorno de tipos de interés al alza, que podría impactar en las valoraciones de la cartera de proyectos (y en los precios de venta de los activos desarrollados).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La relación EV/MW sigue siendo una “llamada de atención”. La visibilidad de resultados a c/p sigue siendo reducida. Pero el diferencial de precio (EV/MW) frente a sus comparables directos sigue siendo superior al 50%. Un diferencial que puede explicarse por: i) menor valor de los flujos generados en Brasil (donde concentra la mayor parte de su cartera) y ii) sobrevaloración del riesgo geográfico (algo que esperamos que cambie en los próximos años). Un diferencial que debería tender a reducirse a medida que el pipeline avance en su desarrollo (y gane visibilidad).



Proyecciones financieras

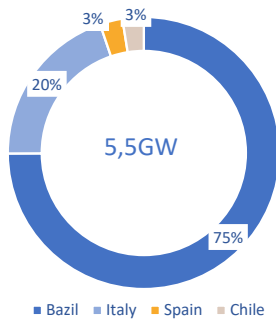
Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial			0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado material			0,1	0,6	21,3	43,2	169,7	270,2		
Otros activos no corrientes			0,3	1,1	3,6	3,6	3,6	3,6		
Inmovilizado financiero			2,1	2,2	3,5	3,5	3,5	3,5		
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	-	-	-	-		
Activo circulante			5,7	12,5	47,8	49,2	46,7	48,7		
Total activo			8,1	16,5	76,4	99,7	223,7	326,1		
Patrimonio neto			4,1	8,2	44,2	40,2	51,7	68,8		
Minoritarios			(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Provisiones y otros pasivos a LP			0,0	0,2	1,2	1,2	1,2	1,2		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			3,5	2,1	16,3	42,8	150,8	239,7		
Pasivo circulante			0,5	6,0	14,7	15,5	20,1	16,4		
Total pasivo			8,1	16,5	76,4	99,7	223,7	326,1		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	20-22	22-25e
Total Ingresos			3,5	8,4	31,9	35,2	50,5	73,1	<i>n.a.</i>	31,8%
<i>Cto.Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>141,4%</i>	<i>281,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>43,5%</i>	<i>44,8%</i>		
OPEX			(3,5)	(7,9)	(45,9)	(46,8)	(51,5)	(57,6)		
EBITDA recurrente			(0,1)	0,5	(14,0)	(11,6)	(1,0)	15,5	<i>n.a.</i>	45,9%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>942,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>17,0%</i>	<i>91,6%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>6,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>21,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec. ⁽¹⁾			0,0	(0,3)	(2,3)	10,0	25,0	25,0		
EBITDA			(0,1)	0,2	(16,3)	(1,6)	24,0	40,5	<i>n.a.</i>	64,9%
Depreciación y provisiones			(0,0)	(0,1)	(2,8)	(1,3)	(4,3)	(8,8)		
Gastos capitalizados			-	-	4,9	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			(0,1)	0,2	(14,1)	(2,9)	19,8	31,7	<i>n.a.</i>	61,9%
<i>Cto.EBIT</i>			<i>n.a.</i>	<i>290,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>79,5%</i>	<i>780,1%</i>	<i>60,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>2,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>39,1%</i>	<i>43,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,2)	(0,3)	(0,9)	(2,0)	(5,4)	(10,3)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(0,3)	(0,1)	(15,1)	(5,0)	14,3	21,4	<i>n.a.</i>	50,6%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>			<i>n.a.</i>	<i>65,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>67,2%</i>	<i>389,8%</i>	<i>48,9%</i>		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,3)	(0,1)	(15,1)	(5,0)	14,3	21,4	<i>n.a.</i>	50,6%
Impuestos			0,2	(0,2)	1,4	1,0	(2,9)	(4,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios			(0,0)	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(0,2)	(0,3)	(13,8)	(4,0)	11,5	17,1	<i>n.a.</i>	48,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>-68,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>71,2%</i>	<i>389,8%</i>	<i>48,9%</i>		
Beneficio ordinario neto			(0,3)	0,2	(12,8)	(15,0)	(10,7)	(3,6)	<i>n.a.</i>	34,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>147,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-17,1%</i>	<i>28,8%</i>	<i>65,9%</i>		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	20-22	22-25e
EBITDA recurrente						(11,6)	(1,0)	15,5	<i>n.a.</i>	45,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,6)	7,0	(5,5)		
Cash Flow operativo recurrente						-12,2	6,1	10,0	<i>n.a.</i>	30,9%
CAPEX						(23,2)	(130,8)	(109,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,0)	(5,4)	(10,3)		
Impuestos						1,0	(2,9)	(4,3)		
Free Cash Flow Recurrente						(36,5)	(133,0)	(113,9)	<i>n.a.</i>	-24,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						10,0	25,0	25,0		
Free Cash Flow						(26,5)	(108,0)	(88,9)	<i>n.a.</i>	-24,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						26,5	108,0	88,9		

(1) En el período 2023e-2025e se incluye el impacto neto en EBITDA de la rotación de activos en fase RTB.

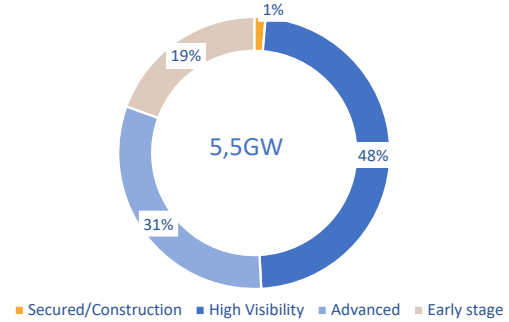


La compañía en 8 gráficos

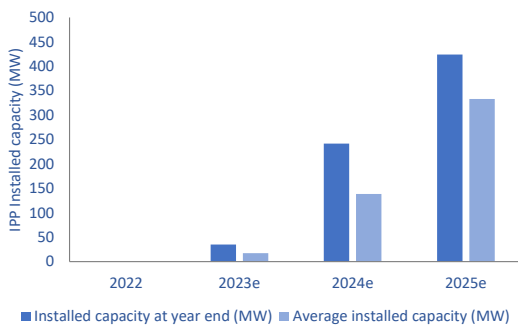
Una compañía en plena transición a IPP, con un pipeline de +5,5GW diversificado geográficamente



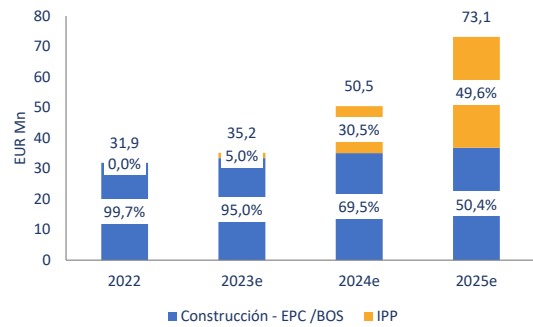
Con 61MW de proyectos IPP en construcción a cierre 2022. Y una expectativa de que c. 80% del pipeline alcance RTB en 2025-2026



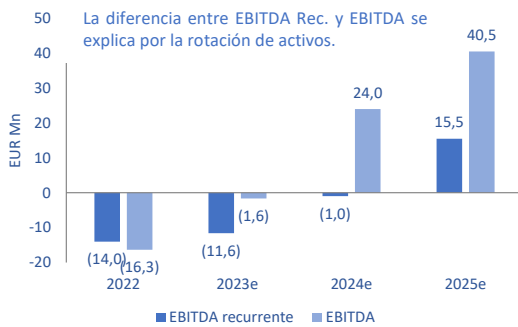
Nuestro modelo contempla la construcción y puesta en operación de c. 450MW hasta 2025e



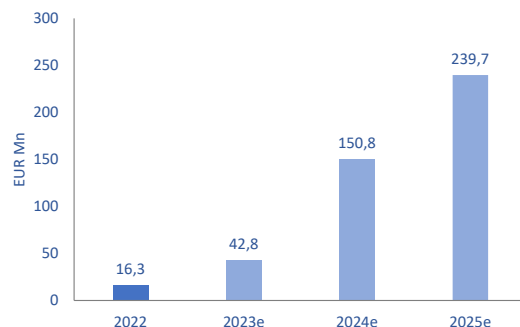
En 2025e el negocio de generación (IPP) debería representar c. 50% de los ingresos



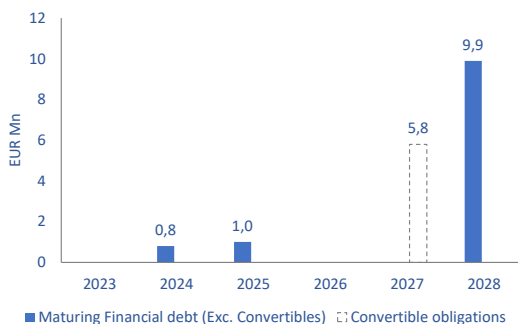
Lo que debiera permitir a ENRS alcanzar una generación de EBITDA Recurrente de c. EUR 15Mn en 2025e



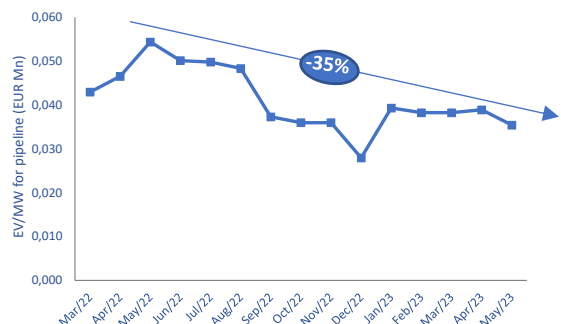
El elevado capex para el desarrollo y construcción de su pipeline tendrá su reflejo en la deuda neta (DN/EBITDA 25e c. 6x)



Aunque más del 85% de los vencimientos de la deuda a cierre 2022 se concentran a partir de 2027



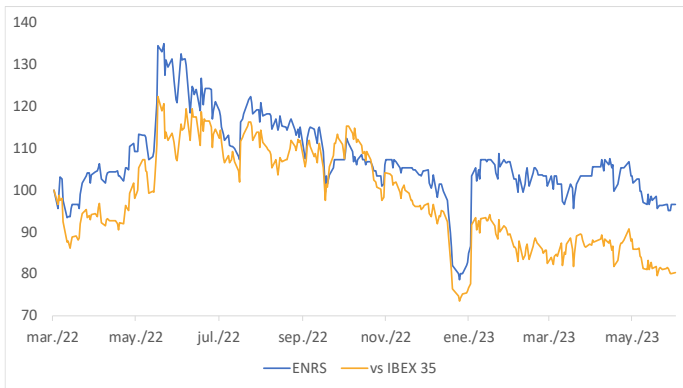
El EV/MW del pipeline de ENRS se encontraría cerca de mínimos y muy por debajo de sus principales comparables



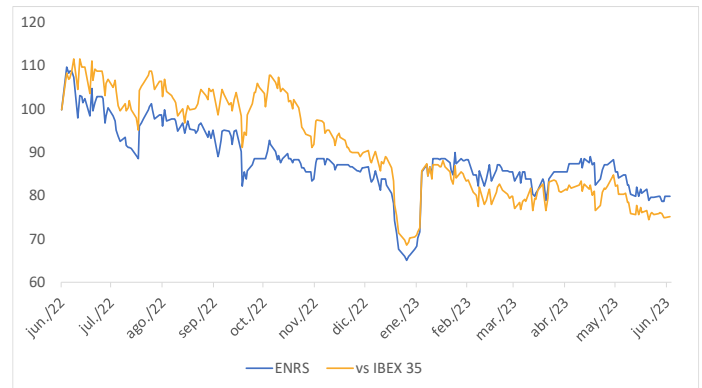


Evolución de la cotización

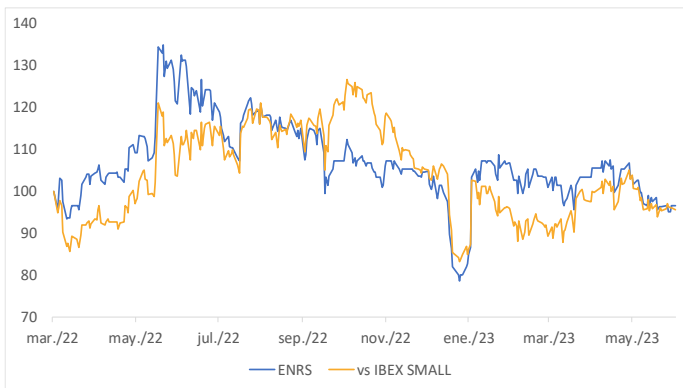
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



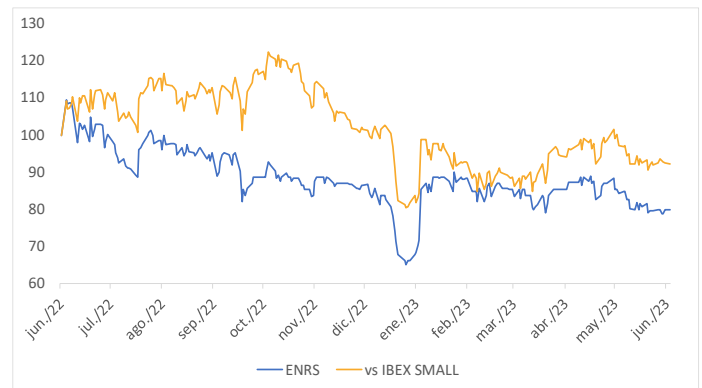
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



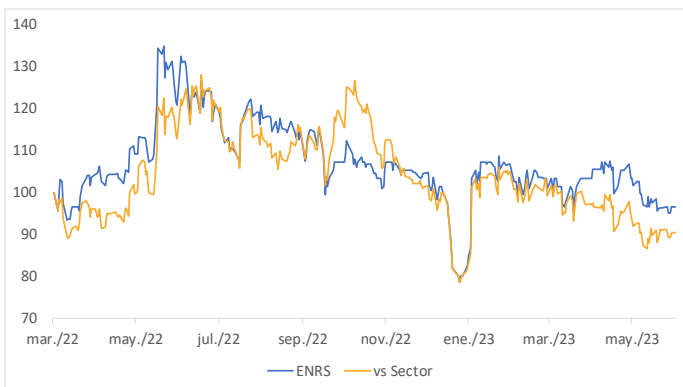
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,0	-4,2	-20,0	20,7	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,4	-2,4	-24,9	6,9	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-3,9	-4,2	-29,5	6,6	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-5,2	6,9	-7,8	12,5	n.a.	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-5,1	-1,3	-12,9	10,8	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,4	1,6	-8,6	21,5	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-1,6	-8,9	-19,9	12,6	n.a.	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



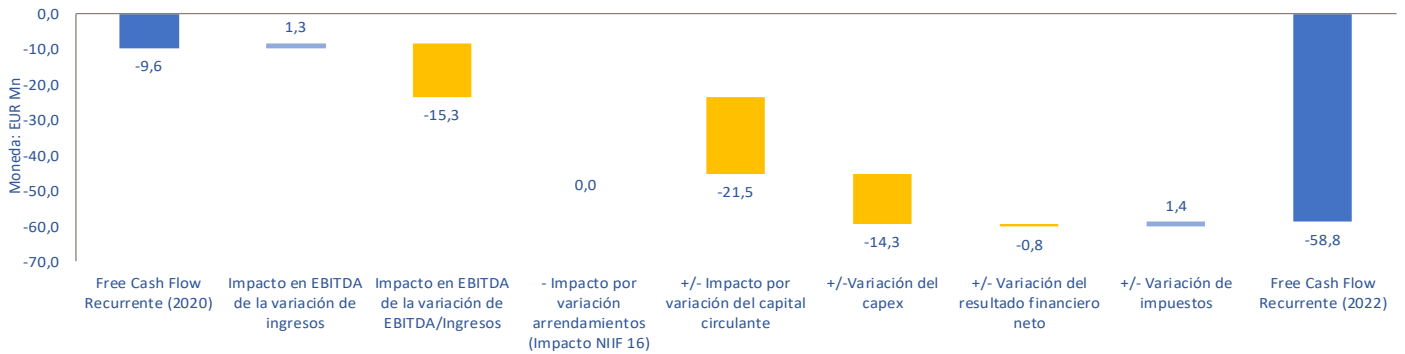
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								20-22	22-25e
EBITDA recurrente		(0,1)	0,5	(14,0)	(11,6)	(1,0)	15,5	n.a.	45,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		n.a.	942,4%	n.a.	17,0%	91,6%	n.a.		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		n.a.	6,0%	n.a.	n.a.	n.a.	21,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(5,2)	(1,4)	(26,6)	(0,6)	7,0	(5,5)		
= Cash Flow operativo recurrente		(5,2)	(0,9)	(40,6)	(12,2)	6,1	10,0	n.a.	30,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		n.a.	83,3%	n.a.	70,0%	149,8%	64,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,0%	13,6%		
- CAPEX		(4,3)	(1,1)	(18,6)	(23,2)	(130,8)	(109,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,1)	(0,3)	(0,9)	(2,0)	(5,4)	(10,3)		
- Impuestos		(0,0)	(0,3)	1,4	1,0	(2,9)	(4,3)		
= Free Cash Flow recurrente		(9,6)	(2,5)	(58,8)	(36,5)	(133,0)	(113,9)	n.a.	-24,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		n.a.	73,7%	n.a.	38,0%	-264,8%	14,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros		-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,0	1,2	(1,3)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	14,2	10,0	25,0	25,0		
= Free Cash Flow		(9,6)	(1,3)	(45,8)	(26,5)	(108,0)	(88,9)	n.a.	-24,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		n.a.	86,6%	n.a.	42,3%	-308,3%	17,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(9,6)	(2,5)	(58,8)	(36,5)	(133,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(0,1)	1,4	(1,4)	(5,0)	(0,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			0,7	(15,9)	3,8	15,7	16,9		
= Variación EBITDA recurrente			0,6	(14,5)	2,4	10,6	16,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			3,8	(25,2)	26,0	7,6	(12,6)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			4,3	(39,7)	28,4	18,2	3,9		
+/- Variación del CAPEX			3,2	(17,5)	(4,6)	(107,6)	21,5		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,7)	(1,1)	(3,4)	(4,9)		
+/- Variación de impuestos			(0,3)	1,6	(0,4)	(3,9)	(1,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			7,1	(56,2)	22,3	(96,5)	19,1		
Free Cash Flow Recurrente			(2,5)	(58,8)	(36,5)	(133,0)	(113,9)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT		(0,1)	0,2	(14,1)	(2,9)	19,8	31,7	n.a.	61,9%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		(0,1)	0,5	(14,0)	(11,6)	(1,0)	15,5	n.a.	45,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(5,2)	(1,4)	(26,6)	(0,6)	7,0	(5,5)		
= Cash Flow operativo recurrente		(5,2)	(0,9)	(40,6)	(12,2)	6,1	10,0	n.a.	30,9%
- CAPEX		(4,3)	(1,1)	(18,6)	(23,2)	(130,8)	(109,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(9,5)	(2,0)	(59,2)	(35,4)	(124,7)	(99,3)	n.a.	-18,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		n.a.	79,3%	n.a.	40,2%	-252,3%	20,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,0	1,2	(1,3)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	14,2	10,0	25,0	25,0		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(9,5)	(0,7)	(46,2)	(25,4)	(99,7)	(74,3)	n.a.	-17,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		n.a.	92,4%	n.a.	45,1%	-292,6%	25,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>		n.a.	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.	n.a.		

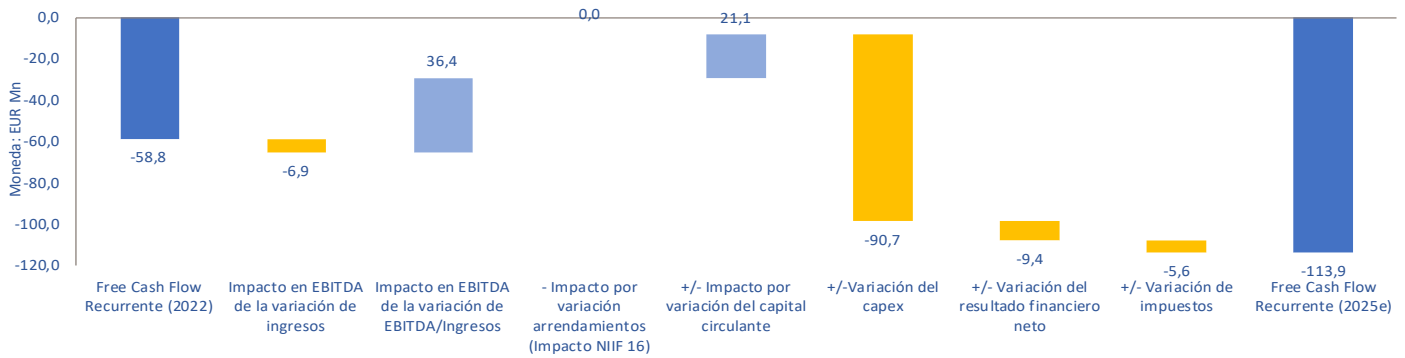


Analítica del Free Cash Flow (II)

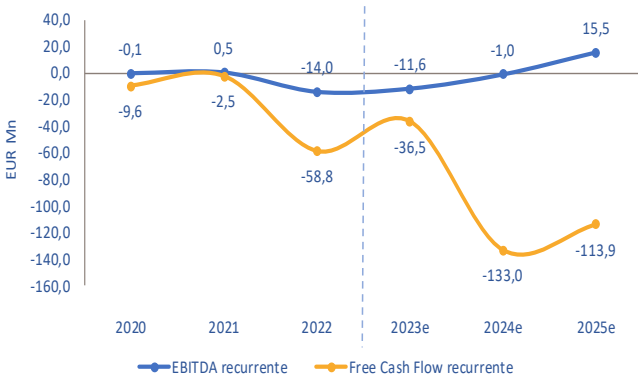
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



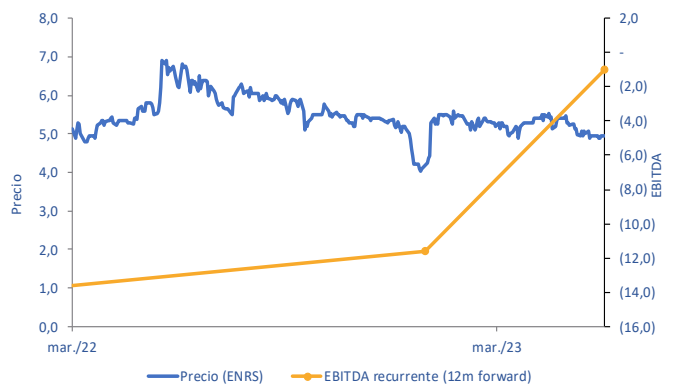
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(25,4)	(99,7)	(74,3)	n.a.			
Market Cap	185,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	16,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,6%	5,0%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	0,9	B (estimación propia)			0,8	1,0	
Coste del Equity	8,8%	Ke = Rf + (R * B)			7,8%	9,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	91,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	8,1%	D			=	=	
WACC	8,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	9,5%	
G "Razonable"	2,5%				2,0%	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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	185,1	
+ Minoritarios	(0,0)	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	16,3	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	1,4	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	200,3	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	2,6%	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	4,1%			
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	12,5%	28,6%	25,0%
% de consejeros dominicales	87,5%	71,4%	75,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	12,5%	12,5%	25,0%
% de mujeres en la plantilla	32,0%	32,0%	17,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	11,9%	8,2%	2,8%



Principales comparables 2023e

Datos	EUR Mn	Renovables españolas				Renovables internacionales con presencia emergentes				ENRS	
		Solaria	Grenergy	Ecoener	Average	Neoen	Voltaia	Scatec	Greenvolt		Average
Mercado	Ticker (Factset)	SLR-ES	GRE-ES	ENER-ES		NEOEN-FR	VL TSA-FR	SCATC-NO	GVOLT-PT		ENRS-ES
	País	Spain	Spain	Spain		France	France	Norway	Portugal		Spain
	Market cap	1.607,5	752,4	256,3		4.360,7	1.951,4	1.026,7	887,2		185,1
	Enterprise value (EV)	2.446,5	1.222,9	429,2		7.262,9	2.951,1	2.763,9	1.382,3		200,3
Información financiera básica	Total Ingresos	230,8	247,8	106,3		592,8	556,6	362,1	356,4		35,2
	Cto.Total Ingresos	65,7%	124,1%	45,9%	78,6%	17,8%	18,7%	42,7%	39,6%	29,7%	10,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	26,4%	28,3%	32,8%	29,2%	18,3%	15,2%	24,2%	53,5%	27,8%	44,2%
	EBITDA	199,7	88,5	72,6		486,6	273,4	264,7	142,1		(1,6)
	Cto. EBITDA	45,3%	75,8%	70,4%	63,8%	18,8%	101,0%	73,4%	82,0%	68,8%	90,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	23,7%	45,6%	32,5%	34,0%	15,3%	17,7%	22,9%	57,3%	28,3%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	86,5%	35,7%	68,3%	63,5%	82,1%	49,1%	73,1%	39,9%	61,0%	n.a.
	EBIT	162,3	62,2	50,0		300,9	169,9	163,7	97,5		(2,9)
	Cto. EBIT	44,4%	72,0%	62,1%	59,5%	16,3%	167,4%	111,5%	178,6%	118,5%	79,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	21,2%	43,8%	37,6%	34,2%	12,4%	20,7%	24,9%	71,3%	32,3%	n.a.
	EBIT/Ingresos	70,3%	25,1%	47,0%	47,5%	50,8%	30,5%	45,2%	27,3%	38,5%	n.a.
	Beneficio Neto	108,1	27,6	29,7		93,6	64,3	14,3	42,1		(4,0)
	Cto. Beneficio Neto	20,1%	168,4%	75,9%	88,1%	107,1%	996,0%	112,7%	153,2%	342,2%	71,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	14,3%	32,2%	30,6%	25,7%	10,4%	6,7%	n.a.	91,4%	36,2%	n.a.
	CAPEX/Ventas	195,3%	150,3%	176,7%	174,1%	217,4%	131,7%	190,8%	112,7%	163,2%	66,0%
Free Cash Flow	(240,4)	(404,2)	(92,8)		(893,4)	(539,5)	(491,0)	(267,7)		(26,5)	
Deuda financiera Neta	1.043,6	697,9	337,0		3.111,5	1.201,7	2.154,3	588,2		42,8	
DN/EBITDA (x)	5,2	7,9	4,6	5,9	6,4	4,4	8,1	4,1	5,8	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	19,7%	2,0%	173,2%	0,0%	48,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	23,6	7,4	15,2	46,3	32,2	72,5	20,8	42,9	n.a.
	P/BV (x)	3,5	2,7	1,7	2,6	1,8	1,6	1,4	1,8	1,6	4,6
	EV/Ingresos (x)	10,6	4,9	4,0	6,5	12,3	5,3	7,6	3,9	7,3	5,7
	EV/EBITDA (x)	12,3	13,8	5,9	10,7	14,9	10,8	10,4	9,7	11,5	n.a.
	EV/EBIT (x)	15,1	19,7	8,6	14,4	24,1	17,4	16,9	14,2	18,1	n.a.
	ROE	24,1	11,4	22,8	19,4	3,8	5,0	1,9	8,8	4,9	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,01	0,16	0,00	0,08	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,1%	2,4%	0,0%	0,8%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Ercros (ECR) es un grupo industrial de fabricación de productos químicos que opera a través de 3 divisiones: (i) química básica, (ii) química intermedia y (iii) farmacia. Con un negocio que gira en torno a la producción de cloro-sosa, siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total instalada) y dentro del Top10 en Europa.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	325,5	348,7
EV (Mn EUR y USD)	365,5	391,5
Número de Acciones (Mn)	96,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,80 / 3,52 / 2,68	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,58	
Rotación ⁽¹⁾	45,2	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

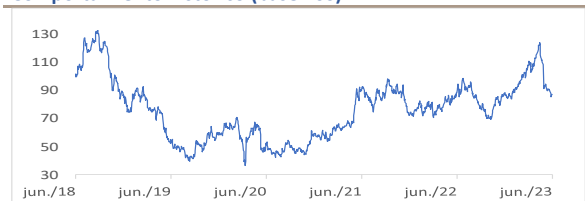
Joan Casas Galofre	5,7
Víctor Manuel Rodríguez Martín	5,0
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,4
Free Float	80,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,2	93,8	91,4	91,4
Total Ingresos	1.052,5	827,9	844,6	860,7
EBITDA Rec.	142,1	88,0	92,7	97,1
% Var.	52,3	-38,1	5,4	4,8
% EBITDA Rec./Ing.	13,5	10,6	11,0	11,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	14,7	-6,5	7,5	5,8
Beneficio neto	63,0	40,7	44,8	48,0
BPA (EUR)	0,67	0,43	0,49	0,53
% Var.	52,5	-35,1	12,9	7,2
BPA ord. (EUR)	0,92	0,44	0,49	0,53
% Var.	83,1	-51,8	10,2	7,2
Free Cash Flow Rec.	41,4	31,0	28,9	37,2
Pay-out (%)	21,8	22,0	24,0	24,0
DPA (EUR)	0,15	0,10	0,12	0,13
Deuda financiera neta	62,8	62,3	53,9	39,4
DN / EBITDA Rec.(x)	0,4	0,7	0,6	0,4
ROE (%)	18,2	11,1	11,7	11,7
ROCE (%)	16,4	9,5	9,9	10,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	5,0	7,8	6,9	6,4
PER Ordinario	3,7	7,6	6,9	6,4
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	4,3	2,8	3,5	3,7
EV/Ventas	0,35	0,44	0,43	0,42
EV/EBITDA Rec.	2,6	4,2	3,9	3,8
EV/EBIT	4,0	6,4	6,0	5,7
FCF Yield (%)	12,7	9,5	8,9	11,4

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-6,8	-19,4	-1,2	-13,0

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
 (2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

En 2022 vimos resultados récord... Excelente evolución del negocio (rentabilidad en máximos; Mg. EBITDA 2022 13,5%; +2p.p.) explicada por el buen comportamiento de la división de derivados del cloro, como resultado de: 1) el fuerte aumento de precios (destacando el comportamiento de la sosa, cuya falta de oferta disparó su precio hasta máximos en el 4T), 2) la “normalización” de los costes energéticos y 3) el apalancamiento operativo (que permitió “exprimir” el aumento de precios).

... aunque el 1T23 ya refleja un claro empeoramiento (EBITDA 1T23: -11%). Caída de ingresos del -17% (vs 1T22) por las menores toneladas vendidas. Aunque la reducción de los costes energéticos compensa y reduce la caída en EBITDA hasta el -11%. Margen EBITDA Rec. 1T23 del 13,5%: aún “apuntado” por el excelente margen de la división de derivados del cloro. Unos márgenes que deberían corregir a niveles más cercanos al 10,5% a medida que avanza el ejercicio.

2023e comparará mal con 2022. El motivo del “extraordinario” 2022 es también la causa por la que esperamos que la compañía no siga la misma trayectoria en 2023e. La debilidad que estamos viendo en la demanda de sosa hará que se produzcan caídas de precios y, como consecuencia, estrechamiento de márgenes. Y, a c/p, no parece que los negocios menos cíclicos (química intermedia y farmacia) estén en situación de compensar el empeoramiento de derivados del cloro. Lo que nos lleva a mantener nuestra estimación de EBITDA 2023e: EUR 88Mn (-38% vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Negocio diversificado. ECR es una compañía con alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (donde destaca la producción de PVC y sosa). Aunque en la actualidad cuenta con un plan de inversión orientado a potenciar la división de química intermedia y farmacia, y el segmento de potabilización de aguas (lo que reducirá la fuerte dependencia del ciclo cloro-sosa).

Estructura de balance realmente sólida. Estimamos que ECR cierre 2023e con un nivel de deuda similar a 2022 (DN/EBITDA 23e 0,6x): una estructura de balance realmente sólida (un punto clave para afrontar un empeoramiento del ciclo).

La capacidad de generación de cash flow seguirá siendo elevada. Durante los últimos años ECR ha demostrado una elevada capacidad de conversión de EBITDA en caja. Por lo que, pese a que no estimamos un crecimiento significativo (EBITDA 23e-25e: +5,1% TACC), esperamos que la capacidad de generación de cash flow siga siendo elevada (c. EUR 30-40Mn/año; aprox. 35% del EBITDA Rec. generado).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevada sensibilidad de la rentabilidad del negocio a la fluctuación de precios de determinadas materias primas. Por el lado de los ingresos, destaca la sensibilidad a variaciones en el precio del PVC y la sosa y, por el lado de los costes, encontramos el precio de la electricidad, el EDC, el etileno y el metanol.

Riesgo divisa, por su exposición al dólar (sin cobertura). Impacto positivo en EBITDA 2022 de EUR 8,8Mn por la revalorización del USD. La devaluación del USD provocaría un impacto negativo al empeorar la posición competitiva de los productos vendidos.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Cotizando a múltiplos relativamente bajos (aunque persiste el riesgo de revisión de estimaciones a la baja). El momento del ciclo en una compañía como ECR es determinante (y a corto plazo no acompaña). Algo que es compatible con seguir cotizando a múltiplos relativamente bajos: desde los resultados 1T23 la acción corrige c. -30%. Lo que vuelve a situar a ECR en múltiplos relativamente bajos: EV/EBITDA 23e 4,2x (vs EV/EBITDA de c. 6x de sus principales comparables). Aunque el entorno sectorial resta cierta validez a los denominadores.



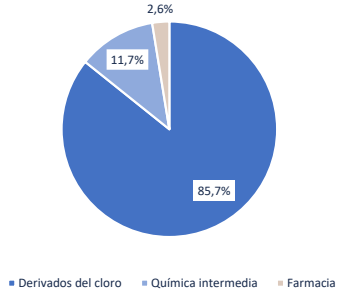
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	4,2	19,7	16,1	17,7	31,3	32,1	32,8	33,6		
Inmovilizado material	281,7	296,9	311,3	324,5	341,5	361,4	375,2	383,2		
Otros activos no corrientes	31,7	40,3	38,9	35,7	34,4	34,4	34,4	34,4		
Inmovilizado financiero	45,2	42,7	28,8	29,0	39,2	40,1	41,0	41,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	218,9	184,5	148,6	248,9	239,9	194,0	197,0	200,7		
Total activo	581,6	584,1	543,6	655,8	686,2	661,9	680,4	693,7		
Patrimonio neto	272,7	292,1	284,2	331,6	360,7	371,8	396,1	421,3		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	76,5	62,2	55,8	67,6	86,6	86,6	86,6	86,6		
Otros pasivos no corrientes	-	13,4	9,1	6,2	12,3	12,3	12,3	12,3		
Deuda financiera neta	107,3	96,8	75,7	59,6	62,8	62,3	53,9	39,4		
Pasivo circulante	125,2	119,6	118,8	190,8	163,8	128,8	131,4	133,9		
Total pasivo	581,6	584,1	543,6	655,8	686,2	661,9	680,4	693,7		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	677,1	677,9	579,3	811,8	1.052,5	827,9	844,6	860,7	11,7%	-6,5%
Cto.Total Ingresos	-1,8%	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-21,3%	2,0%	1,9%		
Coste de ventas	(435,1)	(439,3)	(348,3)	(525,5)	(692,6)	(537,6)	(544,8)	(555,1)		
Margen Bruto	242,0	238,6	230,9	286,3	359,9	290,3	299,8	305,5	10,4%	-5,3%
Margen Bruto / Ingresos	35,7%	35,2%	39,9%	35,3%	34,2%	35,1%	35,5%	35,5%		
Gastos de personal	(79,9)	(83,1)	(84,3)	(83,6)	(89,6)	(91,2)	(94,8)	(94,8)		
Otros costes de explotación	(97,9)	(97,5)	(98,4)	(109,4)	(128,2)	(111,1)	(112,4)	(113,6)		
EBITDA recurrente	64,3	58,0	48,2	93,3	142,1	88,0	92,7	97,1	21,9%	-11,9%
Cto.EBITDA recurrente	-8,5%	-9,7%	-16,9%	93,4%	52,3%	-38,1%	5,4%	4,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	9,5%	8,6%	8,3%	11,5%	13,5%	10,6%	11,0%	11,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	3,0	4,4	(0,9)	(0,4)	(20,2)	-	-	-		
EBITDA	67,3	62,4	47,3	92,9	121,9	88,0	92,7	97,1	16,0%	-7,3%
Depreciación y provisiones	(24,2)	(25,1)	(27,4)	(25,2)	(23,4)	(25,1)	(26,2)	(27,0)		
Gastos capitalizados	0,2	0,9	2,3	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(6,9)	(6,8)	(6,9)		
EBIT	43,2	31,2	14,9	61,8	92,2	56,8	60,5	64,0	20,8%	-11,5%
Cto.EBIT	25,9%	-27,8%	-52,1%	314,0%	49,0%	-38,4%	6,5%	5,8%		
EBIT / Ingresos	6,4%	4,6%	2,6%	7,6%	8,8%	6,9%	7,2%	7,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,3)	(6,5)	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(5,5)	(5,3)	(4,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	1,1	0,4	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9		
Beneficio ordinario	38,0	25,1	7,0	59,3	88,0	52,1	56,0	60,0	23,3%	-12,0%
Cto.Beneficio ordinario	32,5%	-34,0%	-72,2%	749,1%	48,3%	-40,7%	7,5%	7,2%		
Extraordinarios	-	(2,5)	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	38,0	22,6	7,0	59,3	88,0	52,1	56,0	60,0	23,3%	-12,0%
Impuestos	6,9	8,4	(0,7)	(9,9)	(17,3)	(10,4)	(11,2)	(12,0)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	10,4%	16,7%	19,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	(6,1)	(7,7)	(1,0)	-	-		
Beneficio neto	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	40,7	44,8	48,0	8,8%	-8,6%
Cto.Beneficio neto	0,9%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-35,4%	10,1%	7,2%		
Beneficio ordinario neto	35,0	20,7	7,1	49,7	86,9	41,7	44,8	48,0	25,5%	-17,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	-30,6%	-40,9%	-65,8%	603,6%	74,7%	-52,0%	7,5%	7,2%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						88,0	92,7	97,1	21,9%	-11,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(6,9)	(6,8)	(6,9)		
Var.capital circulante						10,9	(0,5)	(1,1)		
Cash Flow operativo recurrente						92,0	85,5	89,1	25,5%	-8,7%
CAPEX						(45,0)	(40,0)	(35,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,5)	(5,3)	(4,8)		
Impuestos						(10,4)	(11,2)	(12,0)		
Free Cash Flow Recurrente						31,0	28,9	37,2	38,7%	-3,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						30,0	28,9	37,2	n.a.	24,2%
Ampliaciones de capital						(15,8)	(11,5)	(12,1)		
Dividendos						(13,8)	(9,0)	(10,8)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,5)	(8,5)	(14,4)		



La compañía en 8 gráficos

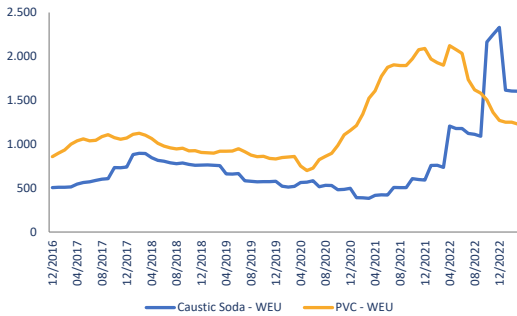
Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (% s/EBITDA 2022)



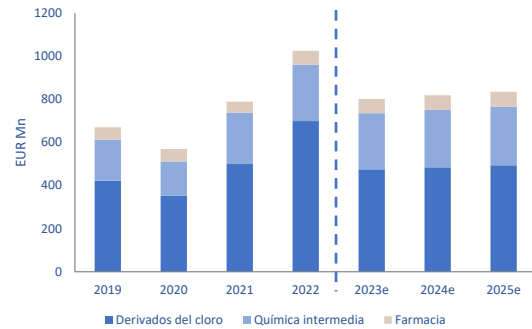
Con una posición de liderazgo en sus principales mercados

	España	Europa	Mundo
Derivados del cloro			
ATCC	1ª	1ª	-
Clorato sódico	1ª	4ª	-
Hipoclorito sódico	1ª	11ª	-
Potasa cáustica	1ª	7ª	-
PVC	1ª	9ª	-
Sosa cáustica	1ª	9ª	-
Química intermedia			
Colas y resinas	2ª	7ª	-
formaldehído	1ª	5ª	-
Paraformaldehído	1ª	1ª	1ª
Polioles	1ª	2ª	3ª
Polvos de moldeo	1ª	2ª	3ª
Farmacia			
Ácido Fusídico	-	2ª	2ª
Fosfomicinas	1ª	2ª	3ª
Eritromicinas	1ª	1ª	-

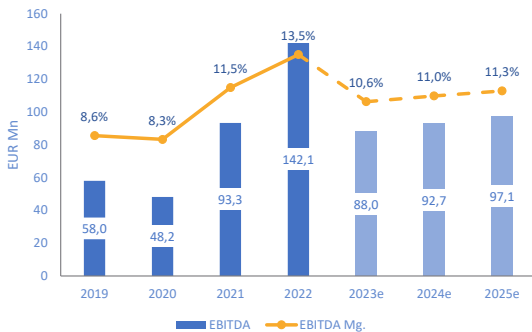
Los precios 1T23 del PVC y la sosa ya muestran una corrección desde los máximos alcanzados en 2022



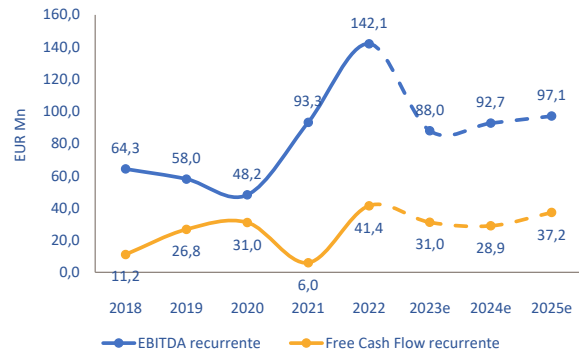
Tras los resultados récord en 2022, en 2023e veremos una menor actividad (Ingresos 2023e: -21%)



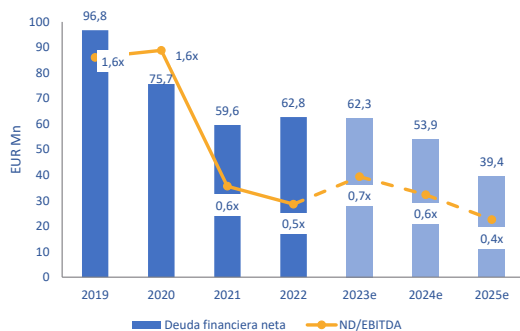
La reducción de costes energéticos debería permitir mantener un margen EBITDA > 10%



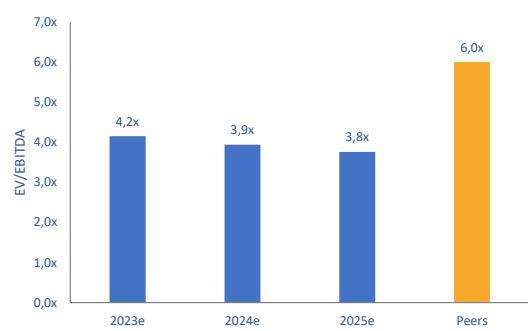
Y, pese al elevado CAPEX, la capacidad de generación de FCF seguirá siendo elevada



Estructura de balance muy robusta (DN/EBITDA 2023e: 0,7x)



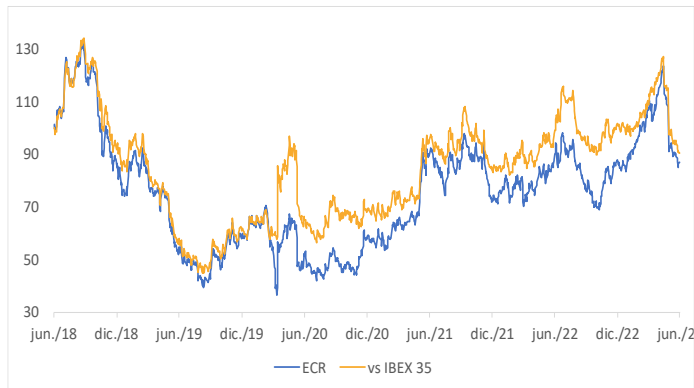
Cotizando a múltiplos relativamente bajos (EV/EBITDA 23e: 4,2x)





Evolución de la cotización

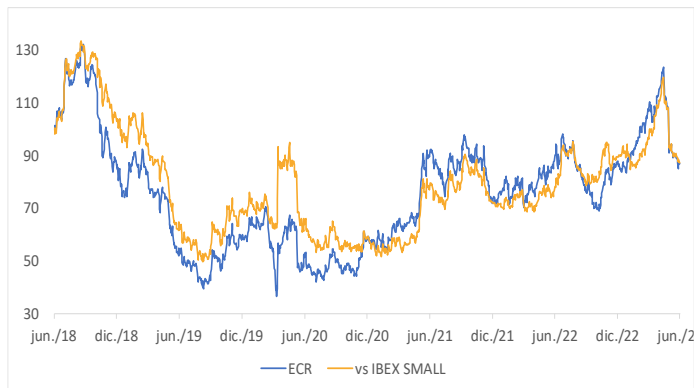
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



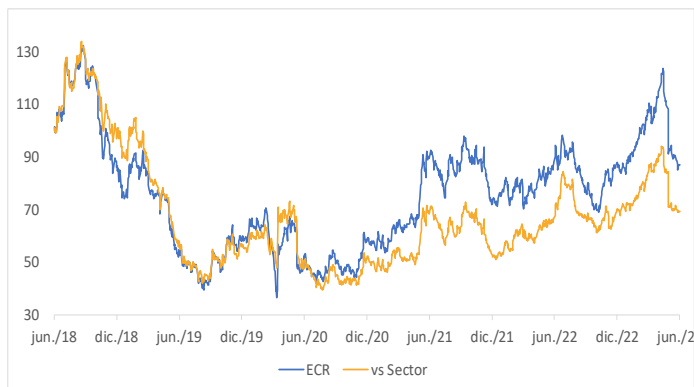
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-6,8	-19,4	-1,2	4,0	64,5	-13,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-8,2	-17,9	-7,2	-7,9	39,4	-9,3
vs Euro STOXX 50	-5,8	-19,3	-12,9	-8,1	29,7	-30,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-7,0	-10,0	13,9	-3,1	33,6	-12,6
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-6,9	-16,9	7,6	-4,5	16,5	-19,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,3	-14,4	13,0	4,8	39,5	-19,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	-3,0	-17,2	3,8	-0,9	37,4	-30,8

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



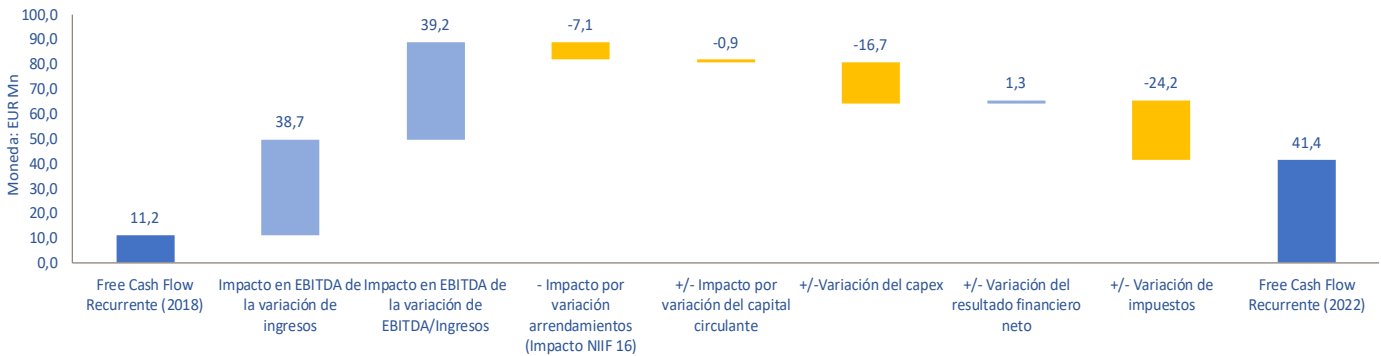
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	58,0	48,2	93,3	142,1	88,0	92,7	97,1	34,8%	-11,9%
Cto. EBITDA recurrente	-9,7%	-16,9%	93,4%	52,3%	-38,1%	5,4%	4,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	8,6%	8,3%	11,5%	13,5%	10,6%	11,0%	11,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(6,9)	(6,8)	(6,9)		
+/- Var. Capital circulante	28,8	35,0	(28,3)	(18,0)	10,9	(0,5)	(1,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	79,8	76,0	58,7	117,0	92,0	85,5	89,1	13,6%	-8,7%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	69,1%	-4,8%	-22,7%	99,4%	-21,4%	-7,1%	4,2%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	11,8%	13,1%	7,2%	11,1%	10,6%	10,1%	10,3%		
- CAPEX	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(45,0)	(40,0)	(35,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,5)	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(5,5)	(5,3)	(4,8)		
- Impuestos	8,4	(0,7)	(9,9)	(17,3)	(10,4)	(11,2)	(12,0)		
= Free Cash Flow recurrente	26,8	31,0	6,0	41,4	31,0	28,9	37,2	15,7%	-3,5%
Cto. Free Cash Flow recurrente	138,9%	15,8%	-80,5%	585,0%	-25,1%	-6,8%	28,7%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	3,9%	5,4%	0,7%	3,9%	3,8%	3,4%	4,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,0)	4,2	16,5	(22,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow	21,7	35,2	22,6	19,4	30,0	28,9	37,2	-3,7%	24,2%
Cto. Free Cash Flow	n.a.	62,1%	-35,9%	-14,0%	54,7%	-3,7%	28,7%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	8,2%	9,5%	1,9%	12,7%	9,5%	8,9%	11,4%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	6,7%	10,8%	6,9%	6,0%	9,2%	8,9%	11,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	11,2	26,8	31,0	6,0	41,4	31,0	28,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	(8,4)	19,4	27,7	(30,3)	1,8	1,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(6,3)	(1,4)	25,7	21,1	(23,8)	2,9	2,7		
= Variación EBITDA recurrente	(6,2)	(9,8)	45,1	48,8	(54,1)	4,7	4,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(0,2)	1,0	(0,8)	0,2	0,1	(0,1)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	45,9	6,2	(63,3)	10,3	28,9	(11,4)	(0,7)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	32,6	(3,8)	(17,3)	58,3	(25,0)	(6,5)	3,6		
+/- Variación del CAPEX	(18,4)	19,2	(3,8)	(13,6)	8,2	5,0	5,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	(2,0)	5,3	(1,9)	(0,5)	0,2	0,5		
+/- Variación de impuestos	1,5	(9,1)	(9,2)	(7,4)	6,9	(0,8)	(0,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	15,6	4,2	(24,9)	35,4	(10,4)	(2,1)	8,3		
Free Cash Flow Recurrente	26,8	31,0	6,0	41,4	31,0	28,9	37,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	31,2	14,9	61,8	92,2	56,8	60,5	64,0	43,5%	-11,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	10,4%	16,7%	19,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(1,6)	(10,3)	(18,1)	(11,4)	(12,1)	(12,8)		
EBITDA recurrente	58,0	48,2	93,3	142,1	88,0	92,7	97,1	34,8%	-11,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(6,9)	(6,8)	(6,9)		
+/- Var. Capital circulante	28,8	35,0	(28,3)	(18,0)	10,9	(0,5)	(1,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	79,8	76,0	58,7	117,0	92,0	85,5	89,1	13,6%	-8,7%
- CAPEX	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(45,0)	(40,0)	(35,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(1,6)	(10,3)	(18,1)	(11,4)	(12,1)	(12,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	24,9	38,6	8,8	45,7	35,6	33,4	41,3	22,5%	-3,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	132,8%	55,4%	-77,3%	421,5%	-22,0%	-6,4%	23,7%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	3,7%	6,7%	1,1%	4,3%	4,3%	4,0%	4,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,0)	4,2	16,5	(22,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	19,8	42,9	25,3	23,7	35,6	33,4	41,3	6,1%	20,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	72,2%	116,3%	-41,0%	-6,5%	50,6%	-6,4%	23,7%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	6,8%	10,6%	2,4%	12,5%	9,8%	9,1%	11,3%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)	5,4%	11,7%	6,9%	6,5%	9,8%	9,1%	11,3%		

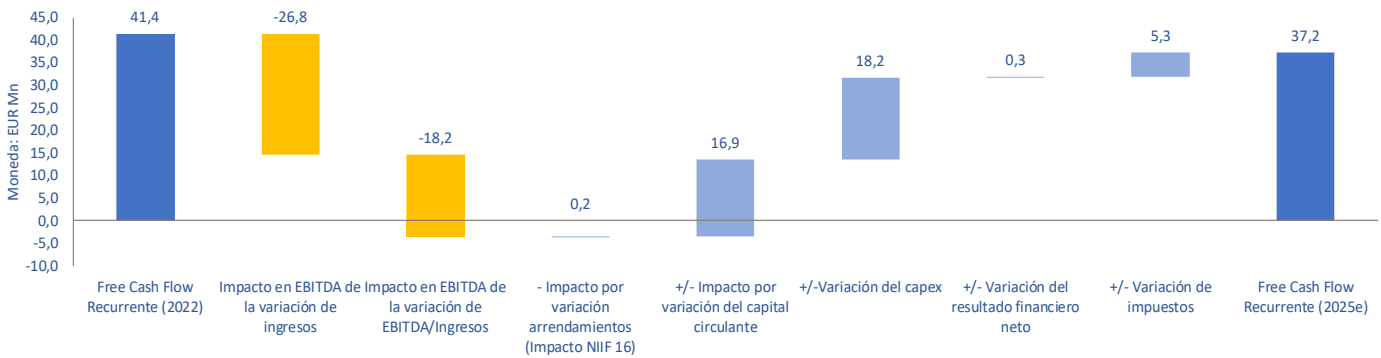


Analítica del Free Cash Flow (II)

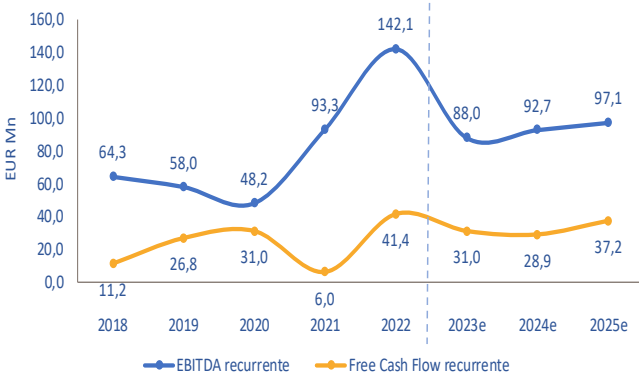
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



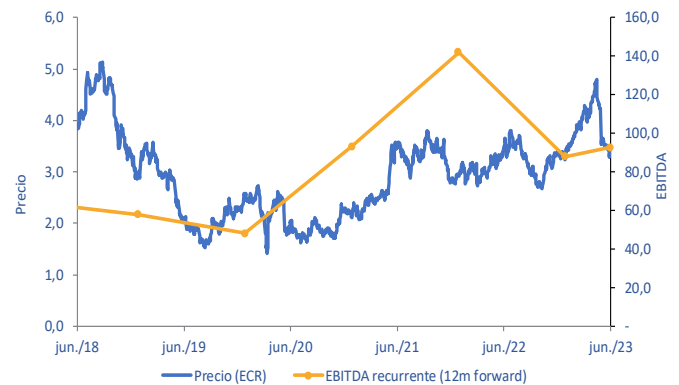
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	35,6	33,4	41,3	532,6			
Market Cap	325,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	67,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,2	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,2%	D			=	=	
WACC	9,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,4%	9,9%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,0%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	325,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	11,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	67,5	Rdos. 3m 2023
- Inmovilizado financiero	39,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	365,5	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	11.0%	7.6%	3.4%	12.6%	16.4%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	7.1%	0.9%			
FCF Yield - WACC	3.4%	2.1%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	11,5%	96,9	3,8x
Central	11,0%	92,7	3,9x
Min	10,5%	88,5	4,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	4,2%	4,7%		5,2%	Max	Central
96,9	37,4	33,2	28,9	Max	11,5%	10,2%	8,9%
92,7	33,2	28,9	24,7	Central	10,2%	8,9%	7,6%
88,5	28,9	24,7	20,5	Min	8,9%	7,6%	6,3%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	16,7%	16,7%	16,7%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	16,7%	16,7%
% de otros consejeros	33,3%	33,3%	33,3%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	17,0%	17,2%	17,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,9%	0,9%	1,1%



Principales comparables 2023e

Datos Mercado	EUR Mn	Europa				USA			Average	ECR
		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake		
Ticker (Factset)		BAS-DE	SOLB-BE	1COV-DE		DOW-US	OLN-US	WLK-US		ECR-ES
País		Germany	Belgium	Germany		USA	USA	USA		Spain
Market cap		42.741,4	10.910,6	7.426,6		34.007,1	6.087,5	13.287,8		325,5
Enterprise value (EV)		61.928,4	14.223,4	10.225,6		46.199,6	8.883,5	16.706,6		365,5
Información financiera básica	Total Ingresos	81.740,8	13.331,9	16.408,1		45.450,7	7.249,7	12.919,6		827,9
	Cto. Total Ingresos	-6,4%	-17,0%	-8,7%	-10,7%	-14,4%	-17,2%	-12,4%	-14,7%	-21,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,0%	2,4%	4,4%	3,3%	4,1%	5,6%	2,4%	4,0%	2,0%
	EBITDA	9.009,5	2.946,2	1.391,6		5.909,8	1.585,7	2.893,9		88,0
	Cto. EBITDA	-15,4%	-4,0%	23,5%	1,4%	-21,7%	-28,7%	-25,1%	-25,2%	-27,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	11,4%	2,2%	24,3%	12,6%	14,8%	7,4%	5,6%	9,3%	5,1%
	EBITDA/Ingresos	11,0%	22,1%	8,5%	13,9%	13,0%	21,9%	22,4%	19,1%	10,6%
	EBIT	5.166,5	2.041,5	509,6		3.425,3	1.043,7	1.865,3		56,8
	Cto. EBIT	-23,6%	-3,7%	113,2%	28,6%	-31,2%	-36,6%	-35,2%	-34,3%	-38,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	16,0%	2,4%	54,8%	24,4%	22,6%	12,3%	9,3%	14,7%	6,1%
	EBIT/Ingresos	6,3%	15,3%	3,1%	8,2%	7,5%	14,4%	14,4%	12,1%	6,9%
	Beneficio Neto	3.726,4	1.252,7	217,2		1.953,6	677,2	1.300,8		40,7
	Cto. Beneficio Neto	694,3%	-34,2%	179,8%	280,0%	-54,1%	-45,3%	-37,7%	-45,7%	-35,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	16,2%	6,4%	92,6%	38,4%	33,0%	13,3%	9,9%	18,7%	8,6%
CAPEX/Ventas	7,4%	8,9%	5,0%	7,1%	4,7%	3,0%	7,6%	5,1%	5,4%	
Free Cash Flow	2.443,4	915,7	253,4		2.360,8	913,5	1.097,4		30,0	
Deuda financiera Neta	17.493,6	2.061,3	2.521,5		10.709,5	2.238,5	1.939,6		62,3	
DN/EBITDA (x)	1,9	0,7	1,8	1,5	1,8	1,4	0,7	1,3	0,7	
Pay-out	81,9%	34,9%	33,5%	50,1%	98,6%	16,5%	12,1%	42,4%	22,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,0	7,6	38,1	18,6	16,4	8,8	10,2	11,8	7,8
	P/BV (x)	1,0	0,9	1,0	1,0	1,8	2,7	1,3	2,0	0,9
	EV/Ingresos (x)	0,8	1,1	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3	1,2	0,4
	EV/EBITDA (x)	6,9	4,8	7,3	6,3	7,8	5,6	5,8	6,4	4,2
	EV/EBIT (x)	12,0	7,0	20,1	13,0	13,5	8,5	9,0	10,3	6,4
	ROE	10,2	12,5	2,6	8,5	11,2	31,3	12,5	18,3	11,1
	FCF Yield (%)	5,7	8,4	3,4	5,8	6,9	15,0	8,3	10,1	9,5
	DPA	3,39	4,22	0,38	2,66	2,67	0,77	1,23	1,56	0,10
	Dvd Yield	7,3%	4,1%	1,0%	4,1%	5,6%	1,6%	1,2%	2,8%	2,8%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	677,5	625,0	603,7	618,3	602,5	686,0	677,1	677,9	579,3	811,8	1.052,5	827,9	844,6	860,7	4,5%	-6,5%
Cto. Total ingresos	-1,2%	-7,8%	-3,4%	2,4%	-2,5%	13,8%	-1,3%	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-21,3%	2,0%	1,9%		
EBITDA	8,4	24,5	16,9	32,9	61,5	61,0	67,3	62,4	47,3	92,9	121,9	88,0	92,7	97,1	30,6%	-7,3%
Cto. EBITDA	-48,2%	190,5%	-31,1%	95,3%	87,0%	-0,9%	10,3%	-7,2%	-24,2%	96,3%	31,2%	-27,8%	5,4%	4,8%		
EBITDA/Ingresos	1,2%	3,9%	2,8%	5,3%	10,2%	8,9%	9,9%	9,2%	8,2%	11,4%	11,6%	10,6%	11,0%	11,3%		
Beneficio neto	(12,1)	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,6	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	40,7	44,8	48,0	21,8%	-8,6%
Cto. Beneficio neto	n.a.	97,4%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,3%	0,7%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-35,4%	10,1%	7,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	100,8	103,5	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	98,8	94,2	93,8	91,4	91,4		
BPA (EUR)	-0,12	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,44	0,67	0,43	0,49	0,53	22,4%	-7,7%
Cto. BPA	n.a.	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-28,9%	-79,1%	n.a.	52,5%	-35,1%	12,9%	7,2%		
BPA ord. (EUR)	-0,12	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,32	0,19	0,07	0,50	0,92	0,44	0,49	0,53	25,5%	-17,1%
Cto. BPA ord.	n.a.	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	-19,3%	-39,2%	-64,7%	n.a.	83,1%	-51,8%	10,2%	7,2%		
CAPEX	(16,1)	(4,4)	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(36,5)	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(45,0)	(40,0)	(35,0)		
CAPEX/Vtas %	2,4%	0,7%	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	5,4%	8,1%	6,2%	4,9%	5,1%	5,4%	4,7%	4,1%		
Free Cash Flow	3,4	19,6	23,4	6,6	20,5	1,1	(1,4)	21,7	35,2	22,6	19,4	30,0	28,9	37,2	19,1%	24,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	17,3x	5,2x	6,1x	2,8x	1,3x	1,6x	1,6x	1,6x	1,6x	0,6x	0,5x	0,7x	0,6x	0,4x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	8,9x	4,3x	6,7x	7,1x	8,4x	34,6x	6,6x	4,8x	7,8x	6,9x	6,4x		
EV/Vtas (x)	0,27x	0,28x	0,24x	0,26x	0,48x	0,60x	0,69x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,44x	0,43x	0,42x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	22,1x	7,3x	8,7x	5,0x	4,7x	6,8x	6,9x	6,2x	6,5x	3,9x	3,1x	4,2x	3,9x	3,8x		
Comport. Absoluto	-41,2%	18,7%	-17,3%	56,7%	198,7%	57,0%	9,9%	-15,8%	-14,0%	37,8%	11,3%	4,0%	4,0%	4,0%		
Comport. Relativo vs Ibx 35	-38,3%	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	46,2%	29,2%	-24,7%	1,7%	27,7%	17,9%	-7,9%				

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

FacePhi (FACE) es una compañía tecnológica española con sede en Alicante y oficinas en Corea del Sur, Uruguay y Reino Unido. Está especializada en el desarrollo y comercialización de software para la verificación de identidad a través de onboarding digital y soluciones biométricas de autenticación. Con una gran presencia en Latam (hoy su principal mercado; c. 85% s/Ingresos 2021) y una fuerte posición en el sector financiero

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	43,8	46,9
EV (Mn EUR y USD)	52,8	56,6
Número de Acciones (Mn)	18,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,49 / 2,57 / 2,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación ⁽¹⁾	36,7	
Factset / Bloomberg	FACE-ES / FACE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

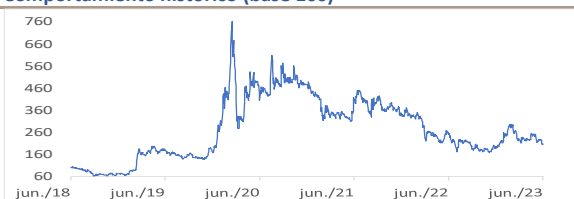
Nice&Green	11,1
Salvador Martí Varó	7,4
Javier Mira Miró	6,0
Juan Alfonso Ortiz	5,6
Free Float	64,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	16,2	18,0	18,0	18,0
Total Ingresos	22,4	27,1	32,5	39,0
EBITDA Rec.	0,5	2,0	3,7	6,0
% Var.	221,7	309,2	85,1	61,6
% EBITDA Rec./Ing.	2,2	7,4	11,4	15,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	1,1	1,6	2,8	4,8
BPA (EUR)	0,07	0,09	0,16	0,27
% Var.	289,6	25,2	69,9	72,2
BPA ord. (EUR)	0,11	0,09	0,16	0,27
% Var.	415,0	-20,6	69,9	72,2
Free Cash Flow Rec.	-8,8	-2,0	-1,6	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,0	9,6	11,2	11,5
DN / EBITDA Rec.(x)	18,5	4,8	3,0	1,9
ROE (%)	9,3	9,8	14,2	20,5
ROCE (%)	9,3	7,9	10,8	15,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	35,5	26,5	15,6	9,1
PER Ordinario	22,5	26,5	15,6	9,1
P/BV	2,9	2,4	2,1	1,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,36	1,95	1,63	1,36
EV/EBITDA Rec.	n.a.	26,4	14,3	8,8
EV/EBIT	30,2	20,4	13,0	7,9
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-18,5	-9,3	-20,1	105,9

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: José Cristóbal Callado Solana 5,3%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

2023e: Continúa la historia de crecimiento. En 2023e esperamos un fuerte crecimiento en ventas hasta alcanzar los EUR 27,1Mn (+20,9% vs 2022), dando continuidad a la historia de crecimiento que representa FACE (Ingresos 2018-2022: +49,5% TACC). Un crecimiento que estaría explicado por: i) la aplicación de sus soluciones más allá del sector financiero y ii) el foco en la expansión internacional (p.e: en mayo FACE firma su primer contrato en USA con la Fintech Orokii).

Y la mejora de márgenes ya debería ser visible. Ahora (2023e) toca demostrar la capacidad de rentabilizar el fuerte crecimiento en ingresos sobre una estructura operativa ya creada (sirva de ejemplo el crecimiento de la plantilla hasta 205 empleados en 2022 frente a los 26 a cierre de 2019). Nuestras estimaciones apuntan a un EBITDA Recurrente 2023e de EUR 2,0Mn. Mg. EBITDA Rec. del 7,5% (frente a un EBITDA que se habría mantenido en breakeven durante los últimos años).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Apertura de nuevos mercados y aplicación de sus soluciones más allá del sector financiero. En 2022 FACE generó el 85% de sus ingresos en Latam, donde cuenta con un fuerte posicionamiento en el sector financiero. La apertura de nuevos mercados (USA, Europa) y la aplicación de sus soluciones más allá del sector financiero (Fintech, seguros, salud, movilidad compartida...) aparece como la principal palanca para hacer crecer sus ingresos.

Modelo SaaS (Plug & Play). En 2021 FACE pasa de desarrollar soluciones a medida a una solución integrada bajo un modelo "plug and play" con Facephi Identity Platform, que ya representa c. 55% de sus ingresos. Un nuevo modelo que aumenta la escalabilidad del negocio y la recurrencia de sus ingresos.

2023e-2025e: la clave es la mejora de la rentabilidad. A nuestro juicio, la mejora de márgenes que ya debiera ser visible en los resultados 2023e, aún tiene recorrido. En concreto, esperamos una importante mejora del margen EBITDA hasta alcanzar c. 15% en 2025e (vs 7% en 2023e y breakeven en 2022). Una mejora de márgenes exclusivamente como resultado del apalancamiento operativo de la compañía. EBITDA 2025e: EUR 6Mn (vs EUR 2Mn en 2023e y breakeven en 2022).

El FCF Rec. seguirá presionado por el elevado consumo de circulante. Pese al fuerte crecimiento en ingresos y la mejora de márgenes, la generación de FCF Rec. seguirá presionada por unas elevadas necesidades de circulante. Por lo que no estimamos generación de FCF Rec. positivo antes de 2025e.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Gestión del circulante. El negocio de FACE cuenta con unas necesidades de circulante elevadas (ratio capital circulante/ventas de c. 60% en 2022), con un elevado componente de las cuentas a cobrar con vencimiento superior a un año (EUR 5,2Mn a cierre 2022; c. 30% s/total).

Deuda Neta y riesgo de dilución. FACE cierra 2022 con una deuda neta de EUR 9Mn. Una deuda neta que esperamos que se incremente hasta niveles de c. EUR 11,5Mn en 2025e. Por lo que no descartamos que las necesidades de financiación sigan cubriéndose con soluciones que impliquen equity (en mayo 2023 FACE abre una nueva línea de financiación vía bonos convertibles con Nice&Green por EUR 20Mn).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

A la espera de la mejora de márgenes. En un contexto exigente de proyecciones financieras (con una mejora significativa del EBITDA), nuestros números 2023e cotizan a un EV/Vtas de 1,9x (vs c. 2,6x de sus principales comparables cotizados). El potencial despegue del EBITDA a partir de 2025e se traduciría en un EV/EBITDA 25e de c. 9x (lo que explica que, a nuestro juicio, la mejora de márgenes sea clave).



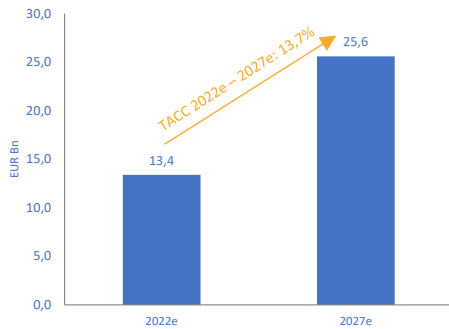
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,2	1,6	4,1	5,1	7,6	8,2	8,6	9,2		
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,2	0,4	1,8	2,6	3,6	4,4		
Otros activos no corrientes	0,4	0,1	0,5	1,1	1,6	1,6	1,6	1,6		
Inmovilizado financiero	0,5	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	3,8	8,3	4,6	9,8	18,8	22,1	26,4	31,6		
Total activo	6,0	10,7	9,5	16,6	29,9	34,7	40,3	47,0		
Patrimonio neto	2,6	4,4	7,0	8,7	15,2	18,4	21,2	26,0		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Deuda financiera neta	1,9	2,7	0,5	4,7	9,0	9,6	11,2	11,5		
Pasivo circulante	1,4	3,6	1,8	3,1	5,4	6,5	7,7	9,2		
Total pasivo	6,0	10,7	9,5	16,6	29,9	34,7	40,3	47,0		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	4,5	8,2	7,3	13,2	22,4	27,1	32,5	39,0	49,5%	20,2%
Cto.Total Ingresos	66,0%	82,7%	-11,3%	81,4%	69,9%	20,9%	19,9%	19,9%		
Coste de ventas	(0,1)	(1,1)	(1,4)	(1,9)	(3,2)	(3,9)	(4,9)	(5,8)		
Margen Bruto	4,4	7,1	5,9	11,3	19,2	23,2	27,6	33,1	44,8%	19,9%
Margen Bruto / Ingresos	97,3%	86,6%	80,7%	85,8%	85,8%	85,5%	85,0%	85,0%		
Gastos de personal	(1,7)	(1,9)	(3,2)	(6,2)	(11,0)	(12,5)	(14,1)	(16,0)		
Otros costes de explotación	(2,5)	(2,8)	(3,0)	(5,6)	(7,7)	(8,7)	(9,8)	(11,2)		
EBITDA recurrente	0,2	2,4	(0,4)	(0,4)	0,5	2,0	3,7	6,0	30,6%	n.a.
Cto.EBITDA recurrente	159,4%	n.a.	-114,7%	-13,2%	221,7%	309,2%	85,1%	61,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	3,7%	29,3%	n.a.	n.a.	2,2%	7,4%	11,4%	15,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,6	(0,6)	(0,4)	(1,2)	(0,7)	-	-	-		
EBITDA	0,7	1,8	(0,7)	(1,6)	(0,2)	2,0	3,7	6,0	-23,4%	n.a.
Depreciación y provisiones	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(1,2)	(1,8)	(2,5)	(2,9)	(3,2)		
Gastos capitalizados	0,5	0,6	1,1	2,2	3,8	3,1	3,2	3,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	0,9	1,9	(0,4)	(0,6)	1,7	2,6	4,1	6,7	17,9%	56,2%
Cto.EBIT	59,8%	112,4%	-119,0%	-65,0%	390,1%	48,0%	57,7%	63,2%		
EBIT / Ingresos	20,2%	23,4%	n.a.	n.a.	7,8%	9,5%	12,5%	17,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(1,6)	(0,3)	(0,7)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,8	1,7	(2,0)	(0,9)	1,0	2,1	3,5	6,0	5,0%	80,5%
Cto.Beneficio ordinario	78,3%	102,7%	-217,0%	57,4%	220,2%	101,0%	69,9%	72,2%		
Extraordinarios	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,9	1,7	(2,0)	(0,9)	1,0	2,1	3,5	6,0	4,7%	80,5%
Impuestos	0,3	(0,4)	0,1	0,3	0,1	(0,4)	(0,7)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	25,0%	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,2	1,3	(1,9)	(0,6)	1,1	1,6	2,8	4,8	-1,3%	63,4%
Cto.Beneficio neto	219,9%	10,4%	-243,9%	70,1%	299,8%	49,1%	69,9%	72,2%		
Beneficio ordinario neto	0,3	1,7	(1,6)	0,3	1,7	1,6	2,8	4,8	58,1%	40,4%
Cto. Beneficio ordinario neto	192,2%	526,1%	-192,6%	119,9%	442,4%	-5,5%	69,9%	72,2%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						2,0	3,7	6,0	30,6%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,3)	(3,1)	(3,7)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,3	0,6	2,3	n.a.	33,3%
CAPEX						(0,8)	(1,0)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Impuestos						(0,4)	(0,7)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						(2,0)	(1,6)	(0,3)	n.a.	66,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,0)	(1,6)	(0,3)	n.a.	67,7%
Ampliaciones de capital						1,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,5	1,6	0,3		



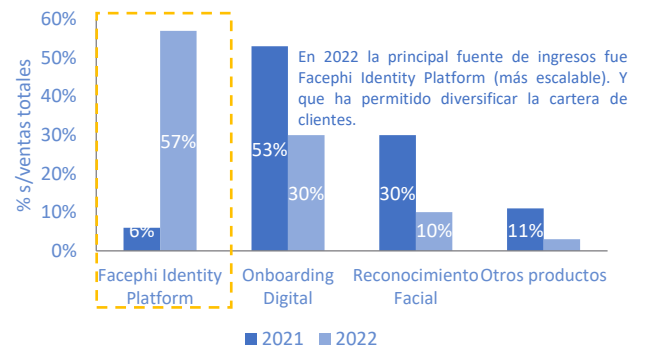
La compañía en 8 gráficos

Identidad digital: un mercado con potencial de crecimiento a nivel global (13,7% TACC 2022e- 2027e)



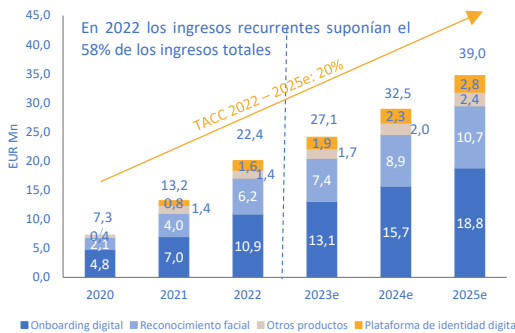
Fuente: Marketsandmarkets

FACE: evolución de un modelo de producto a medida hacia un modelo Plug & Play, reduciendo tiempos de desarrollo



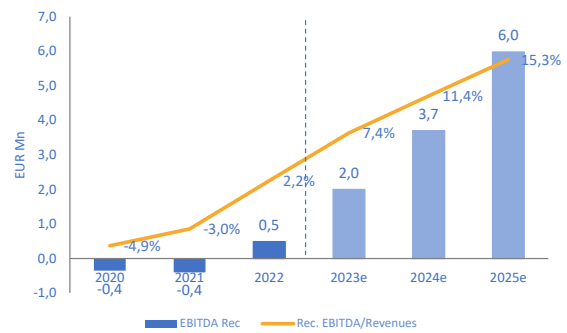
■ 2021 ■ 2022

Con capacidad de crecer en ingresos a doble dígito alto (20% TACC 2022 – 2025e)



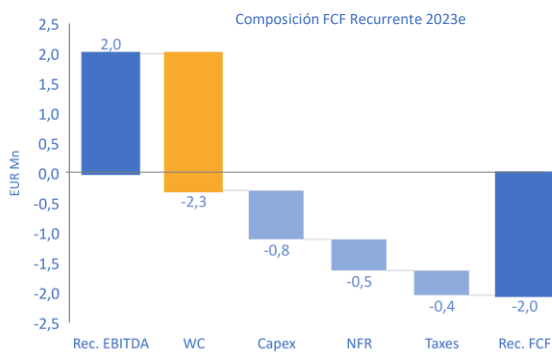
■ Onboarding digital ■ Reconocimiento facial ■ Otros productos ■ Plataforma de identidad digital

El apalancamiento operativo debería permitir una mejora muy significativa del margen EBITDA Rec. (c. 7,5% en 2023e)

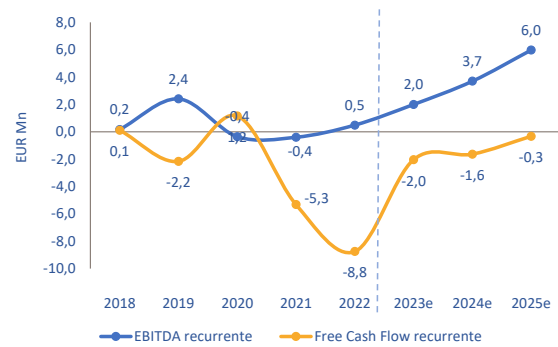


■ EBITDA Rec ■ Rec. EBITDA/Revenues

EL FCF seguirá impactado de forma muy significativa por la gestión del circulante ...

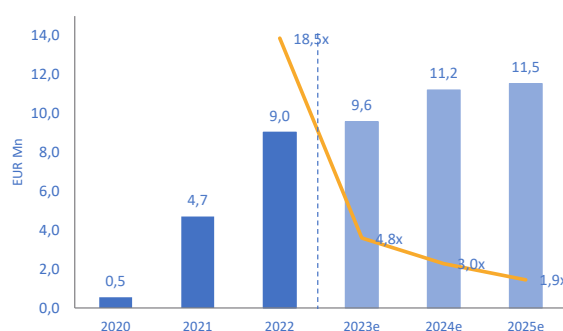


... impidiendo la generación de flujo de caja positivo recurrente, al menos, hasta 2025e

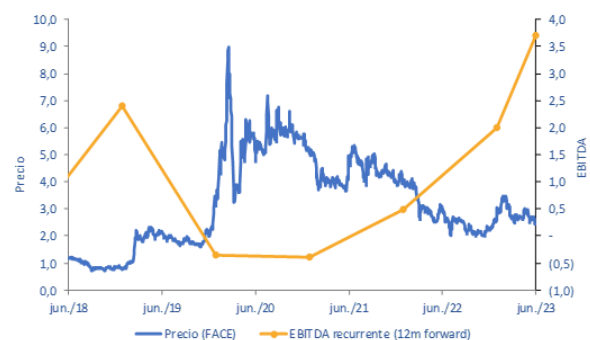


■ EBITDA recurrente ■ Free Cash Flow recurrente

Estimamos que la deuda neta llegue en 2025e hasta EUR 11,5Mn, llevando el múltiplo DN/EBITDA REC a 1,9x.



2023e puede ser visto como un ejercicio clave para demostrar la capacidad del negocio de mejorar su rentabilidad



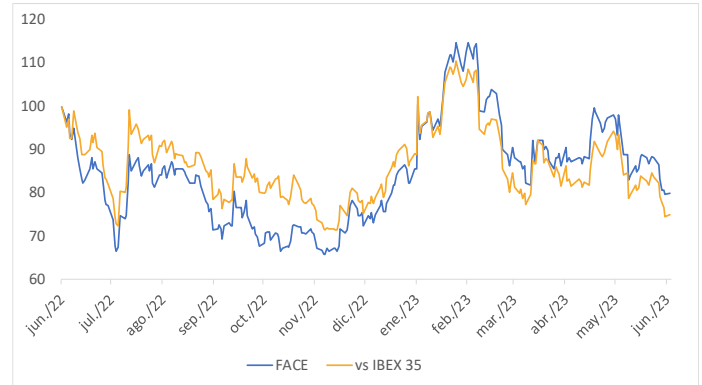


Evolución de la cotización

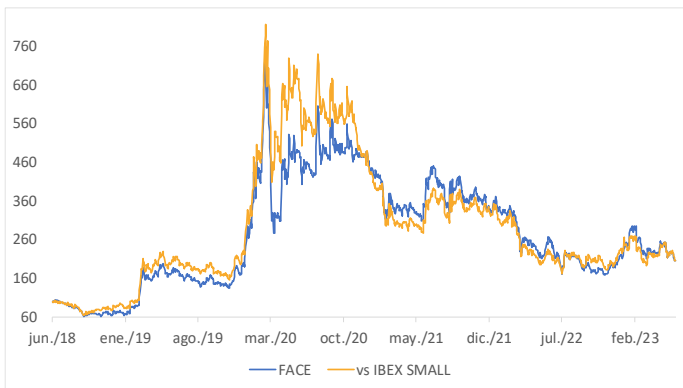
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



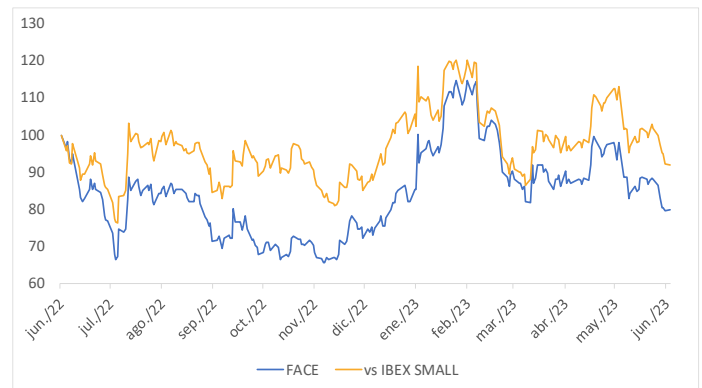
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



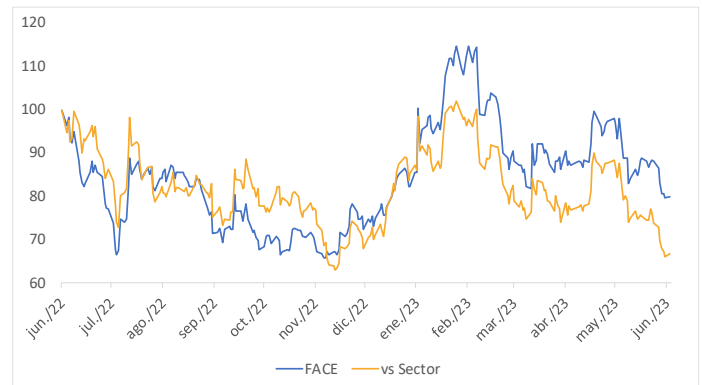
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-18,5	-9,3	-20,1	-2,8	-52,5	105,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	-19,7	-7,6	-24,9	-13,9	-59,8	114,7
vs Euro STOXX 50	-17,6	-9,3	-29,6	-14,1	-62,6	65,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-18,6	1,3	-7,9	-9,4	-61,5	106,8
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-18,6	-6,5	-12,9	-10,8	-66,4	91,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-17,1	-3,8	-8,6	-2,1	-59,7	91,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-23,9	-15,6	-33,4	-21,8	-63,3	38,4

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



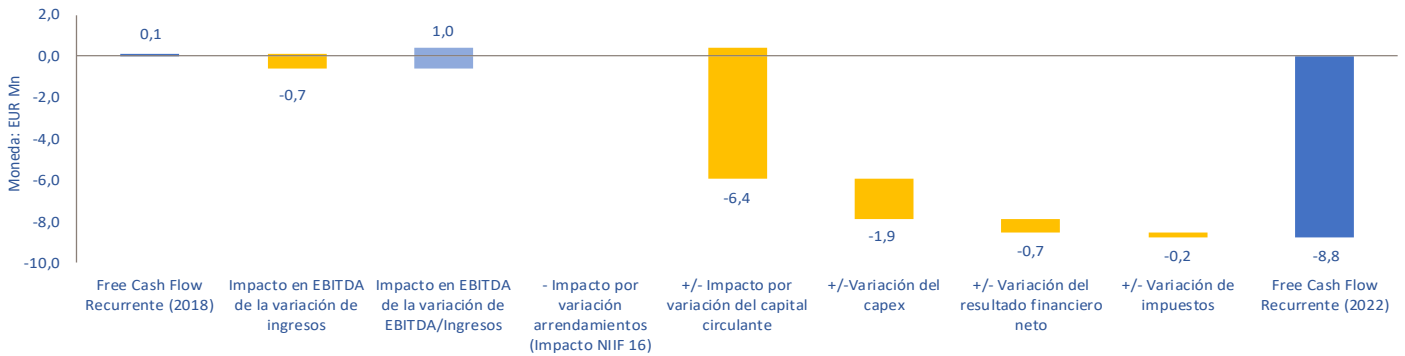
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,4	(0,4)	(0,4)	0,5	2,0	3,7	6,0	-41,2%	n.a.
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	-114,7%	-13,2%	221,7%	309,2%	85,1%	61,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	29,3%	n.a.	n.a.	2,2%	7,4%	11,4%	15,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,4)	2,0	(3,9)	(6,7)	(2,3)	(3,1)	(3,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,0	1,6	(4,3)	(6,2)	(0,3)	0,6	2,3	n.a.	33,3%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	129,5%	n.a.	-361,4%	-43,8%	95,3%	311,2%	271,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	0,5%	22,6%	n.a.	n.a.	n.a.	1,9%	5,8%		
- CAPEX	(1,9)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(0,8)	(1,0)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	0,0	(0,4)	(0,7)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos	(0,1)	(0,2)	(0,3)	0,1	(0,4)	(0,7)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	(2,2)	1,2	(5,3)	(8,8)	(2,0)	(1,6)	(0,3)	-59,4%	66,5%
Cto. Free Cash Flow recurrente	n.a.	153,7%	-558,0%	-64,6%	76,7%	19,8%	79,9%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	16,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,6)	(0,4)	(1,1)	(0,7)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	(2,1)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,4)	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(3,0)	(1,7)	(6,4)	(9,7)	(2,0)	(1,6)	(0,3)	-48,8%	67,7%
Cto. Free Cash Flow	-528,4%	41,1%	-269,3%	-51,6%	79,0%	19,8%	79,9%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	2,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,1	(2,2)	1,2	(5,3)	(8,8)	(2,0)	(1,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	(0,3)	(0,3)	(0,3)	0,1	0,4	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,1	(2,5)	0,2	1,2	1,4	1,3	1,5		
= Variación EBITDA recurrente	2,2	(2,8)	(0,0)	0,9	1,5	1,7	2,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,1)	4,4	(5,9)	(2,8)	4,4	(0,8)	(0,6)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,2	1,6	(5,9)	(1,9)	5,9	0,9	1,7		
+/- Variación del CAPEX	(1,9)	1,6	0,0	(1,6)	1,1	(0,2)	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,3	(0,4)	(0,3)	0,2	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	(0,1)	(0,1)	0,4	(0,5)	(0,3)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,3)	3,3	(6,5)	(3,4)	6,7	0,4	1,3		
Free Cash Flow Recurrente	(2,2)	1,2	(5,3)	(8,8)	(2,0)	(1,6)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,9	(0,4)	(0,6)	1,7	2,6	4,1	6,7	-3,2%	56,2%
* Tasa fiscal teórica	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	-	-	-	(0,5)	(0,8)	(1,3)		
EBITDA recurrente	2,4	(0,4)	(0,4)	0,5	2,0	3,7	6,0	-41,2%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,4)	2,0	(3,9)	(6,7)	(2,3)	(3,1)	(3,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,0	1,6	(4,3)	(6,2)	(0,3)	0,6	2,3	n.a.	33,3%
- CAPEX	(1,9)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(0,8)	(1,0)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	-	-	-	(0,5)	(0,8)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,4)	1,3	(4,6)	(8,1)	(1,6)	(1,2)	0,2	-50,8%	26,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	n.a.	155,8%	-449,2%	-76,2%	80,0%	27,3%	113,9%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	18,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	(2,1)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,4)	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(2,5)	(1,2)	(4,6)	(8,4)	(1,6)	(1,2)	0,2	-48,9%	26,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	n.a.	52,8%	-285,2%	-81,7%	80,6%	27,3%	113,9%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	2,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%		

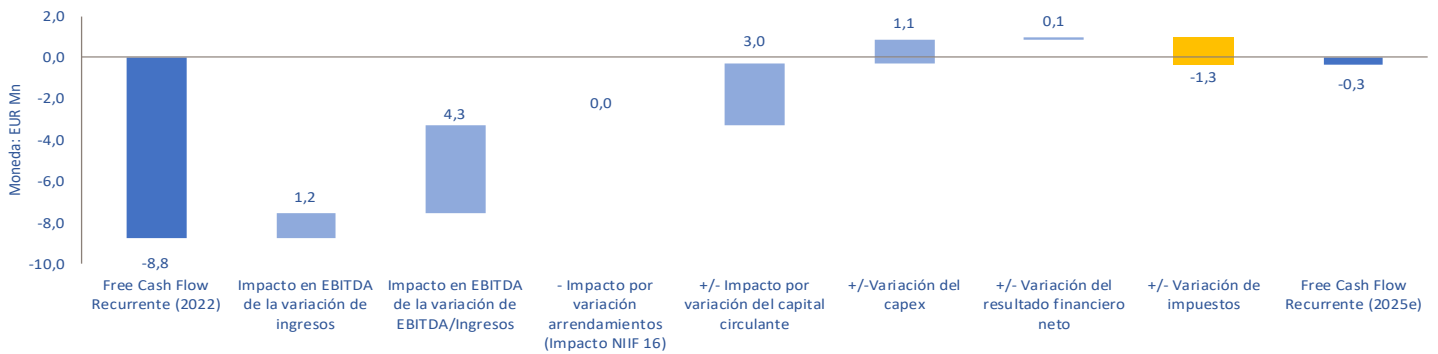


Analítica del Free Cash Flow (II)

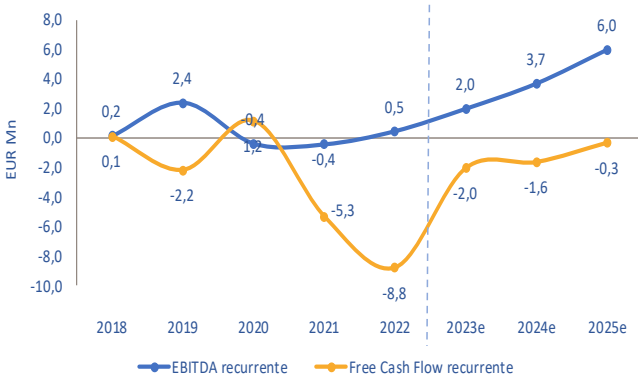
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



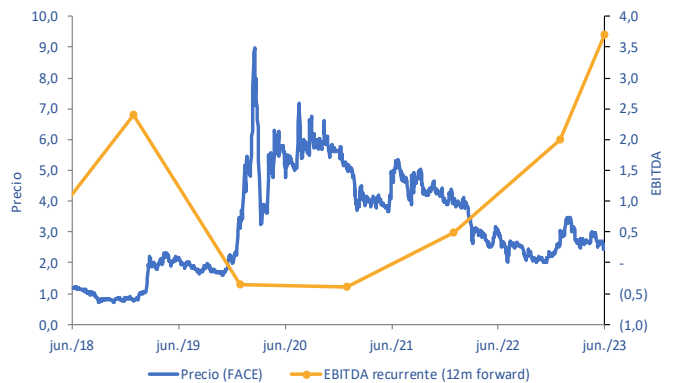
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,6)	(1,2)	0,2	n.a.			
Market Cap	43,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,1%	D			=	=	
WACC	9,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,5%	10,5%	
G "Razonable"	2,5%				2,5%	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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	43,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	9,0	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	52,8	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	24,7%	27,3%	n.a.	n.a.	9,3%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-0,1%	5,8%			
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	12,5%	4,1	13,0x
Central	11,4%	3,7	14,3x
Min	10,3%	3,3	15,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	2,7%	3,0%	3,3%
4,1	(1,2)	(1,3)	(1,4)
3,7	(1,5)	(1,6)	(1,7)
3,3	(1,9)	(2,0)	(2,1)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	60,0%	60,0%	60,0%
% de consejeros dominicales	0,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	40,0%	20,0%	20,0%
% de otros consejeros	8,3%	7,7%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	35,1%	25,0%	32,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	9,4%	4,1%	2,7%



Principales comparables 2023e

Datos	Biometría (Jugadores de nicho)						Cias tecnológicas con exposición a biometría					FACE		
	EUR Mn	Egis Technology	Elan Microelectronics Corp.	Mitek Systems, Inc.	OneSpan	Secunet	Average	Diebold Nixdorf Technology	NEC	NICE	Synaptics		Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	6462-TW	2458-TW	MITK-US	OSPN-US	YSN-DE		DBD-US	6701-JP	NICE-IL	SYNA-US		FACE-ES	
	País	Taiwan	Taiwan	USA	USA	Germany		USA	Japan	Israel	USA		Spain	
	Market cap	193,6	970,6	420,9	582,2	1.281,8		1,2	12.492,4	12.463,8	2.922,7		43,8	
	Enterprise value (EV)	305,7	850,1	479,8	489,4	1.273,7		2.245,5	15.389,6	11.690,8	3.014,6		52,8	
Información financiera básica	Total Ingresos	132,4	347,8	177,6	221,3	375,3		3.606,4	22.648,7	2.161,2	1.261,3		27,1	
	Cto. Total Ingresos	32,3%	-12,3%	14,8%	8,2%	8,1%	10,2%	11,6%	2,3%	18,1%	-22,3%		20,9%	
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	9,4%	n.a.	n.a.	14,0%	11,7%	n.a.	3,6%	12,9%	5,1%		7,2%	19,9%
	EBITDA	(7,7)	64,8	55,4	4,1	68,1		367,8	2.514,2	738,5	371,2		2,0	
	Cto. EBITDA	64,4%	-31,5%	35,7%	200,3%	9,9%	55,8%	170,6%	8,1%	72,1%	-23,8%		963,7%	
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	25,0%	n.a.	n.a.	16,3%	20,6%	n.a.	7,2%	10,1%	14,4%		10,6%	72,9%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	18,6%	31,2%	1,8%	18,2%	17,5%	10,2%	11,1%	34,2%	29,4%		21,2%	7,4%
	EBIT	(13,3)	52,8	37,3	(5,1)	50,4		403,3	1.311,0	633,6	388,8		2,6	
	Cto. EBIT	54,6%	-37,6%	90,7%	60,5%	6,9%	35,0%	n.a.	19,2%	125,4%	11,3%		51,9%	48,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	30,1%	n.a.	n.a.	19,9%	25,0%	n.a.	13,1%	14,5%	3,6%		10,4%	60,4%
	EBIT/Ingresos	n.a.	15,2%	21,0%	n.a.	13,4%	16,5%	11,2%	5,8%	29,3%	30,8%		19,3%	9,5%
	Beneficio Neto	(10,1)	49,6	49,9	(7,2)	34,1		(42,9)	798,0	515,3	302,6		1,6	
	Cto. Beneficio Neto	61,1%	-24,1%	36,3%	46,7%	8,8%	25,7%	92,1%	4,3%	131,0%	25,9%		63,3%	49,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	23,2%	n.a.	n.a.	20,0%	21,6%	n.a.	13,3%	13,5%	3,5%		10,1%	71,1%
CAPEX/Ventas	0,5%	1,3%	n.a.	4,0%	3,6%	2,3%	n.a.	2,7%	1,8%	2,7%		2,4%	-3,0%	
Free Cash Flow	17,6	55,2	n.a.	10,0	48,8		n.a.	1.028,1	483,8	325,7		(2,0)		
Deuda financiera Neta	(19,8)	(107,8)	n.a.	n.a.	(45,7)		2.122,4	332,6	(1.027,3)	(77,5)		9,6		
DN/EBITDA (x)	n.a.	(1,7)	n.a.	n.a.	(0,7)	(1,2)	5,8	0,1	(1,4)	(0,2)		1,1	4,8	
Pay-out	-83,6%	68,5%	n.a.	n.a.	56,2%	13,7%	n.a.	27,8%	0,1%	n.a.		14,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	18,5	8,5	n.a.	37,0	21,3	n.a.	15,6	25,7	9,8	17,0	26,5	
	P/BV (x)	1,7	3,1	n.a.	n.a.	9,2	4,7	n.a.	1,1	4,2	2,4	2,6	2,4	
	EV/Ingresos (x)	2,3	2,4	2,7	2,2	3,4	2,6	0,6	0,7	5,4	2,4	2,3	1,9	
	EV/EBITDA (x)	n.a.	13,1	8,7	n.a.	18,7	13,5	6,1	6,1	15,8	8,1	9,0	26,4	
	EV/EBIT (x)	n.a.	16,1	12,8	n.a.	25,3	18,1	5,6	11,7	18,5	7,8	10,9	20,4	
	ROE	n.a.	17,0	n.a.	n.a.	24,8	20,9	n.a.	7,0	16,2	24,5		15,9	9,8
	FCF Yield (%)	9,1	5,7	n.a.	1,7	3,8	5,1	n.a.	8,2	3,9	11,1		7,8	n.a.
	DPA	0,12	0,12	n.a.	n.a.	2,96	1,07	n.a.	0,82	0,01	n.a.		0,42	0,00
Dvd Yield	4,7%	3,7%	n.a.	n.a.	1,5%	3,3%	n.a.	1,8%	0,0%	n.a.		0,9%	0,0%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 12-22	22-25e
Total Ingresos							4,5	8,2	7,3	13,2	22,4	27,1	32,5	39,0	n.a.	20,2%
Cto. Total ingresos							n.a.	82,7%	-11,3%	81,4%	69,9%	20,9%	19,9%	19,9%		
EBITDA							0,7	1,8	(0,7)	(1,6)	(0,2)	2,0	3,7	6,0	n.a.	n.a.
Cto. EBITDA							n.a.	143,8%	-141,3%	-113,5%	85,3%	963,7%	85,1%	61,6%		
EBITDA/Ingresos							16,3%	21,8%	n.a.	n.a.	n.a.	7,4%	11,4%	15,3%		
Beneficio neto							1,2	1,3	(1,9)	(0,6)	1,1	1,6	2,8	4,8	n.a.	63,4%
Cto. Beneficio neto							n.a.	10,4%	-243,9%	70,1%	299,8%	49,1%	69,9%	72,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							13,1	13,1	13,4	14,4	16,2	18,0	18,0	18,0		
BPA (EUR)							0,09	0,10	-0,14	-0,04	0,07	0,09	0,16	0,27	n.a.	57,6%
Cto. BPA							n.a.	10,6%	n.a.	72,1%	n.a.	25,2%	69,9%	72,2%		
BPA ord. (EUR)							0,02	0,13	-0,12	0,02	0,11	0,09	0,16	0,27	n.a.	35,3%
Cto. BPA ord.							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-20,6%	69,9%	72,2%		
CAPEX							-	(1,9)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(0,8)	(1,0)	(0,8)		
CAPEX/Vtas % ¹							0,0%	23,5%	4,5%	2,3%	8,6%	3,0%	3,0%	2,0%		
Free Cash Flow							0,7	(3,0)	(1,7)	(6,4)	(9,7)	(2,0)	(1,6)	(0,3)	n.a.	67,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾							2,6x	1,5x	n.a.	n.a.	n.a.	4,8x	3,0x	1,9x		
PER (x)							8,4x	32,6	n.a.	n.a.	36,5x	26,5x	15,6x	9,1x		
EV/Vtas (x)							2,55	5,30	10,13	4,85	2,29	1,95x	1,63x	1,36x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾							15,7	24,4	n.a.	n.a.	n.a.	26,4x	14,3x	8,8x		
Comport. Absoluto							-31,2%	316,0%	62,8%	-22,6%	-36,4%	-2,8%				
Comport. Relativo vs Ibex 35							-19,1%	272,0%	92,6%	-28,3%	-32,6%	-13,9%				

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

GAM es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de 16.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con 75 delegaciones en 10 países, mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (56 delegaciones), donde obtiene el grueso de sus ingresos (>75%) y Latam el principal destino de sus exportaciones (c.16%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	136,2	145,9
EV (Mn EUR y USD)	331,2	354,8
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,51 / 1,24 / 1,03	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	3,8	
Factset / Bloomberg	GAM-ES / GAM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,0
Pedro Luis Fernández	5,8
Banco Santander	4,4
Free Float	21,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,6	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	225,8	274,2	302,2	326,8
EBITDA Rec.	50,2	65,2	75,4	82,9
% Var.	37,8	29,8	15,7	10,0
% EBITDA Rec./Ing.	22,2	23,8	24,9	25,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	19,3	12,2	8,2	9,0
Beneficio neto	7,7	13,5	18,9	26,0
BPA (EUR)	0,08	0,14	0,20	0,27
% Var.	193,3	75,0	40,3	37,3
BPA ord. (EUR)	0,07	0,14	0,20	0,27
% Var.	118,2	95,7	40,3	37,3
Free Cash Flow Rec.	-35,0	-1,3	6,9	10,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	179,5	210,9	204,0	193,2
DN / EBITDA Rec.(x)	3,6	3,2	2,7	2,3
ROE (%)	8,7	13,5	16,3	18,7
ROCE (%)	6,0	7,3	8,4	9,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	17,7	10,1	7,2	5,2
PER Ordinario	19,8	10,1	7,2	5,2
P/BV	1,5	1,3	1,1	0,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,47	1,21	1,10	1,01
EV/EBITDA Rec.	6,6	5,1	4,4	4,0
EV/EBIT	19,5	10,9	8,8	7,2
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	5,1	7,9

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,7	16,1	12,9	-7,7

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

El 1T23 se encontró completamente en línea con lo esperado, reafirmando la capacidad de crecimiento orgánico de la compañía (c. +20%). Un crecimiento que se vio empujado por todos sus negocios: i) alquiler de largo plazo (+36% vs 1T22), ii) alquiler de corto plazo (+16%) y iii) negocios sin CAPEX (distribución, compraventa y mantenimiento; +15%). Aunque quizás lo más interesante sea que este crecimiento se produce sin dejar de mejorar márgenes: GAM cerró el 1T23 con un margen EBITDA del 25,4%, lo que implica una mejora de c. +1,4p.p. frente al 1T22.

La adquisición de Carretillas Mayor, ejecutada a finales de marzo aún no es visible en el 1T23. Una adquisición que podría aportar, en términos proforma, ingresos de EUR 23Mn y EBITDA de EUR 7Mn en 2023e (c. 10% y 15% s/vtas y EBITDA 2022).

Se mantiene la expectativa de “doblar” en Beneficio Neto. En 2023e deberíamos tener una compañía con ventas de c. EUR 275Mn (+21% vs 2022) y EBITDA de c. EUR 65,2Mn (+30% vs 2022). Un fuerte crecimiento que nos lleva a mantener la expectativa de “doblar” en Beneficio Neto en 2023e (EUR 13,5Mn vs EUR 7,7Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Previsible incremento de la externalización de servicios de alquiler por parte de sus clientes. GAM mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (donde obtiene c. 75% de sus ingresos) y Latam (principal destino de sus exportaciones). Dos zonas en las que cabe esperar una convergencia a tasas de utilización del alquiler (frente a la compra) similares a las de Europa Continental y USA (c. 20p.p. superior).

El cambio de modelo ejecutado durante los últimos años, con i) la entrada en el mercado de alquiler a largo plazo y ii) la entrada en negocios al margen del alquiler y sin CAPEX (distribución, mantenimiento). Un cambio de mix que aporta recurrencia y reduce la elevada ciclicidad del negocio: hoy los negocios recurrentes y sin CAPEX ya representan el c. 60% de los ingresos (vs c. 30% en 2018).

Alta diversificación sectorial, con baja exposición a negocios cíclicos: el sector de la construcción, principal negocio en 2008, hoy representa menos del 10%.

Los negocios recurrentes (de largo plazo) y Sin CAPEX seguirán siendo los motores de crecimiento. Lo anterior nos lleva a ver a GAM a como una compañía en crecimiento (Ingresos 22-25e: +13% TACC), con capacidad de mejorar márgenes (EBITDA 22-25e: +18% TACC) y que ha reducido su nivel de ciclicidad (lo que reduce el riesgo de revisión de estimaciones a la baja).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Alto nivel de deuda. Con una Deuda Neta/EBITDA de c. 3x (vs c. 1,5x del sector) estimamos un incremento del gasto financiero hasta EUR 13Mn (c. 20% s/EBITDA 2023e) derivado de una mayor deuda y del incremento del coste financiero (+1p.p. vs 2022). La continuidad de la subida de tipos podría implicar un coste financiero aún mayor (con impacto negativo en nuestra estimación de FCF).

Desaceleración de la macro. Aunque durante los últimos años GAM ha reducido de forma significativa la ciclicidad de su negocio, una desaceleración de la economía afectará (inevitablemente) al negocio de alquiler de corto plazo (c. 40% s/Ingresos).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Bajos múltiplos generalizados (visibles en 2023e). Pese al buen comportamiento del precio de la acción (+35,2% YTD), nuestras estimaciones 2023e implicarían un PER 23e 10x y 5x EV/EBITDA. Si ponemos la vista en 2025e, estimamos PER 25e 5,2x y 4x EV/EBITDA 25e). Múltiplos que no reflejarían las perspectivas de alto crecimiento de GAM, que además ha reducido significativamente su ciclicidad/riesgo.



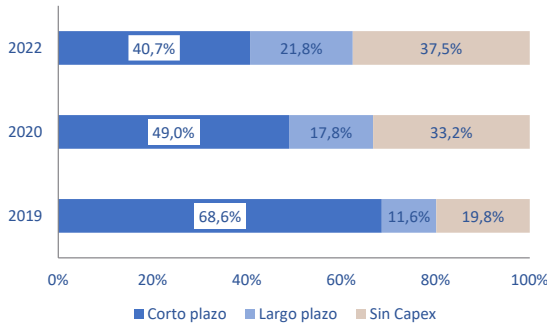
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,2	22,1	21,2	22,3	24,4	24,4	24,4	24,4		
Inmovilizado material	132,8	138,5	151,7	201,3	237,3	279,6	289,6	301,5		
Otros activos no corrientes	3,8	3,6	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9		
Inmovilizado financiero	-	0,9	3,6	3,8	5,7	5,7	5,7	5,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,5	16,4	19,8	20,5	25,4	25,4	25,4	25,4		
Activo circulante	47,6	47,4	49,9	70,6	92,4	105,6	113,9	122,8		
Total activo	202,0	228,9	253,0	325,3	392,0	447,6	465,8	486,6		
Patrimonio neto	(17,6)	51,1	81,9	84,5	93,5	107,0	125,9	151,9		
Minoritarios	0,2	0,2	0,3	0,4	4,0	4,0	4,0	4,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	8,2	13,7	30,7	39,2	39,2	39,2	39,2		
Otros pasivos no corrientes	-	20,2	18,5	17,3	19,9	19,9	19,9	19,9		
Deuda financiera neta	187,1	121,9	108,6	147,5	179,5	210,9	204,0	193,2		
Pasivo circulante	31,9	27,4	30,0	44,9	55,8	66,6	72,8	78,3		
Total pasivo	202,0	228,9	253,0	325,3	392,0	447,6	465,8	486,6		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	132,2	143,1	134,1	169,1	225,8	274,2	302,2	326,8	14,3%	13,1%
Cto.Total Ingresos	12,8%	8,2%	-6,3%	26,1%	33,5%	21,4%	10,2%	8,1%		
Coste de ventas	(34,2)	(40,2)	(42,2)	(60,1)	(80,6)	(97,6)	(106,2)	(114,9)		
Margen Bruto	98,1	102,9	91,9	109,0	145,2	176,6	196,0	211,9	10,3%	13,4%
Margen Bruto / Ingresos	74,2%	71,9%	68,5%	64,4%	64,3%	64,4%	64,9%	64,8%		
Gastos de personal	(36,7)	(39,5)	(35,8)	(43,1)	(52,7)	(63,7)	(68,9)	(73,7)		
Otros costes de explotación	(34,4)	(29,5)	(25,2)	(29,5)	(42,3)	(47,7)	(51,7)	(55,3)		
EBITDA recurrente	27,0	33,9	30,9	36,4	50,2	65,2	75,4	82,9	16,8%	18,2%
Cto.EBITDA recurrente	8,9%	25,7%	-9,0%	18,0%	37,8%	29,8%	15,7%	10,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	20,4%	23,7%	23,0%	21,5%	22,2%	23,8%	24,9%	25,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,6)	(1,1)	(1,0)	(0,7)	-	-	-	-		
EBITDA	24,3	32,8	29,8	35,7	50,2	65,2	75,4	82,9	19,8%	18,2%
Depreciación y provisiones	(23,2)	(21,7)	(20,6)	(20,0)	(26,9)	(31,7)	(34,9)	(34,5)		
Gastos capitalizados	7,5	7,7	6,3	7,2	8,0	11,2	11,6	12,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(7,9)	(8,1)	(12,1)	(14,3)	(14,3)	(14,3)	(14,3)		
EBIT	8,7	10,9	7,5	10,8	17,0	30,3	37,8	46,1	18,3%	39,5%
Cto.EBIT	51,4%	25,9%	-30,8%	43,6%	56,8%	78,6%	24,5%	22,2%		
EBIT / Ingresos	6,5%	7,6%	5,6%	6,4%	7,5%	11,1%	12,5%	14,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(10,2)	(13,0)	(7,0)	(7,5)	(9,6)	(13,4)	(14,1)	(13,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	0,7	0,3	0,2	(0,3)	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,6)	(1,4)	0,8	3,5	7,1	16,9	23,7	32,5	59,6%	66,0%
Cto.Beneficio ordinario	77,1%	12,7%	161,2%	316,4%	101,8%	137,7%	40,3%	37,3%		
Extraordinarios	-	44,9	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,6)	43,5	0,8	3,5	7,1	16,9	23,7	32,5	59,6%	66,0%
Impuestos	(2,4)	(3,5)	0,3	(0,8)	0,8	(3,4)	(4,7)	(6,5)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	8,0%	n.a.	23,4%	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(4,0)	40,0	1,1	2,6	7,7	13,5	18,9	26,0	40,6%	50,0%
Cto.Beneficio neto	47,9%	n.a.	-97,1%	130,4%	193,1%	75,1%	40,3%	37,3%		
Beneficio ordinario neto	0,9	(0,3)	1,9	3,2	6,9	13,5	18,9	26,0	64,9%	55,7%
Cto. Beneficio ordinario neto	117,3%	-128,6%	795,1%	70,3%	118,1%	95,8%	40,3%	37,3%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						65,2	75,4	82,9	16,8%	18,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(14,3)	(14,3)	(14,3)		
Var.capital circulante						(2,4)	(2,1)	(3,4)		
Cash Flow operativo recurrente						48,4	59,0	65,2	-5,7%	37,7%
CAPEX						(32,9)	(33,2)	(34,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(13,4)	(14,1)	(13,6)		
Impuestos						(3,4)	(4,7)	(6,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,3)	6,9	10,8	n.a.	32,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(30,0)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(31,3)	6,9	10,8	-72,0%	36,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						31,3	(6,9)	(10,8)		

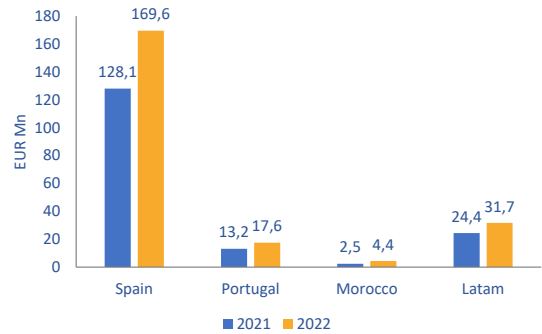


La compañía en 8 gráficos

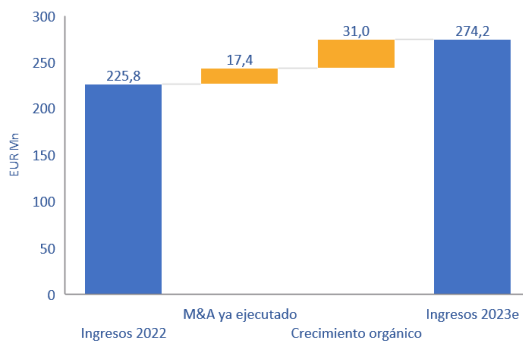
GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: los negocios recurrentes y sin Capex ya representan el 59% de las ventas



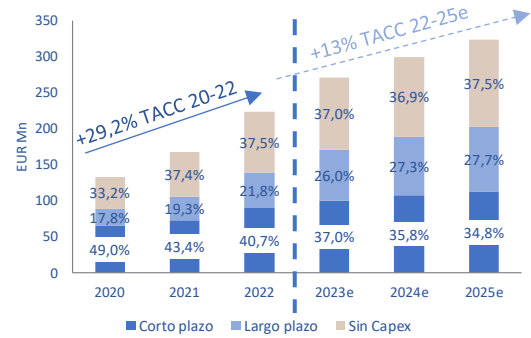
Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)



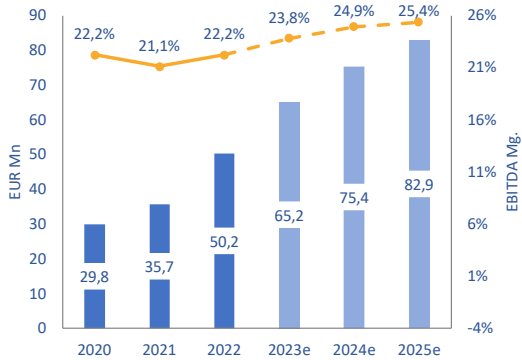
En 2023e estimamos un crecimiento de ingresos del +21% vs 2022 (impulsado por el M&A ya ejecutado)



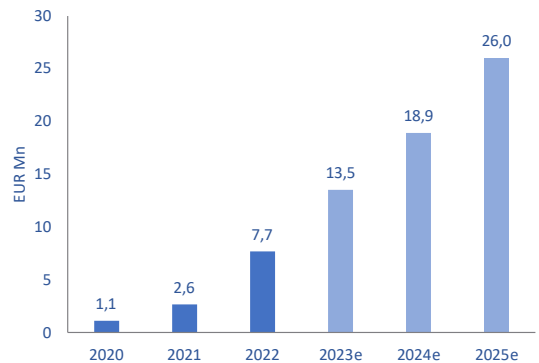
Los negocios recurrentes (de largo plazo) y sin Capex seguirán siendo los motores del crecimiento a m/p (+13,2% TACC 2022-2025e)



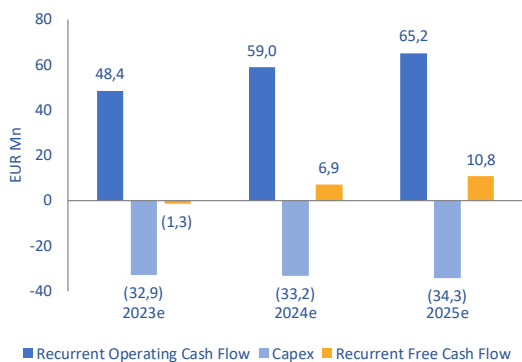
EBITDA 2022-2025e: +18% TACC (22-25e), con mejora de márgenes



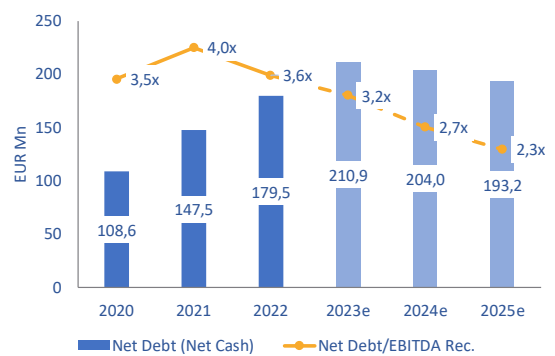
A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto



Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF



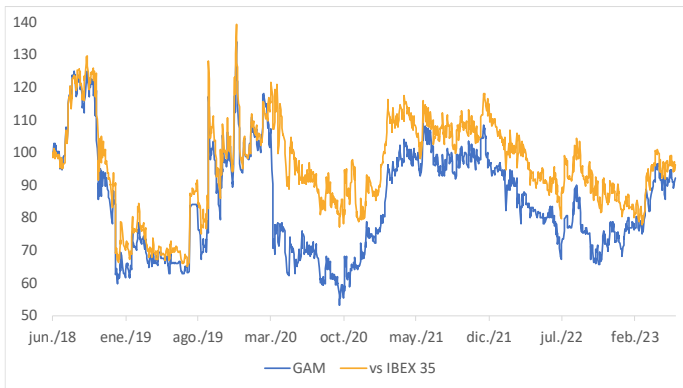
Y, pese al M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 3,5x DN/EBITDA



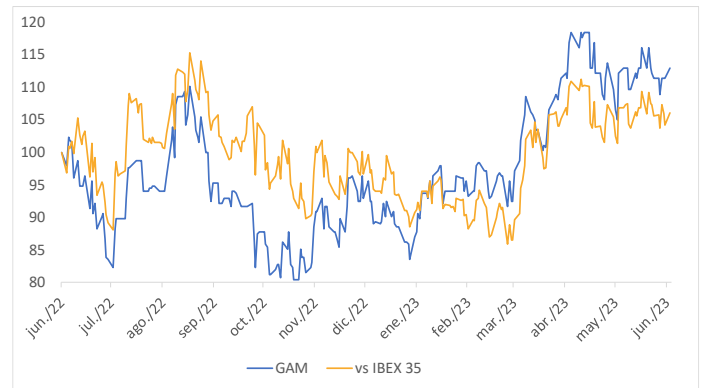


Evolución de la cotización

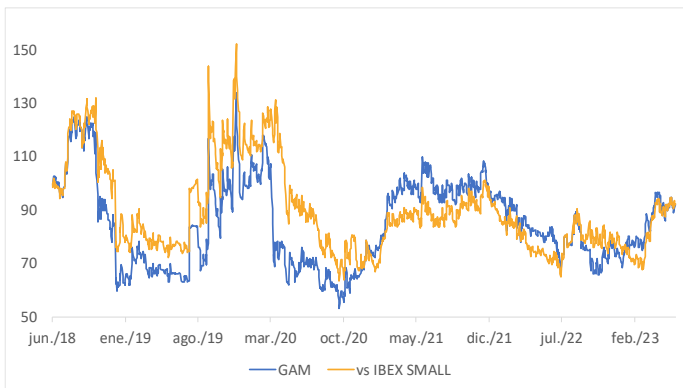
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



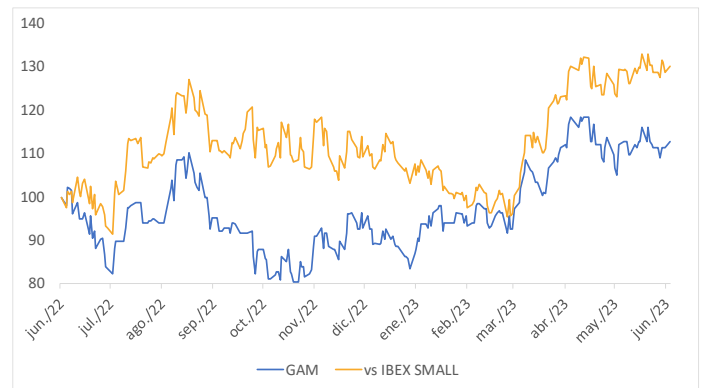
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



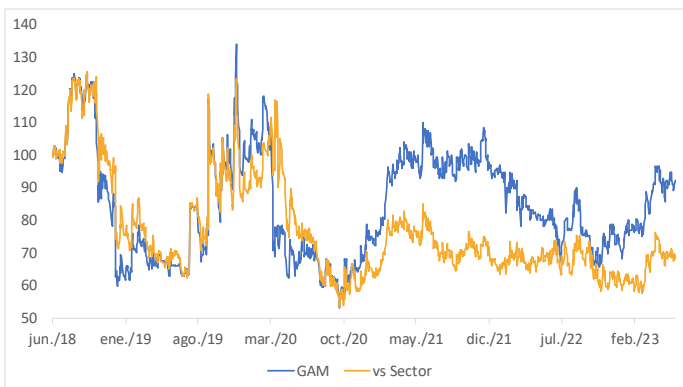
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



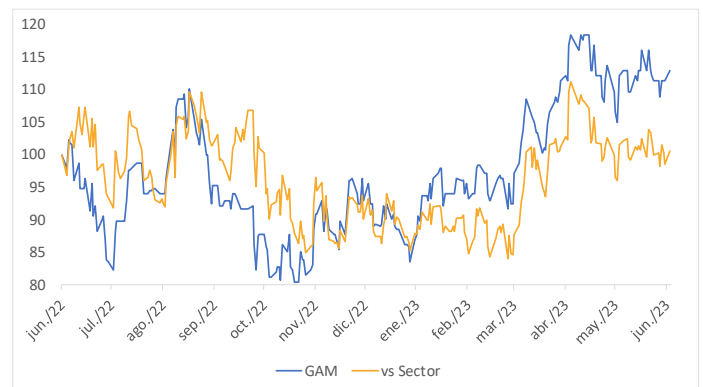
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,7	16,1	12,9	35,2	23,6	-7,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,8	18,3	6,1	19,8	4,8	-3,8
vs Euro STOXX 50	1,8	16,2	-0,5	19,5	-2,6	-25,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	0,5	29,7	30,2	26,0	0,4	-7,3
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	0,5	19,7	23,0	24,1	-12,5	-14,2
vs MSCI Europe Micro Cap	2,3	23,2	29,1	36,2	4,9	-14,1
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	-0,9	14,6	0,7	18,1	-8,6	-30,8

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



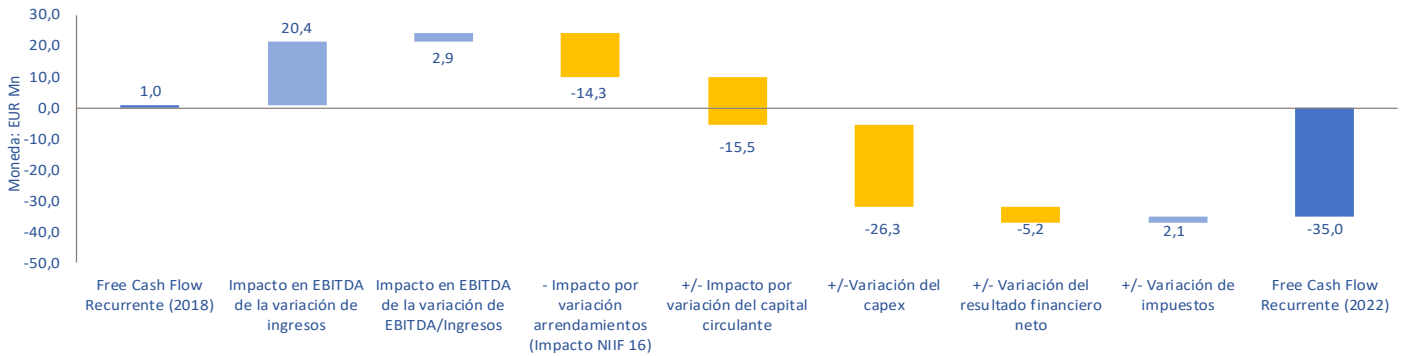
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	33,9	30,9	36,4	50,2	65,2	75,4	82,9	14,0%	18,2%
Cto. EBITDA recurrente	25,7%	-9,0%	18,0%	37,8%	29,8%	15,7%	10,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	23,7%	23,0%	21,5%	22,2%	23,8%	24,9%	25,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(5,1)	(4,7)	(6,0)	(14,3)	(14,3)	(14,3)	(14,3)		
+/- Var. Capital circulante	(4,4)	0,2	(5,8)	(10,9)	(2,4)	(2,1)	(3,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	24,4	26,3	24,6	25,0	48,4	59,0	65,2	0,7%	37,7%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-22,5%	7,8%	-6,5%	1,3%	93,9%	21,9%	10,6%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	17,1%	19,6%	14,6%	11,1%	17,6%	19,5%	20,0%		
- CAPEX	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(51,2)	(32,9)	(33,2)	(34,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,5)	(6,7)	(4,5)	(9,6)	(13,4)	(14,1)	(13,6)		
- Impuestos	(1,5)	(0,7)	(0,9)	0,8	(3,4)	(4,7)	(6,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(35,0)	(1,3)	6,9	10,8	n.a.	32,1%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-519,7%	20,3%	-247,8%	-194,1%	96,2%	620,0%	55,8%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3%	3,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,1)	(1,0)	(0,7)	7,7	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,2	(5,6)	(8,7)	7,7	(30,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	52,0	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	50,8	(10,1)	(21,3)	(19,6)	(31,3)	6,9	10,8	-33,6%	36,6%
Cto. Free Cash Flow	n.a.	-119,9%	-110,9%	7,9%	-59,7%	122,1%	55,8%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,1%	7,9%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	37,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,1%	7,9%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	1,0	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(35,0)	(1,3)	6,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,2	(2,1)	8,1	12,2	10,8	6,6	6,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,7	(0,9)	(2,5)	1,5	4,2	3,6	1,4		
= Variación EBITDA recurrente	6,9	(3,0)	5,6	13,8	15,0	10,2	7,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(5,1)	0,3	(1,3)	(8,3)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(8,9)	4,6	(6,0)	(5,1)	8,5	0,4	(1,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(7,1)	1,9	(1,7)	0,3	23,4	10,6	6,2		
+/- Variación del CAPEX	3,1	(0,7)	(8,7)	(20,1)	18,3	(0,3)	(1,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,1)	(1,2)	2,1	(5,1)	(3,8)	(0,6)	0,5		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,8	(0,2)	1,7	(4,2)	(1,4)	(1,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(5,3)	0,9	(8,5)	(23,1)	33,7	8,2	3,9		
Free Cash Flow Recurrente	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(35,0)	(1,3)	6,9	10,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	10,9	7,5	10,8	17,0	30,3	37,8	46,1	15,9%	39,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	23,4%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(2,5)	-	(6,1)	(7,6)	(9,2)		
EBITDA recurrente	33,9	30,9	36,4	50,2	65,2	75,4	82,9	14,0%	18,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(5,1)	(4,7)	(6,0)	(14,3)	(14,3)	(14,3)	(14,3)		
+/- Var. Capital circulante	(4,4)	0,2	(5,8)	(10,9)	(2,4)	(2,1)	(3,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	24,4	26,3	24,6	25,0	48,4	59,0	65,2	0,7%	37,7%
- CAPEX	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(51,2)	(32,9)	(33,2)	(34,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(2,5)	-	(6,1)	(7,6)	(9,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,7	3,9	(9,0)	(26,2)	9,4	18,2	21,7	n.a.	41,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-60,2%	47,4%	-329,8%	-191,8%	136,0%	92,9%	19,1%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	1,9%	2,9%	n.a.	n.a.	3,4%	6,0%	6,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,2	(5,6)	(8,7)	7,7	(30,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	52,0	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	58,9	(1,7)	(17,7)	(18,5)	(20,6)	18,2	21,7	-32,3%	46,9%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	428,2%	-102,9%	-918,6%	-4,7%	-11,0%	188,4%	19,1%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	0,8%	1,2%	n.a.	n.a.	2,8%	5,5%	6,5%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,5%	6,5%		

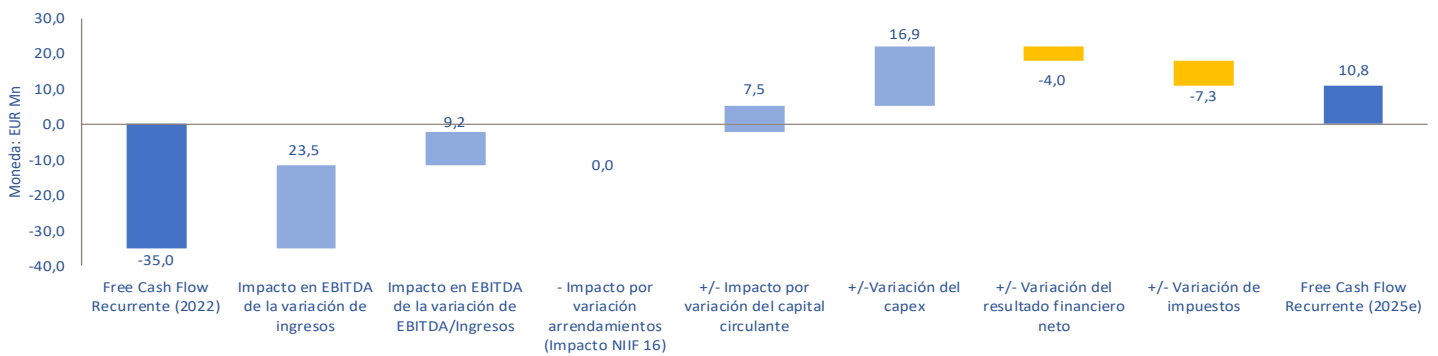


Analítica del Free Cash Flow (II)

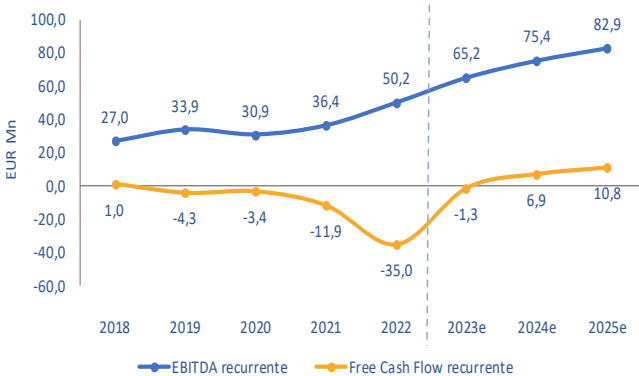
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



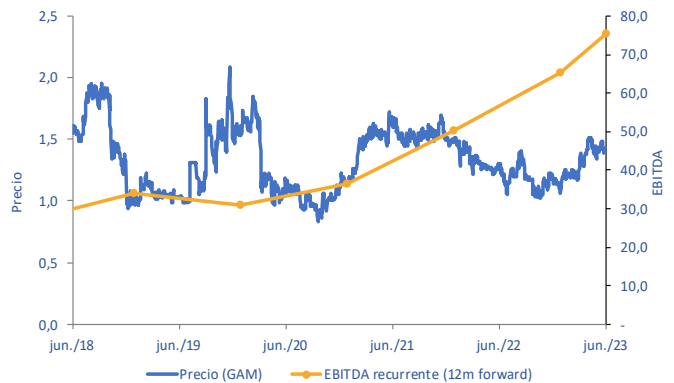
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(20,6)	18,2	21,7	436,5			
Market Cap	136,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	179,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	43,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	56,8%	D			=	=	
WACC	7,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,5%	7,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	136,2	
+ Minoritarios	4,0	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	17,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	179,0	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	5,7	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	331,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	5,1%	6,2%	4,0%	3,6%	6,0%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-1,1%	2,8%			
FCF Yield - WACC	n.a.	0,8%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	27,4%	82,9	4,0x
Central	24,9%	75,4	4,4x
Min	22,4%	67,8	4,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	9,9%	11,0%		12,1%	Max	Central
82,9	17,8	14,5	11,1	Max	13,1%	10,6%	8,2%
75,4	10,2	6,9	3,6	Central	7,5%	5,1%	2,6%
67,8	2,7	(0,6)	(4,0)	Min	2,0%	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	17,9%	17,6%	19,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,2%	3,0%	2,5%



Principales comparables 2023e

Datos	Mercado	Europa				Average	USA			Average	GAM
		Ashtead Group	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group		United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.		
	EUR Mn										
	Ticker (Factset)	AHT-GB	VP-GB	SDY-GB	HSS-GB		URI-US	HRI-US	HEES-US		GAM-ES
	País	UK	UK	UK	UK		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	26.022,3	296,6	174,2	115,6		22.947,6	2.908,6	1.318,5		136,2
	Enterprise value (EV)	34.261,7	530,5	370,4	222,5		34.529,6	6.562,6	2.589,8		331,2
Información financiera básica	Total Ingresos	10.085,5	440,0	532,4	406,6		13.144,5	3.114,3	1.318,2		274,2
	Cto.Total Ingresos	12,4%	3,8%	4,4%	5,5%	6,5%	20,9%	21,8%	13,5%	18,7%	21,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,7%	1,6%	4,1%	3,5%	4,7%	5,2%	9,6%	5,6%	6,8%	9,2%
	EBITDA	4.643,5	128,0	125,1	85,6		6.287,7	1.398,9	595,3		65,2
	Cto. EBITDA	13,0%	3,9%	4,9%	9,0%	7,7%	23,6%	25,9%	20,5%	23,4%	29,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,3%	5,1%	n.a.	3,4%	6,9%	4,3%	9,1%	4,2%	5,9%	12,8%
	EBITDA/Ingresos	46,0%	29,1%	23,5%	21,1%	29,9%	47,8%	44,9%	45,2%	46,0%	23,8%
	EBIT	2.741,7	59,6	53,5	38,5		3.646,2	685,2	243,4		30,3
	Cto. EBIT	13,1%	7,3%	8,0%	23,0%	12,9%	20,8%	31,3%	22,0%	24,7%	78,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	10,5%	2,5%	27,4%	5,0%	11,3%	6,3%	10,9%	11,4%	9,5%	23,3%
	EBIT/Ingresos	27,2%	13,5%	10,1%	9,5%	15,1%	27,7%	22,0%	18,5%	22,7%	11,1%
	Beneficio Neto	1.754,3	38,1	27,1	19,7		2.329,9	376,0	142,3		13,5
	Cto. Beneficio Neto	12,1%	5,7%	n.a.	-17,0%	0,3%	18,6%	22,1%	14,0%	18,2%	75,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,1%	1,7%	14,1%	6,3%	8,5%	6,9%	11,6%	14,2%	10,9%	38,8%
CAPEX/Ventas	26,2%	14,0%	6,4%	8,5%	13,8%	22,1%	40,5%	19,3%	27,3%	12,0%	
Free Cash Flow	838,2	23,9	17,3	5,0		1.906,5	(149,8)	(57,0)		(31,3)	
Deuda financiera Neta	7.797,5	183,4	171,5	42,1		9.935,2	3.356,5	1.237,1		210,9	
DN/EBITDA (x)	1,7	1,4	1,4	0,5	1,2	1,6	2,4	2,1	2,0	3,2	
Pay-out	24,9%	47,7%	57,2%	24,9%	38,7%	10,7%	13,9%	25,9%	16,9%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	7,8	6,3	6,1	8,7	9,2	8,0	9,4	8,8	10,1
	P/BV (x)	4,3	1,4	0,7	n.a.	2,2	2,8	n.a.	2,9	2,8	1,3
	EV/Ingresos (x)	3,4	1,2	0,7	0,5	1,5	2,6	2,1	2,0	2,2	1,2
	EV/EBITDA (x)	7,4	4,1	3,0	2,6	4,3	5,5	4,7	4,4	4,8	5,1
	EV/EBIT (x)	12,5	8,9	6,9	5,8	8,5	9,5	9,6	10,6	9,9	10,9
	ROE	29,8	18,4	11,4	n.a.	19,9	30,8	n.a.	30,5	30,6	13,5
	FCF Yield (%)	3,2	8,1	9,9	4,3	6,4	8,3	n.a.	n.a.	8,3	n.a.
	DPA	0,98	0,46	0,03	0,01	0,37	3,52	1,77	1,03	2,10	0,00
	Dvd Yield	1,7%	6,2%	7,9%	4,2%	5,0%	1,1%	1,7%	2,8%	1,9%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	139,6	120,8	103,9	105,1	105,2	116,4	132,2	143,1	134,1	169,1	225,8	274,2	302,2	326,8	4,9%	13,1%
Cto. Total ingresos	-30,5%	-13,5%	-14,0%	1,2%	0,0%	10,7%	13,6%	8,2%	-6,3%	26,1%	33,5%	21,4%	10,2%	8,1%		
EBITDA	10,9	5,0	4,8	6,1	14,1	22,4	24,3	32,8	29,8	35,7	50,2	65,2	75,4	82,9	16,5%	18,2%
Cto. EBITDA	-44,4%	-54,6%	-4,1%	27,6%	133,2%	58,7%	8,5%	34,5%	-8,9%	19,8%	40,4%	29,8%	15,7%	10,0%		
EBITDA/Ingresos	7,8%	4,1%	4,6%	5,8%	13,4%	19,3%	18,4%	22,9%	22,2%	21,1%	22,2%	23,8%	24,9%	25,4%		
Beneficio neto	(61,3)	(17,1)	(28,3)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	2,6	7,7	13,5	18,9	26,0	7,8%	50,0%
Cto. Beneficio neto	52,1%	72,2%	-65,7%	79,4%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	130,4%	193,1%	75,1%	40,3%	37,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,9	5,9	6,5	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6		
BPA (EUR)	-10,45	-2,91	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,03	0,08	0,14	0,20	0,27	7,2%	49,9%
Cto. BPA	52,1%	72,2%	-50,5%	94,6%	-7,9%	30,7%	47,9%	n.a.	-98,4%	61,2%	n.a.	75,0%	40,3%	37,3%		
BPA ord. (EUR)	-10,45	-2,91	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	0,02	-0,01	0,03	0,03	0,07	0,14	0,20	0,27	7,2%	55,6%
Cto. BPA ord.	52,1%	72,2%	-50,5%	94,6%	-7,9%	30,7%	n.a.	n.a.	n.a.	19,1%	n.a.	95,7%	40,3%	37,3%		
CAPEX	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(51,2)	(32,9)	(33,2)	(34,3)		
CAPEX/Vtas %	0,5%	0,2%	0,2%	22,6%	29,8%	19,7%	18,8%	15,2%	16,7%	18,4%	22,7%	12,0%	11,0%	10,5%		
Free Cash Flow	42,0	38,4	16,5	(2,6)	(14,2)	11,4	2,9	50,8	(10,1)	(21,3)	(19,6)	(31,3)	6,9	10,8	-9,4%	36,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	32,5x	n.a.	n.a.	27,1x	12,3x	7,8x	7,7x	3,7x	3,6x	4,1x	3,6x	3,2x	2,7x	2,3x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	66,1x	53,8x	13,1x	10,1x	7,2x	5,2x		
EV/Vtas (x)	2,67x	2,65x	2,64x	2,32x	2,54x	1,98x	1,74x	1,59x	1,69x	1,87x	1,41x	1,21x	1,10x	1,01x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	34,2x	n.a.	n.a.	40,2x	18,9x	10,3x	9,5x	6,9x	7,6x	8,8x	6,3x	5,1x	4,4x	4,0x		
Comport. Absoluto	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	31,1%	-28,8%	35,2%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	10,4%	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	-11,9%	21,5%	-24,6%	19,8%				

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

IFFE Futura (IFF) se encuentra desarrollando una planta de gran tamaño para la fabricación de Omega-3. La planta tendrá capacidad de producir 10.000 Tn de Omega-3 (la mayor en España), lo que, una vez en operación, implicará un gran salto en tamaño para la compañía. La producción de Omega-3 se convierte, de facto, en el principal negocio de IFFE.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	40,8	43,7
EV (Mn EUR y USD)	49,3	52,8
Número de Acciones (Mn)	37,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,20 / 0,78 / 0,49	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	16,2	
Factset / Bloomberg	IFF-ES / IFF SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

David Carro	16,7
Inveready	7,4
José Poza	5,0
Free Float	70,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	37,8	37,8	37,8	37,8
Total Ingresos	0,8	0,9	7,7	18,0
EBITDA Rec.	-1,2	-1,4	0,4	4,2
% Var.	n.a.	-12,5	126,3	n.a.
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	4,8	23,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	19,3	14,1	8,5	7,1
Beneficio neto	-3,1	-2,9	-1,4	1,6
BPA (EUR)	-0,08	-0,08	-0,04	0,04
% Var.	n.a.	5,4	52,2	214,9
BPA ord. (EUR)	-0,04	-0,08	-0,04	0,04
% Var.	-329,9	-104,2	52,2	214,9
Free Cash Flow Rec.	-2,6	-12,5	-2,9	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	4,9	17,4	20,3	19,7
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	4,7
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	4,1
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	4,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	25,6
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	25,6
P/BV	1,0	1,0	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	n.a.	n.a.	6,41	2,73
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	11,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	13,8
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	1,4

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-1,8	-10,0	89,5	24,2

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

En 2022 IFFE resolvió la incógnita sobre la financiación de su planta de Omega-3, captando un total de EUR 18Mn con: i) Inveready (EUR 7,1Mn en obligaciones y EUR 2Mn en préstamos convertibles; precio de conversión de ambos EUR 0,33/acción), ii) ampliación de capital (EUR 4,1Mn), iii) préstamo con Sabadell (EUR 4Mn) y iv) XesGalicia, sociedad de capital riesgo de la Xunta de Galicia (EUR 1,3Mn).

2023e puede ser visto como un año de transición. En 2023 continúa el tramo final de la construcción de la planta de Omega 3, por lo que esperamos el inicio de su explotación en el 1T24. Lo que implica que 2023e puede ser visto como un año de transición (Ingresos c. EUR 1Mn y EBITDA aún por debajo de breakeven).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

IFFE Biotech, el negocio dominante (visible a partir de 2024e). Un proyecto de gran envergadura (con un grado de avance de obra >80%) que, una vez finalizado, proporcionaría a IFFE la capacidad de producir hasta c. 10.000Tn de Omega-3, convirtiéndola en la mayor planta productora en España. Adicionalmente, Natac (compañía con experiencia en el sector de ingredientes de origen natural) se suma como socio (participación del 20% en IFFE Biotech).

En una industria en crecimiento (+8% TACC) que continuará atrayendo inversión. El mercado Omega-3 está respaldado por macrotendencias (salud a través de la dieta). Los principales drivers son: i) progresivo envejecimiento de la población, ii) incremento de enfermedades cardiovasculares resultado de un estilo de vida sedentario y iii) regulación que incentiva el consumo de alimentos "saludables".

En 2025e debería ser visible un salto en tamaño muy significativo. En 2025e, pese a considerar niveles aún modestos de utilización de la planta (c. 15% vs utilización máxima teórica de c.85%) estimamos niveles de ingresos de c. EUR 18Mn, con un EBITDA de EUR 4,2Mn (Mg. EBITDA 23,4%). Lo que permitiría la superación de break even en Free Cash Flow (c. EUR 0,6Mn).

Un proyecto que "encierra" una gran oportunidad: alcanzar niveles de utilización de la planta superiores (...aunque no antes de 2026e). El foco de IFFE debe ponerse en el I/p. En 2026, estimamos que tasas de utilización de c.30% (vs máximo teórico de c. 85%) permitirían producir c. 3.000Tn de Omega-3 (precio medio de venta: EUR 14€/Kg) y aspirar a unos ingresos de EUR 39Mn y EBITDA de EUR 11,8Mn (Mg. EBITDA c. 30%). Lo que hace visible una gran oportunidad del negocio en el largo plazo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Ejecución del proyecto e inicio de actividad de la planta de Omega-3: Pese al avanzado estado en el que se encuentra la planta, se podría dilatar el inicio de su actividad por: i) velocidad de ejecución de la obra pendiente, ii) desviaciones en el presupuesto que retrasen la puesta en marcha y iii) el desarrollo de un producto que cumpla con los estándares de calidad (legales) necesarios para su comercialización.

Dilución del accionista. IFFE tiene pactados instrumentos financieros convertibles con un precio de conversión de EUR 0,33/acción (vencimiento, 2027). La conversión de ambos productos convertiría a Inveready en el principal accionista de IFFE con c. 46% del capital (suponiendo c.42% de dilución adicional para el accionista).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Tras el buen comportamiento del precio de la acción: ¿ahora qué? Los acuerdos de financiación comunicados en 2022 implicaron un auténtico punto de inflexión. Algo no ignorado por el mercado: desde aquel momento, la acción se ha revalorizado +90%. ¿Y ahora qué? Los múltiplos 2023e y 2024e son irrelevantes (inicio de actividad en 2024e; aún en fase de despegue). Si ponemos la vista en 2025e: EV/EBITDA 11,7x (13% s/utilización total); que se reduce a c. 4x en 2026e: múltiplo atractivo, pero sujeto a una incertidumbre todavía muy elevada.



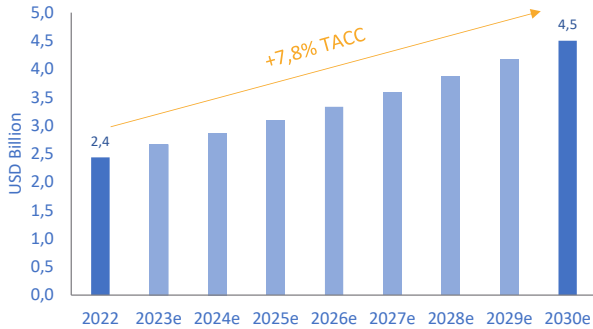
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,2	5,4	5,3	3,3	6,3	6,3	6,3	6,3		
Inmovilizado material	1,8	1,8	1,5	1,5	3,8	12,9	13,1	13,1		
Otros activos no corrientes	0,2	0,3	0,5	1,1	1,8	1,8	1,8	1,8		
Inmovilizado financiero	3,5	3,4	3,9	3,8	5,8	5,8	5,8	5,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	32,5	32,5	33,5	31,4	31,4	31,4	31,4		
Activo circulante	1,0	2,0	2,2	1,5	1,8	1,9	2,6	4,3		
Total activo	7,8	45,4	46,0	44,5	50,8	60,0	61,0	62,7		
Patrimonio neto	6,2	36,0	41,1	37,7	42,2	39,2	37,9	39,5		
Minoritarios	-	1,4	0,5	0,3	1,4	1,4	1,4	1,4		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	3,8	0,0	2,5	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	0,6	3,1	3,2	3,3	4,9	17,4	20,3	19,7		
Pasivo circulante	0,9	1,1	1,1	0,8	2,0	1,5	1,0	1,7		
Total pasivo	7,8	45,4	46,0	44,5	50,8	60,0	61,0	62,7		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	0,9	1,4	1,0	1,1	0,8	0,9	7,7	18,0	-3,0%	n.a.
Cto.Total Ingresos	-8,1%	52,7%	-27,7%	5,6%	-24,2%	10,0%	755,7%	134,6%		
Coste de ventas	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(3,7)	(8,9)		
Margen Bruto	0,8	1,2	0,7	0,8	0,6	0,6	4,0	9,1	-6,7%	n.a.
Margen Bruto / Ingresos	82,8%	88,3%	70,9%	75,4%	71,0%	66,5%	52,4%	50,7%		
Gastos de personal	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(1,4)	(2,0)	(2,0)		
Otros costes de explotación	(0,2)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(1,2)	(0,6)	(1,7)	(2,9)		
EBITDA recurrente	0,0	0,3	(0,3)	(0,1)	(1,2)	(1,4)	0,4	4,2	n.a.	75,4%
Cto.EBITDA recurrente	-64,1%	410,3%	-202,3%	77,7%	n.a.	-12,5%	126,3%	n.a.		
EBITDA rec. / Ingresos	5,3%	17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8%	23,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,2)	-	-	0,1	-	-	-		
EBITDA	(0,1)	0,1	(0,3)	(0,1)	(1,1)	(1,4)	0,4	4,2	-70,5%	80,3%
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,0)	0,9	(0,0)	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,3	0,3	0,3	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(0,2)	0,0	0,6	(0,1)	(0,9)	(1,7)	(0,0)	3,6	-54,6%	82,6%
Cto.EBIT	-130,9%	118,7%	n.a.	-115,7%	-810,7%	-96,1%	99,5%	n.a.		
EBIT / Ingresos	n.a.	2,0%	59,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	0,3	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(1,2)	(1,4)	(1,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,2)	0,2	0,5	(0,2)	(1,3)	(2,9)	(1,4)	2,1	-55,4%	53,8%
Cto.Beneficio ordinario	-146,9%	210,7%	119,5%	-137,1%	-545,5%	-123,5%	52,2%	253,1%		
Extraordinarios	0,0	0,1	(0,1)	0,3	(3,2)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,2)	0,4	0,4	0,1	(4,5)	(2,9)	(1,4)	2,1	n.a.	35,2%
Impuestos	0,0	(0,0)	0,1	(0,0)	1,4	-	-	(0,5)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	2,6%	n.a.	29,1%	n.a.	n.a.	n.a.	25,0%		
Minoritarios	-	(0,0)	-	-	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,1)	0,3	0,6	0,1	(3,1)	(2,9)	(1,4)	1,6	n.a.	36,1%
Cto.Beneficio neto	-30,8%	324,8%	81,6%	-86,8%	n.a.	5,4%	52,2%	214,9%		
Beneficio ordinario neto	(0,0)	0,4	0,5	(0,2)	(1,4)	(2,9)	(1,4)	1,6	n.a.	46,1%
Cto. Beneficio ordinario neto	-151,5%	965,5%	38,8%	-137,1%	-606,5%	-104,2%	52,2%	214,9%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(1,4)	0,4	4,2	n.a.	75,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(0,6)	(1,2)	(1,0)		
Cash Flow operativo recurrente						-2,0	-0,9	3,2	-27,7%	n.a.
CAPEX	-	-	-	-	-	(9,3)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(1,2)	(1,4)	(1,4)		
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	(0,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(12,5)	(2,9)	0,6	-66,5%	30,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(12,5)	(2,9)	0,6	-81,2%	30,7%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						12,5	2,9	(0,6)		

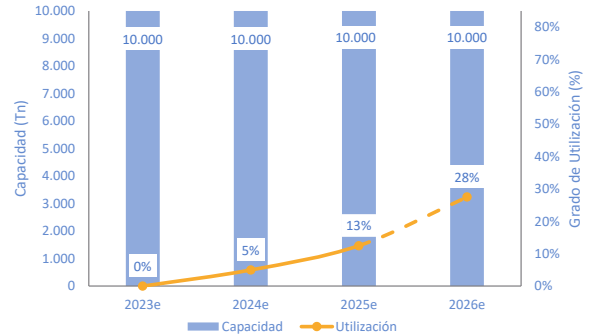


La compañía en 8 gráficos

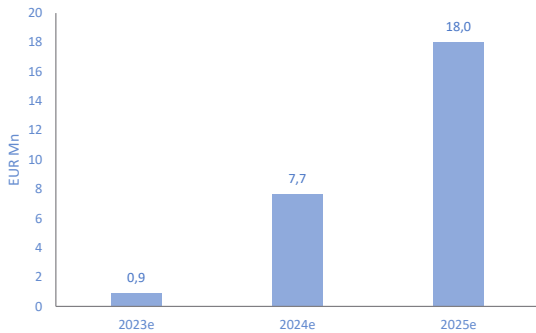
La demanda de Omega-3 proporciona un fuerte driver sectorial (+7,8% TACC 2022-2030e)



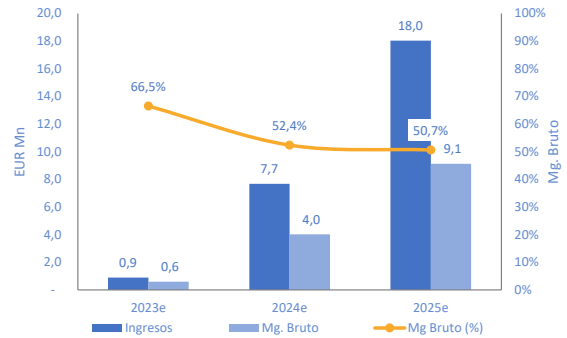
La planta de Omega-3 de IFFE dispondrá de capacidad de producir c. 10.000Tn



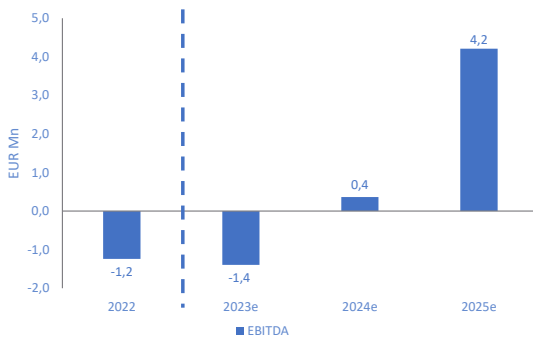
La puesta en marcha de la planta apunta un auténtico salto de escala en el negocio de IFFE (ingresos 2025e de EUR 18Mn)



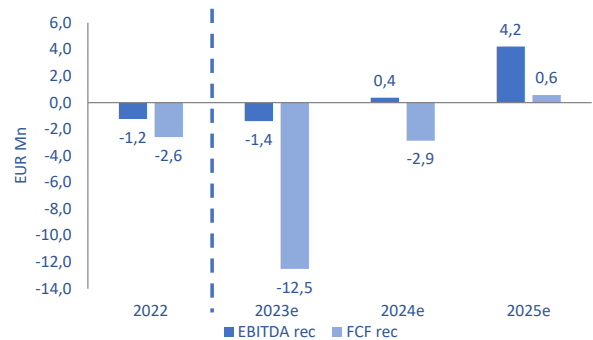
Estimamos un margen bruto de c. 50% para el negocio de IFFE Biotech



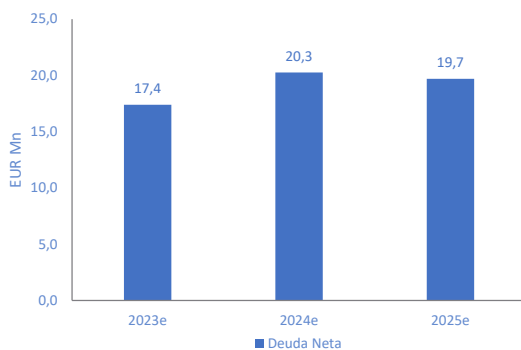
Y un elevado apalancamiento operativo que permitirá una importante mejora del EBITDA Rec. (Mg. EBITDA 25e c. 25%)



Aunque habrá que esperar a 2025e para generar FCF positivo



El CAPEX necesario para la finalización de la planta de Omega-3 elevará la deuda neta hasta c. EUR 17,4Mn en 2023e



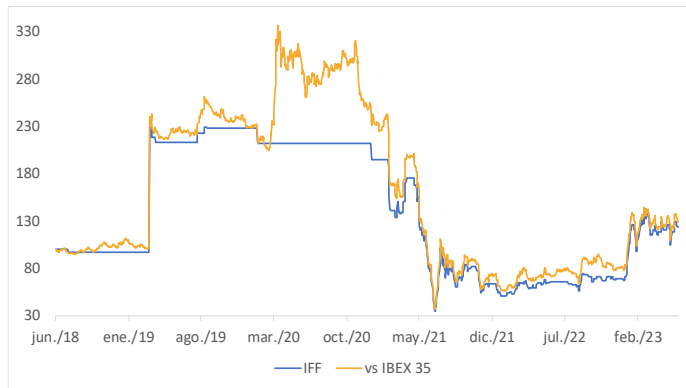
La oportunidad: Alcanzar mayores tasas de utilización (2026e)

Escenarios (principales hipótesis)	2026e	
	Central	Positivo
% Utilización (s/Capacidad procesado)	29,3%	35,1%
Precio venta (EUR/Kg)	13,6	13,6
Precio compra (EUR/Kg)	6,3	6,3
Cash Flow Recurrente		
Ingresos	39,0	46,6
EBITDA recurrente	11,8	14,5
EBITDA rec. / Ingresos	30,2%	31,2%
Free Cash Flow Recurrente	4,0	4,9
FCF Rec. Var. vs escenario central	0,0%	22,5%
EV/EBITDA	4,0x	3,3x

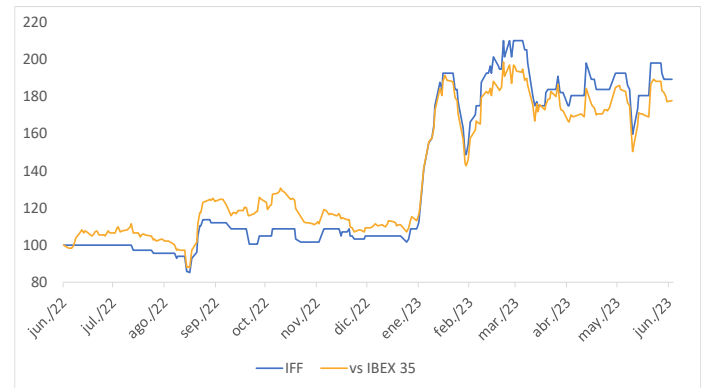


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



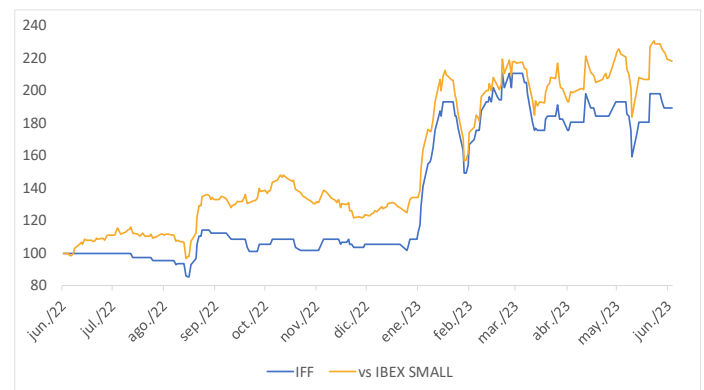
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,8	-10,0	89,5	74,2	-41,6	24,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,3	-8,3	78,0	54,3	-50,5	29,5
vs Euro STOXX 50	-0,7	-10,0	67,0	53,9	-54,0	0,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-2,0	0,5	118,4	62,3	-52,6	24,7
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-2,0	-7,2	106,3	59,9	-58,7	15,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,2	-4,5	116,6	75,4	-50,5	15,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	5,4	-9,3	92,4	69,1	-47,2	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



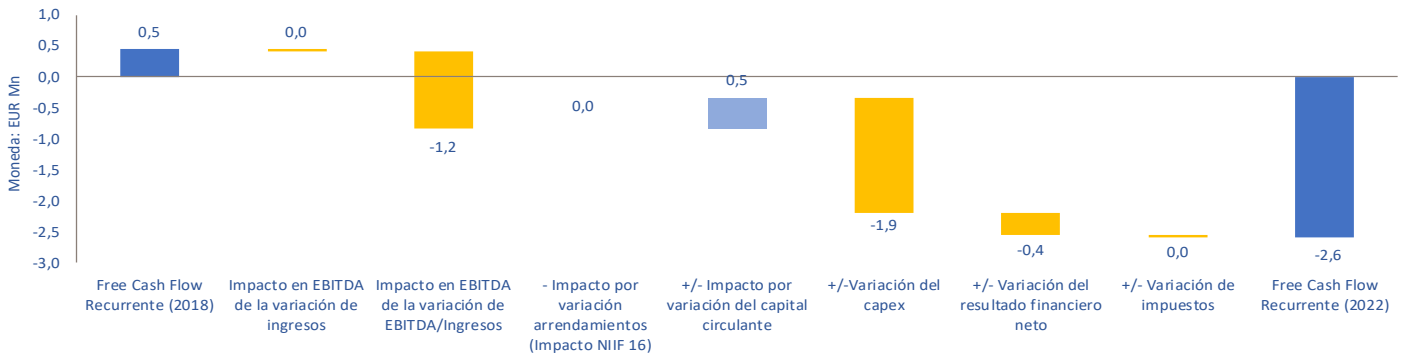
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	0,3	(0,3)	(0,1)	(1,2)	(1,4)	0,4	4,2	-90,8%	75,4%
Cto. EBITDA recurrente	410,3%	-202,3%	77,7%	n.a.	-12,5%	126,3%	n.a.		
EBITDA rec. / Ingresos	17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8%	23,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	(0,1)	0,4	0,9	(0,6)	(1,2)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,6)	(0,4)	0,3	(0,3)	(2,0)	(0,9)	3,2	19,0%	n.a.
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-223,7%	38,8%	181,0%	-207,2%	-530,9%	57,2%	474,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	27,3%	n.a.	n.a.	n.a.	17,7%		
- CAPEX	(0,0)	(0,4)	0,0	(1,9)	(9,3)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(1,2)	(1,4)	(1,4)		
- Impuestos	(0,0)	0,1	(0,0)	-	-	-	(0,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,7)	(0,7)	0,2	(2,6)	(12,5)	(2,9)	0,6	-55,5%	30,4%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-251,3%	-4,1%	124,2%	n.a.	-382,4%	77,0%	119,8%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	16,2%	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	-	-	0,1	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(1,3)	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,5)	(0,7)	0,2	(2,4)	(12,5)	(2,9)	0,6	-17,0%	30,7%
Cto. Free Cash Flow	-649,0%	53,0%	124,2%	n.a.	-411,8%	77,0%	119,8%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	0,4%	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	0,4%	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,5	(0,7)	(0,7)	0,2	(2,6)	(12,5)	(2,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(0,1)	(0,0)	0,0	(0,1)	(10,5)	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	(0,4)	0,2	(1,2)	(0,0)	12,3	3,4		
= Variación EBITDA recurrente	0,2	(0,5)	0,2	(1,2)	(0,2)	1,8	3,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,3)	0,7	0,5	0,6	(1,5)	(0,6)	0,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,1)	0,2	0,7	(0,6)	(1,7)	1,1	4,0		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(0,4)	0,5	(1,9)	(7,5)	8,7	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,3)	(0,8)	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,2	(0,2)	0,0	-	-	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,1)	(0,0)	0,9	(2,8)	(9,9)	9,6	3,4		
Free Cash Flow Recurrente	(0,7)	(0,7)	0,2	(2,6)	(12,5)	(2,9)	0,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,0	0,6	(0,1)	(0,9)	(1,7)	(0,0)	3,6	n.a.	82,6%
* Tasa fiscal teórica	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	(0,9)		
EBITDA recurrente	0,3	(0,3)	(0,1)	(1,2)	(1,4)	0,4	4,2	-90,8%	75,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	(0,1)	0,4	0,9	(0,6)	(1,2)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,6)	(0,4)	0,3	(0,3)	(2,0)	(0,9)	3,2	19,0%	n.a.
- CAPEX	(0,0)	(0,4)	0,0	(1,9)	(9,3)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	(0,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,6)	(0,8)	0,3	(2,2)	(11,3)	(1,5)	1,6	-53,9%	40,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-224,3%	-34,8%	139,0%	-794,3%	-422,3%	86,8%	210,3%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	29,0%	n.a.	n.a.	n.a.	9,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(1,3)	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,3)	(0,8)	0,3	(2,2)	(11,3)	(1,5)	1,6	-20,0%	40,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-362,2%	36,1%	139,0%	-794,3%	-422,3%	86,8%	210,3%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	0,6%	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	n.a.	0,6%	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%		

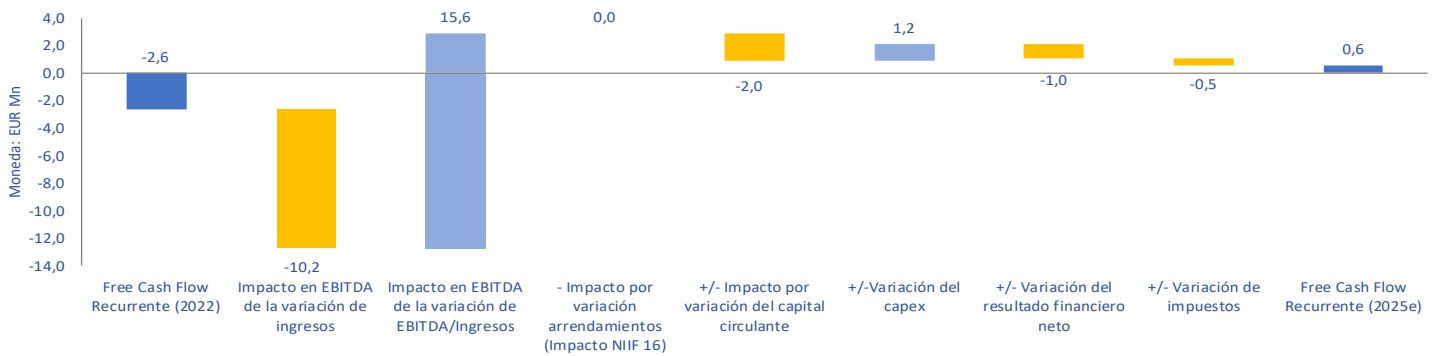


Analítica del Free Cash Flow (II)

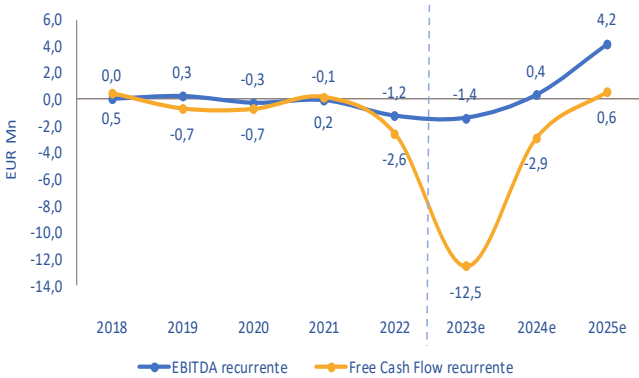
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



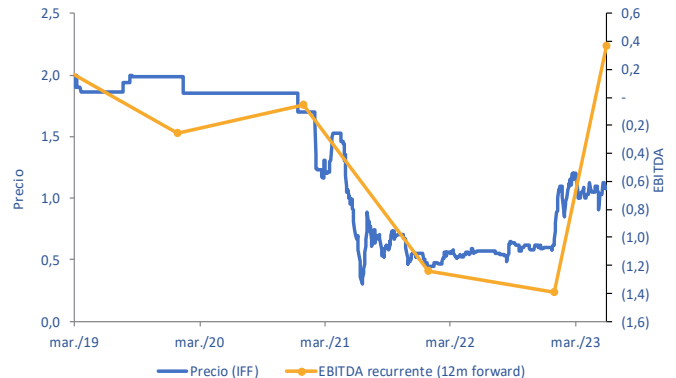
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(11,3)	(1,5)	1,6	n.a.			
Market Cap	40,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	4,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,8%	3,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,2%	2,6%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	89,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	10,7%	D			=	=	
WACC	9,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,1%	10,2%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,0%	

(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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	40,8	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	4,9	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	5,8	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	9,3	Lighthouse
Enterprise Value (EV)	49,3	

(1) Incluye el CAPEX adicional pactado para la finalización de la planta de omega-3.

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	0,1%	1,5%	n.a.	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	-4,3%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-7,6%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	0,0%	40,0%	28,6%
% de consejeros dominicales	25,0%	20,0%	42,9%
% de consejeros ejecutivos	75,0%	40,0%	28,6%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	20,0%	14,3%
% de mujeres en la plantilla	46,7%	43,8%	52,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	6,2%	6,9%	8,9%



Principales comparables 2023e

Grandes operadores globales integrados

EUR Mn		Austevoll Seafood	Amarín	Croda International	DSM - Firmenich	BASF	Average	IFF
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AUSS-NO	AMRN-US	CRDA-GB	DSFIR-NL	BAS-DE		IFF-ES
	País	Norway	Ireland	UK	Switzerland	Germany		Spain
	Market cap	1.467,2	471,5	10.049,2	27.449,7	42.741,4		40,8
	Enterprise value (EV)	3.218,0	205,2	10.409,1	19.745,1	61.928,4		49,3
Información financiera básica	Total Ingresos	2.946,6	298,9	2.224,5	11.398,0	81.740,8		0,9
	Cto.Total Ingresos	11,9%	-13,2%	-8,1%	-0,4%	-6,4%	-3,2%	10,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,1%	13,1%	6,1%	10,0%	3,0%	7,7%	n.a.
	EBITDA	571,2	(62,6)	654,4	1.834,4	9.009,5		(1,4)
	Cto. EBITDA	16,5%	24,8%	-5,6%	144,3%	-15,4%	32,9%	-27,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,3%	58,9%	8,6%	18,0%	11,4%	20,7%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	19,4%	n.a.	29,4%	16,1%	11,0%	19,0%	n.a.
	EBIT	427,3	(61,2)	542,2	902,2	5.166,5		(1,7)
	Cto. EBIT	24,2%	29,0%	-2,0%	20,1%	-23,6%	9,5%	-96,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,9%	79,7%	9,3%	27,6%	16,0%	28,5%	n.a.
	EBIT/Ingresos	14,5%	n.a.	24,4%	7,9%	6,3%	13,3%	n.a.
	Beneficio Neto	193,3	(58,6)	390,9	507,7	3.726,4		(2,9)
	Cto. Beneficio Neto	-8,2%	40,6%	-48,0%	-41,8%	694,3%	127,4%	5,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	11,0%	64,5%	9,9%	40,7%	16,2%	28,5%	59,6%
	CAPEX/Ventas	5,7%	0,1%	9,9%	6,8%	7,4%	6,0%	1039,4%
	Free Cash Flow	231,7	(10,2)	310,8	881,7	2.443,4		(12,5)
Deuda financiera Neta	810,6	(214,3)	219,0	1.195,5	17.493,6		17,4	
DN/EBITDA (x)	1,4	n.a.	0,3	0,7	1,9	1,1	n.a.	
Pay-out	46,8%	n.a.	46,2%	76,2%	81,9%	62,8%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,5	n.a.	25,4	32,0	10,1	19,0	n.a.
	P/BV (x)	1,0	0,9	3,4	1,3	1,0	1,5	1,0
	EV/Ingresos (x)	1,1	0,7	4,7	1,7	0,8	1,8	n.a.
	EV/EBITDA (x)	5,6	n.a.	15,9	10,8	6,9	9,8	n.a.
	EV/EBIT (x)	7,5	n.a.	19,2	21,9	12,0	15,1	n.a.
	ROE	11,7	n.a.	13,3	4,1	10,2	9,8	n.a.
	FCF Yield (%)	15,8	n.a.	3,1	3,2	5,7	7,0	n.a.
	DPA	0,45	n.a.	1,29	2,23	3,39	1,84	0,00
	Dvd Yield	6,2%	n.a.	1,8%	2,2%	7,3%	4,4%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Inmobiliaria del Sur (ISUR), es una inmobiliaria con sede en Sevilla y presencia en Andalucía y Madrid, con un modelo de negocio que combina la actividad de promoción (residencial y terciaria) y patrimonial, con una cartera de activos en alquiler (fundamentalmente oficinas), ambas actividades con un peso relevante en términos de GAV. El Consejo de Administración controla de forma directa e indirecta c. 64% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	130,7	140,0
EV (Mn EUR y USD)	394,8	422,9
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,10 / 7,49 / 6,91	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽¹⁾	10,0	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

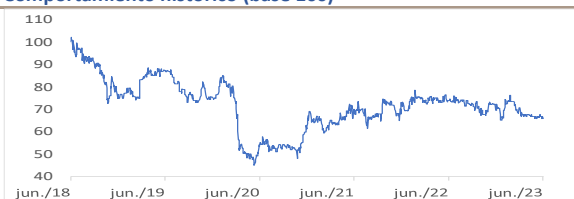
Consejo de Administración	64,4
Free Float	35,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,7	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	117,8	146,5	198,7	265,0
EBITDA Rec.	20,9	27,3	34,8	50,2
% Var.	-7,0	31,0	27,2	44,4
% EBITDA Rec./Ing.	17,7	18,7	17,5	19,0
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	11,5	5,0	5,3	5,5
Beneficio neto	15,0	9,7	14,9	26,4
BPA (EUR)	0,80	0,52	0,80	1,42
% Var.	18,8	-35,2	53,4	77,3
BPA ord. (EUR)	0,46	0,52	0,80	1,42
% Var.	-12,2	13,9	53,4	77,3
Free Cash Flow Rec.	-41,2	-18,7	-1,7	8,5
Pay-out (%)	39,8	40,0	40,0	40,0
DPA (EUR)	0,32	0,21	0,32	0,57
Deuda financiera neta	239,9	264,6	270,1	267,6
DN / EBITDA Rec.(x)	11,5	9,7	7,8	5,3
ROE (%)	11,3	7,0	10,2	16,3
ROCE (%)	4,0	4,4	5,5	7,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	8,7	13,4	8,8	4,9
PER Ordinario	15,3	13,4	8,8	4,9
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	4,6	3,0	4,6	8,1
EV/Ventas	3,35	2,69	1,99	1,49
EV/EBITDA Rec.	18,9	14,4	11,4	7,9
EV/EBIT	21,0	17,1	12,9	8,6
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	6,5

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-1,4	-6,7	-10,8	-34,1

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real Estate.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Los resultados 1T23 (Ingresos: -14,2%) aún no reflejan el buen desempeño comercial... En el 1T23 se prevendieron 99 uds. (vs 120 en 1T22 y 96 en 4T22). Y frente a 2022 la cartera de preventas acumuladas crece un +6,8% y alcanza las 722 unidades (EUR 177,4Mn en consolidación proporcional). Un nivel de preventas que supone una cobertura del 92% y 39% de las entregas previstas en 2023e y 2024e.

... que esperamos sea visible en los próximos trimestres. El volumen de preventas cuya entrega está prevista en 2023e asciende a EUR 86,1Mn. Lo que apunta a un repunte del negocio promotor durante los próximos trimestres. Nuestras estimaciones contemplan la entrega de 400 viviendas en 2023e (frente las 57 entregadas en el 1T). EBITDA 2023e: EUR 27Mn (+30% vs 2022). Aunque el dato de entregas y la evolución del nivel de preventas del 2T será clave para confirmarlo.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Modelo de negocio singular, por la combinación de la promoción de viviendas con la actividad patrimonial (que aporta una mayor visibilidad). ISUR es una inmobiliaria de pequeño tamaño con un modelo de negocio que combina la actividad de promoción (residencial y terciaria) con la patrimonial, con una cartera de activos en régimen de alquiler (edificios de oficinas, hoteles, locales y plazas de garaje), ambos con un peso relevante en términos de GAV (40% promoción y 60% patrimonial).

La cartera de suelo actual "garantiza" un aumento significativo de la actividad del negocio promotor. Cartera de suelo con capacidad para desarrollar c. 4.000 viviendas, de las que 1.520 ya se encuentran en comercialización (47,4% vendidas) y 1.200 en construcción a través de 16 promociones.

Desarrollo de una parte relevante del negocio promotor a través de joint ventures, lo que le permite: i) asumir proyectos de mayor tamaño, ii) mejorar la rentabilidad de la inversión (por la prestación de servicios de construcción y gestión y comercialización y iii) una mayor diversificación del riesgo.

Promoción terciaria. Con 5 proyectos de promoción terciaria (C.120.000 m2) que supondrán un importante catalizador para el negocio (visible a partir de 2025e). En el 1T23 se inició la obra del proyecto Ágora (9.500m2 de oficinas en Málaga).

2022-24e: aceleración de la actividad. Asumiendo un escenario conservador, estimamos niveles de entregas de, al menos, 450 viviendas en 2024e (vs 380 2022 y 400 en 2023e). Por lo que en 2024e deberíamos tener una compañía con unas ventas de EUR 200Mn y EBITDA de c. EUR 35Mn (+29% TACC 2022-2024e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento (LTV 43%). Un apalancamiento en línea con la media de las SOCIMIs españolas (c. 40%).

Freno en la demanda de vivienda. Comprar suelo y desarrollar viviendas no deja de ser la parte industrial (¿"fácil"?) del negocio promotor. La dificultad está en la comercialización de las promociones desarrolladas. El entorno actual de tipos incrementa considerablemente los costes de financiación hipotecaria; lo que podría frenar la demanda de vivienda. Por lo que en los próximos trimestres será clave seguir la evolución del nivel de preventas.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Descuento sobre NAV del 61,6%. Un descuento elevado, pero que hoy se encuentra en línea con el inmobiliario cotizado. Aunque la aceleración de la actividad "garantizada" por la actual cartera de suelo debería permitirle crecer más que su sector (algo aparentemente no ignorado por el mercado, y que podría explicar su mejor comportamiento relativo durante el último año (+27,5% frente su sector).



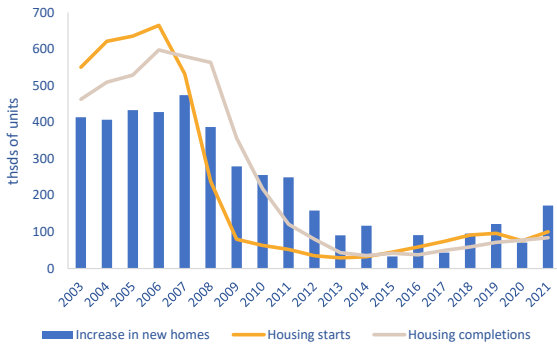
Proyecciones financieras (consolidación proporcional)

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado material	139,1	146,7	216,0	216,9	216,2	215,7	216,4	218,8		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	2,1	1,8	1,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	226,4	263,5	196,9	185,2	250,1	289,3	323,6	362,8		
Total activo	367,7	412,1	414,1	402,6	466,6	505,2	540,4	581,9		
Patrimonio neto	103,8	107,2	122,3	128,3	137,3	141,0	152,1	172,6		
Minoritarios	-	-	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	184,8	196,4	208,9	198,0	239,9	264,6	270,1	267,6		
Pasivo circulante	79,0	108,4	79,7	73,1	86,3	96,5	115,1	138,6		
Total pasivo	367,7	412,1	414,1	402,6	466,6	505,2	540,4	581,9		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
Total Ingresos	113,9	122,8	132,7	125,2	117,8	146,5	198,7	265,0	-1,4%	31,0%
Cto.Total Ingresos	n.a.	7,8%	8,1%	-5,7%	-5,9%	24,3%	35,6%	33,4%		
Coste de ventas	(51,5)	(47,2)	(73,2)	(63,8)	(64,3)	(80,5)	(101,4)	(143,2)		
Margen Bruto	62,4	75,6	59,6	61,3	53,5	66,0	97,2	121,8	-10,9%	31,6%
Margen Bruto / Ingresos	54,8%	61,6%	44,9%	49,0%	45,4%	45,0%	48,9%	46,0%		
Gastos de personal	(9,0)	(9,7)	(9,0)	(9,1)	(11,1)	(11,2)	(11,2)	(11,2)		
Otros costes de explotación	(36,0)	(43,5)	(26,0)	(29,8)	(21,5)	(27,5)	(51,3)	(60,4)		
EBITDA recurrente	17,4	22,4	24,5	22,5	20,9	27,3	34,8	50,2	-2,3%	34,0%
Cto.EBITDA recurrente	n.a.	28,6%	9,5%	-8,5%	-7,0%	31,0%	27,2%	44,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	15,3%	18,2%	18,5%	17,9%	17,7%	18,7%	17,5%	19,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(5,1)	-	-	-	-	-		
EBITDA	17,4	22,4	19,4	22,5	20,9	27,3	34,8	50,2	-2,3%	34,0%
Depreciación y provisiones	(3,6)	(2,5)	(6,3)	(4,3)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de la venta de inversiones inmob.	6,1	4,1	0,3	3,8	2,2	-	-	-		
EBIT	19,9	24,0	13,3	21,9	18,8	23,1	30,6	46,0	-7,8%	34,7%
Cto.EBIT	n.a.	20,6%	-44,4%	64,2%	-14,2%	23,1%	32,1%	50,4%		
EBIT / Ingresos	17,5%	19,5%	10,1%	17,5%	16,0%	15,8%	15,4%	17,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,6)	(6,6)	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(10,2)	(10,7)	(10,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	13,3	17,4	7,4	16,4	13,6	13,0	19,9	35,3	-7,9%	37,5%
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	31,1%	-57,2%	120,1%	-17,1%	-4,5%	53,4%	77,3%		
Extraordinarios	-	(4,4)	21,9	-	6,4	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	13,3	13,0	29,4	16,4	20,0	13,0	19,9	35,3	15,5%	20,8%
Impuestos	(3,2)	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(5,0)	(8,8)		
Tasa fiscal efectiva	24,1%	31,9%	28,2%	26,0%	24,4%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	10,1	8,8	21,1	12,0	15,0	9,7	14,9	26,4	19,3%	20,8%
Cto.Beneficio neto	n.a.	-12,2%	138,4%	-43,0%	24,9%	-35,2%	53,4%	77,3%		
Beneficio ordinario neto	10,1	9,3	8,8	9,2	8,5	9,7	14,9	26,4	-2,8%	45,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	-7,8%	-5,3%	5,0%	-7,6%	13,9%	53,4%	77,3%		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
EBITDA recurrente						27,3	34,8	50,2	-2,3%	34,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(29,0)	(15,8)	(15,6)		
Cash Flow operativo recurrente						-1,6	19,0	34,7	-60,0%	46,2%
CAPEX	-	-	-	-	-	(3,7)	(5,0)	(6,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(10,2)	(10,7)	(10,7)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(3,2)	(5,0)	(8,8)		
Free Cash Flow Recurrente						(18,7)	(1,7)	8,5	n.a.	30,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(18,7)	(1,7)	8,5	-72,7%	30,7%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	(6,0)	(3,9)	(6,0)		
Variación de Deuda financiera neta						24,7	5,6	(2,5)		

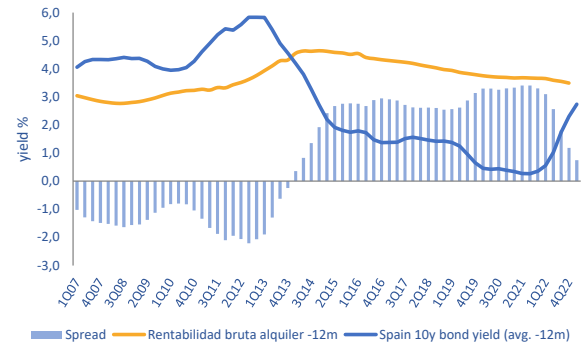


La compañía en 8 gráficos

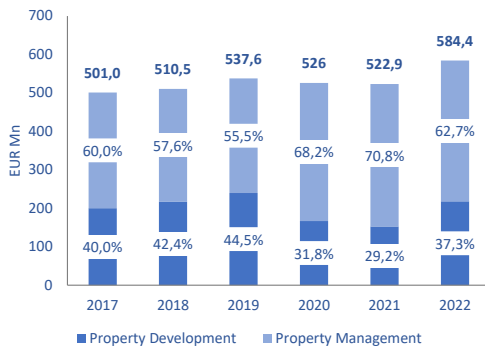
Desequilibrio oferta-demanda: un motor de crecimiento a largo plazo para el residencial español



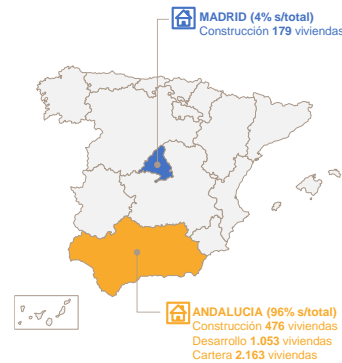
Aunque la macro y la fuerte subida de tipos de interés pesarán sobre el sector a corto plazo



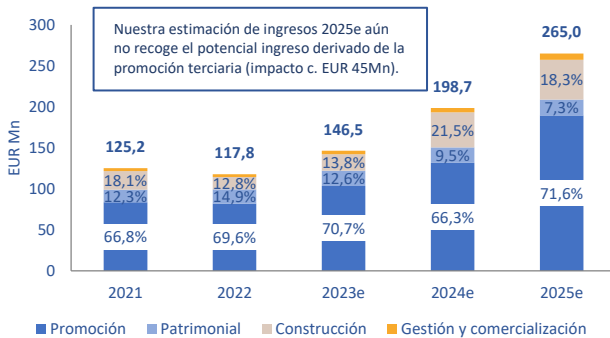
ISUR: Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial, ambos con peso relevante sobre GAV



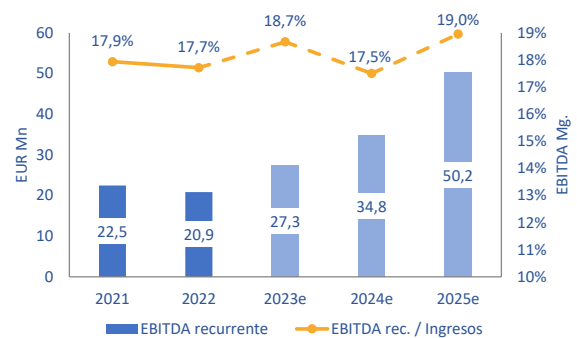
Con una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +4.000 viviendas (40% ya en comercialización)



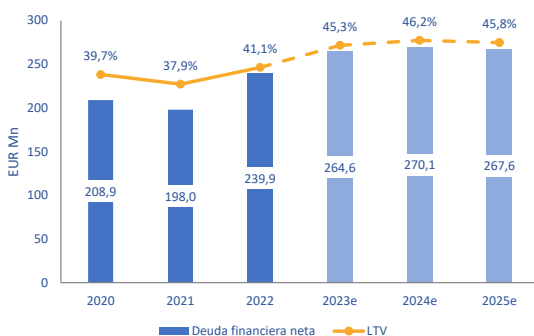
En 2024e deberíamos tener una compañía con ventas de EUR 200Mn...



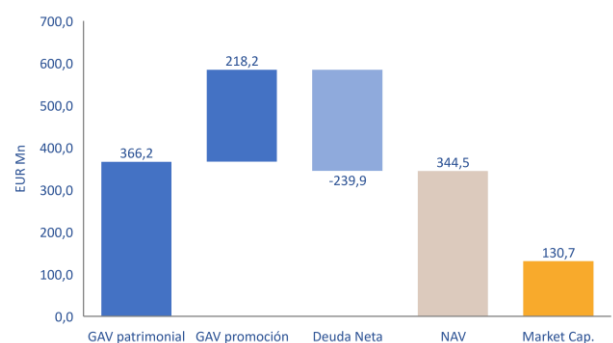
... Y EBITDA de EUR 35Mn (+29% TACC 2022-2024e)



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento razonable (LTV c. 45%)



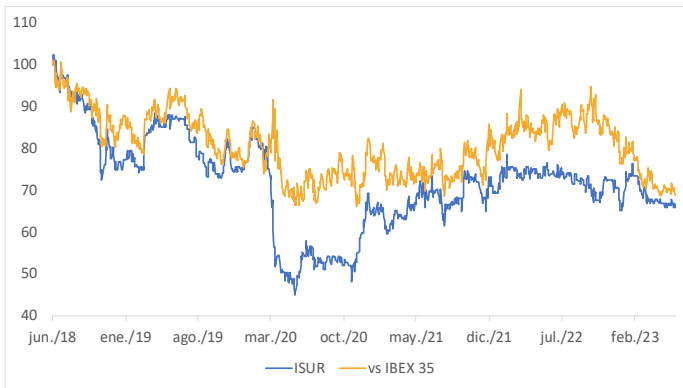
Cotizando con un descuento cercano al 60% frente al valor neto de los activos (NAV)



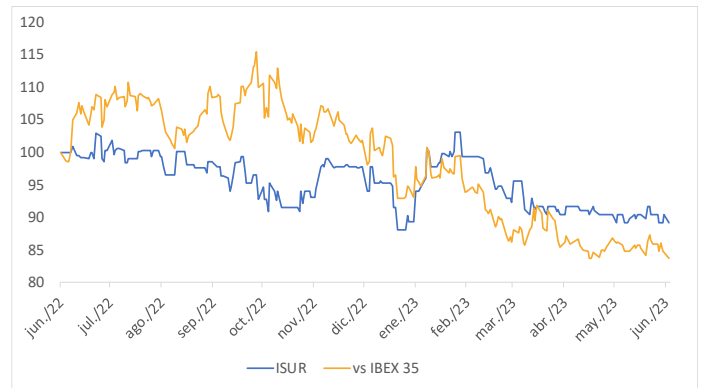


Evolución de la cotización

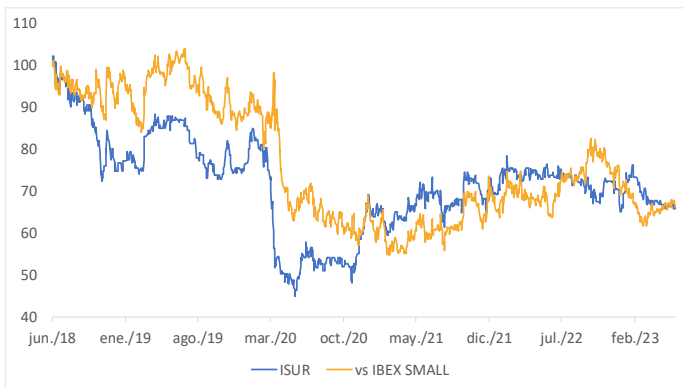
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



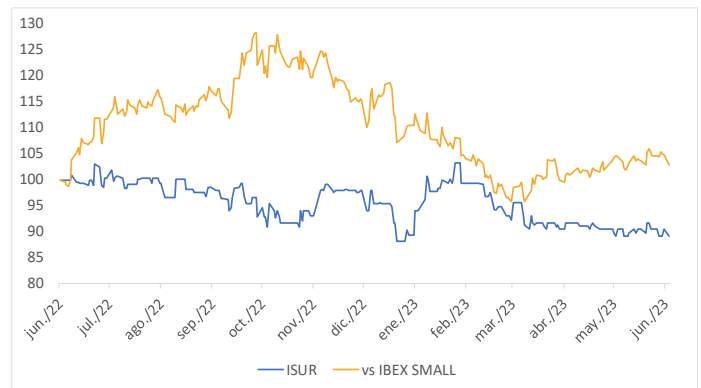
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



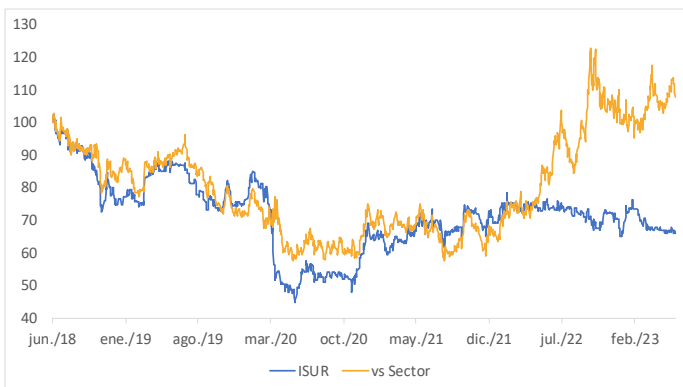
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



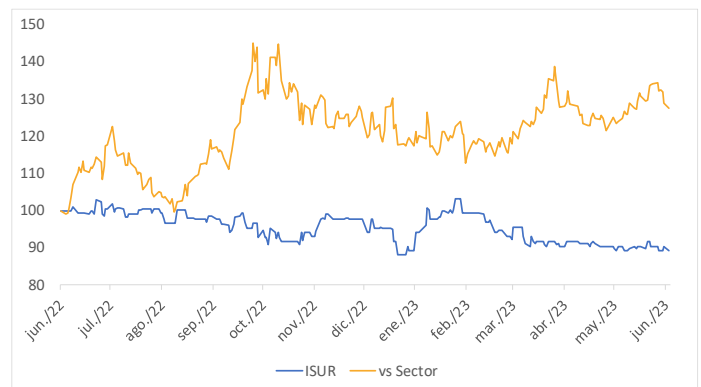
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,4	-6,7	-10,8	-0,2	19,6	-34,1
vs Mercado						
vs Ibex 35	-2,9	-4,9	-16,2	-11,6	1,3	-31,3
vs Euro STOXX 50	-0,3	-6,6	-21,4	-11,8	-5,8	-47,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,6	4,2	2,8	-7,0	-2,9	-33,8
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-1,6	-3,8	-2,9	-8,3	-15,3	-38,7
vs MSCI Europe Micro Cap	0,2	-0,9	2,0	0,6	1,4	-38,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	2,7	5,2	27,5	6,6	80,5	7,9

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



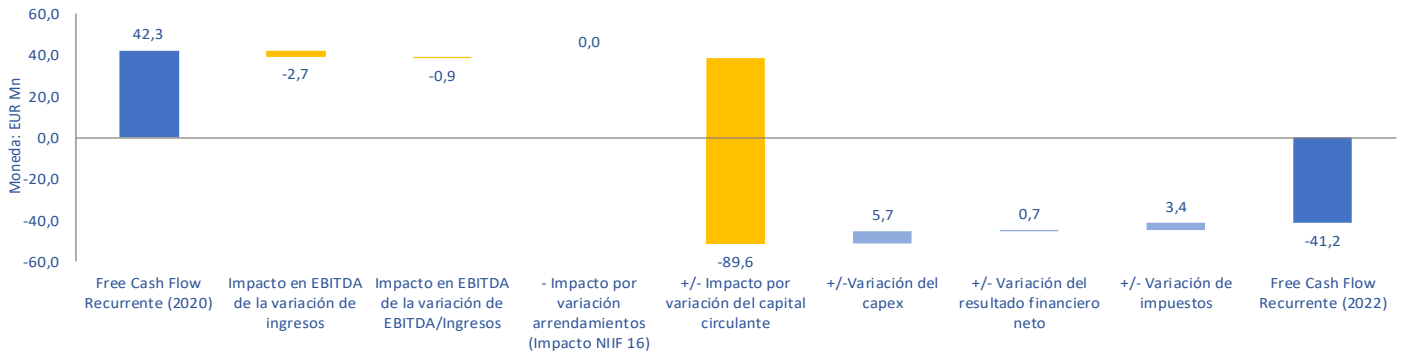
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								20-22	22-25e
EBITDA recurrente	22,4	24,5	22,5	20,9	27,3	34,8	50,2	-7,8%	34,0%
Cto. EBITDA recurrente	28,6%	9,5%	-8,5%	-7,0%	31,0%	27,2%	44,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	18,2%	18,5%	17,9%	17,7%	18,7%	17,5%	19,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,7)	37,9	5,1	(51,7)	(29,0)	(15,8)	(15,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	14,7	62,4	27,6	(30,8)	(1,6)	19,0	34,7	-57,9%	46,2%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	111,3%	324,1%	-55,9%	-211,9%	94,8%	n.a.	82,9%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	12,0%	47,0%	22,0%	n.a.	n.a.	9,5%	13,1%		
- CAPEX	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(3,7)	(5,0)	(6,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,6)	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(10,2)	(10,7)	(10,7)		
- Impuestos	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(5,0)	(8,8)		
= Free Cash Flow recurrente	2,1	42,3	12,9	(41,2)	(18,7)	(1,7)	8,5	-72,4%	30,2%
Cto. Free Cash Flow recurrente	101,6%	n.a.	-69,6%	-419,7%	54,6%	91,1%	609,5%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	1,7%	31,9%	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	3,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,9)	(51,9)	4,0	5,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,2)	2,6	(2,6)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(7,0)	(7,0)	14,3	(36,3)	(18,7)	(1,7)	8,5	n.a.	30,7%
Cto. Free Cash Flow	94,6%	0,2%	303,3%	-353,9%	48,5%	91,1%	609,5%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	1,6%	32,4%	9,9%	n.a.	n.a.	n.a.	6,5%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	10,9%	n.a.	n.a.	n.a.	6,5%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(130,0)	2,1	42,3	12,9	(41,2)	(18,7)	(1,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,4	1,8	(1,4)	(1,3)	5,1	9,7	11,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,6	0,3	(0,7)	(0,3)	1,4	(2,3)	3,8		
= Variación EBITDA recurrente	5,0	2,1	(2,1)	(1,6)	6,5	7,4	15,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	139,7	45,6	(32,8)	(56,8)	22,7	13,1	0,3		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	144,7	47,7	(34,9)	(58,4)	29,2	20,6	15,7		
+/- Variación del CAPEX	(1,9)	(4,1)	1,1	4,7	(3,5)	(1,3)	(1,7)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(6,6)	0,7	0,4	0,3	(5,0)	(0,5)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	(4,1)	(4,1)	4,0	(0,6)	1,6	(1,7)	(3,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	132,1	40,2	(29,4)	(54,0)	22,5	17,0	10,2		
Free Cash Flow Recurrente	2,1	42,3	12,9	(41,2)	(18,7)	(1,7)	8,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	24,0	13,3	21,9	18,8	23,1	30,6	46,0	18,7%	34,7%
* Tasa fiscal teórica	30,0%	28,2%	26,0%	24,4%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(7,2)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,8)	(7,6)	(11,5)		
EBITDA recurrente	22,4	24,5	22,5	20,9	27,3	34,8	50,2	-7,8%	34,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,7)	37,9	5,1	(51,7)	(29,0)	(15,8)	(15,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	14,7	62,4	27,6	(30,8)	(1,6)	19,0	34,7	-57,9%	46,2%
- CAPEX	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(3,7)	(5,0)	(6,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(7,2)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,8)	(7,6)	(11,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,7	52,7	17,0	(35,6)	(11,1)	6,3	16,5	-63,6%	35,1%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	104,2%	830,7%	-67,8%	-309,9%	69,0%	157,4%	160,7%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	4,6%	39,7%	13,6%	n.a.	n.a.	3,2%	6,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,9)	(51,9)	4,0	5,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,2)	2,6	(2,6)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,5)	3,4	18,4	(30,8)	(11,1)	6,3	16,5	n.a.	36,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	97,4%	196,7%	441,6%	-267,3%	64,1%	157,4%	160,7%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	1,4%	13,4%	4,3%	n.a.	n.a.	1,6%	4,2%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	0,9%	4,7%	n.a.	n.a.	1,6%	4,2%		

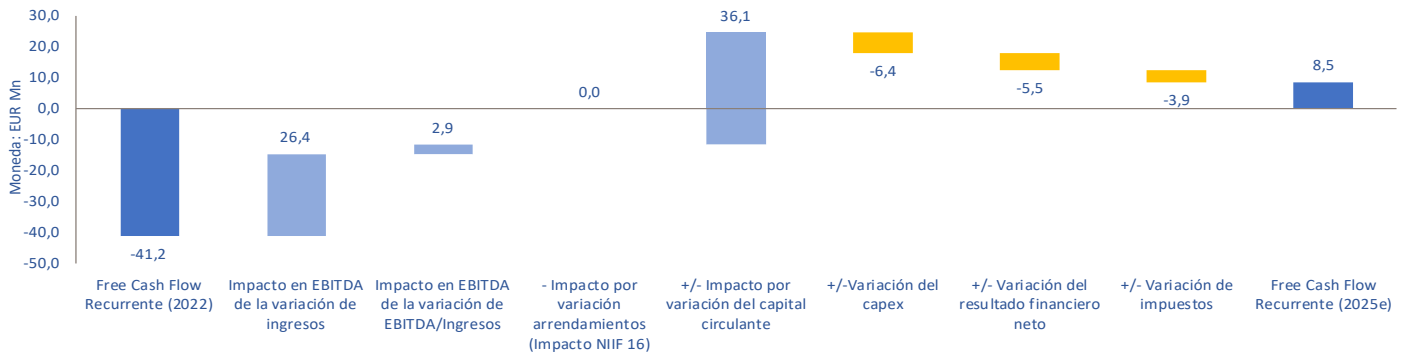


Analítica del Free Cash Flow (II)

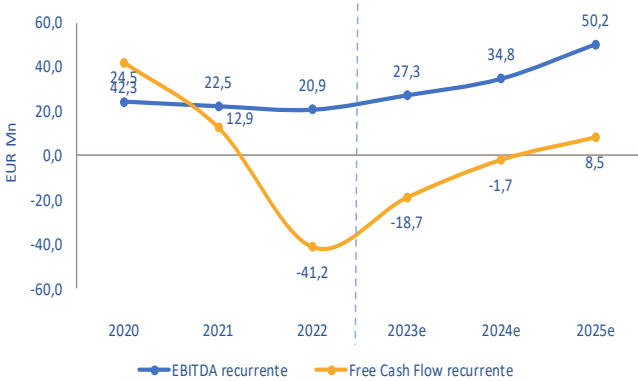
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



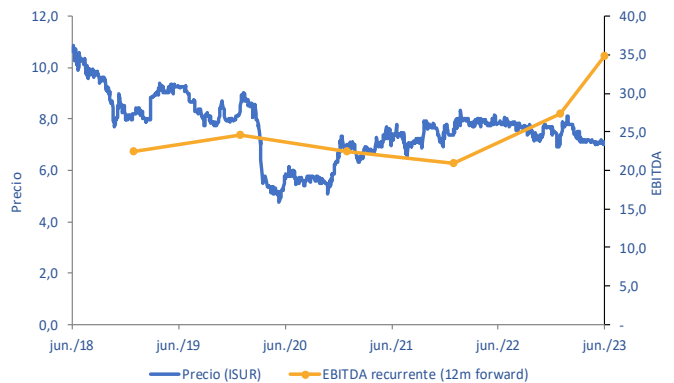
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(11,1)	6,3	16,5	516,6			
Market Cap	130,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	261,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	33,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	66,7%	D			=	=	
WACC	5,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,2%	6,3%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	130,7	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 3m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 3m 2023
+ Deuda financiera neta	261,3	Rdos. 3m 2023
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 3m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	394,8	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	5,7%	3,0%	4,9%	4,0%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-1,7%	2,2%			
FCF Yield - WACC	n.a.	0,8%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	19,3%	38,3	10,3x
Central	17,5%	34,8	11,4x
Min	15,7%	31,2	12,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	2,2%	2,5%		2,8%	Max	Central
38,3	2,5	1,9	1,3	Max	1,9%	1,5%	1,0%
34,8	(1,1)	(1,7)	(2,3)	Central	n.a.	n.a.	n.a.
31,2	(4,6)	(5,2)	(5,8)	Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	20,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros dominicales	80,0%	80,0%	80,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	13,3%	13,3%	13,3%
% de mujeres en la plantilla	34,9%	32,7%	32,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	8,6%	10,8%	8,2%



Principales comparables 2023e

		Inmobiliarias				ISUR
EUR Mn		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Average	ISUR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES		ISUR-ES
	País	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.060,2	688,1	707,1		130,7
	Enterprise value (EV)	1.250,6	890,9	710,1		394,8
Información financiera básica	Total Ingresos	607,8	1.017,0	692,5		146,5
	Cto.Total Ingresos	17,1%	10,6%	3,3%	10,3%	24,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	4,8%	-3,7%	5,9%	2,4%	34,5%
	EBITDA	56,7	180,5	119,1		27,3
	Cto. EBITDA	n.a.	17,9%	-6,1%	5,9%	31,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,8%	-6,7%	2,0%	-0,3%	35,5%
	EBITDA/Ingresos	9,3%	17,7%	17,2%	14,8%	18,7%
	EBIT	38,6	178,2	114,3		23,1
	Cto. EBIT	588,7%	20,1%	-9,7%	199,7%	23,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	24,7%	-6,8%	-7,9%	3,3%	41,0%
	EBIT/Ingresos	6,4%	17,5%	16,5%	13,5%	15,8%
	Beneficio Neto	34,5	118,8	74,7		9,7
	Cto. Beneficio Neto	246,7%	13,1%	-18,6%	80,4%	-35,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,6%	-8,3%	-4,6%	-3,1%	64,9%
	CAPEX/Ventas	5,4%	0,3%	9,5%	5,1%	2,5%
Free Cash Flow	152,0	114,1	18,6		(18,7)	
Deuda financiera Neta	242,7	322,1	398,6		264,6	
DN/EBITDA (x)	4,3	1,8	3,3	3,1	9,7	
Pay-out	348,8%	73,1%	164,9%	195,6%	40,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	31,3	5,5	8,9	15,2	13,4
	P/BV (x)	0,6	0,7	0,8	0,7	0,9
	EV/Ingresos (x)	2,1	0,9	1,0	1,3	2,7
	EV/EBITDA (x)	22,1	4,9	6,0	11,0	14,4
	EV/EBIT (x)	32,4	5,0	6,2	14,5	17,1
	ROE	2,0	12,3	8,8	7,7	7,0
	FCF Yield (%)	14,3	16,6	2,6	11,2	n.a.
	DPA	0,79	2,00	1,61	1,47	0,21
	Dvd Yield	11,4%	13,6%	18,2%	14,4%	3,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 19-22	TACC 22-25e
Total Ingresos								122,8	132,7	125,2	117,8	146,5	198,7	265,0	-1,4%	31,0%
Cto. Total ingresos								7,8%	8,1%	-5,7%	-5,9%	24,3%	35,6%	33,4%		
EBITDA								22,4	19,4	22,5	20,9	27,3	34,8	50,2	-2,3%	34,0%
Cto. EBITDA								28,6%	-13,3%	15,6%	-7,0%	31,0%	27,2%	44,4%		
EBITDA/Ingresos								18,2%	14,6%	17,9%	17,7%	18,7%	17,5%	19,0%		
Beneficio neto								8,8	21,1	12,0	15,0	9,7	14,9	26,4	19,3%	20,8%
Cto. Beneficio neto								-12,2%	138,4%	-43,0%	24,9%	-35,2%	53,4%	77,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)								18,5	18,5	17,8	18,7	18,7	18,7	18,7		
BPA (EUR)								0,48	1,14	0,68	0,80	0,52	0,80	1,42	19,0%	20,8%
Cto. BPA								n.a.	n.a.	-40,8%	18,8%	-35,2%	53,4%	77,3%		
BPA ord. (EUR)								0,50	0,48	0,52	0,46	0,52	0,80	1,42	-3,0%	45,8%
Cto. BPA ord.								n.a.	-5,0%	9,2%	-12,2%	13,9%	53,4%	77,3%		
CAPEX								(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(3,7)	(5,0)	(6,6)		
CAPEX/Vtas %								1,5%	4,5%	3,9%	0,2%	2,5%	2,5%	2,5%		
Free Cash Flow								(7,0)	(7,0)	14,3	(36,3)	(18,7)	(1,7)	8,5	-72,7%	30,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾								8,8x	10,8x	8,8x	11,5x	9,7x	7,8x	5,3x		
PER (x)								17,9x	5,9x	10,9x	8,7x	13,4x	8,8x	4,9x		
EV/Vtas (x)								3,04x	2,63x	2,75x	3,19x	2,69x	1,99x	1,49x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾								16,6x	18,0x	15,3x	18,0x	14,4x	11,4x	7,9x		
Comport. Absoluto								4,0%	-20,3%	8,3%	-4,7%	-0,2%				
Comport. Relativo vs Ibex 35								-7,0%	-5,7%	0,3%	0,9%	-11,6%				

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

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).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	32,5	34,9
EV (Mn EUR y USD)	44,9	48,1
Número de Acciones (Mn)	57,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,65 / 0,57 / 0,51	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	2,3	
Factset / Bloomberg	ISE-ES / ISE SM	
Cierre año fiscal	30-jun	

Estructura Accionarial (%)

Grupo Paragon	76,2
Free Float	23,8

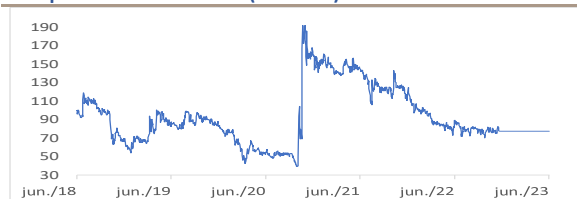
Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	32,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	11,6	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	(0,5)	Rdos. 6m 2023
+/- Otros	-	
Enterprise Value (EV)	44,9	

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	40,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	20,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	40,0%	40,0%	40,0%
% mujeres en Consejo Adm.	20,0%	20,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	43,1%	45,7%	41,3%
Remuneración del Consejo / gastos personal	1,4%	0,5%	0,4%

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,0	0,0	-12,7	-22,2

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

Toda mención a los resultados de un año será al período: 30-jun (año previo) a 30-jun (año).

ISE se encuentra suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022 por no presentar las cuentas anuales auditadas correspondientes al ejercicio 2022 (cerrado el 30 de junio 2022), y todavía en proceso de auditoría. ISE ha contratado a una firma independiente adicional para asistir a los auditores a concluir sobre el valor razonable de sus principales activos. Por lo que toda mención a los resultados 2022 es a resultados no auditados. Todos los datos de esta nota toman como referencia el último precio de cotización disponible: EUR 0,56/acción (25 de noviembre 2022).

A continuación se ofrece, de forma simplificada, la información más relevante de la compañía con la obvia restricción de la ausencia de estados financieros auditados y de un precio de cotización reciente (por lo que no se dan referencias de valoración).

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Un negocio en crecimiento. Los resultados 1S23 publicados el 1 de abril de 2023 mostraron un muy fuerte crecimiento en ingresos (EUR 5,2Mn; +101% vs 1S22) explicado esencialmente por el contrato con el consejo electoral de Países Bajos (impacto de EUR 1,8Mn en 1S23; 70% del crecimiento). Un crecimiento que continúa siendo elevado si lo comparamos con el semestre anterior (+28% vs 2S22 estanco; lo que confirma que los ingresos de ISE continúan ganando tracción).

Aunque aún insuficiente para alcanzar breakeven en EBITDA. Con una plantilla media a cierre del 1S23 de 102 empleados (93 en 1S22), los gastos de personal son la principal partida de coste de la compañía (EUR 2,2Mn; +4% vs 1S22). Lo que se tradujo en un EBITDA 1S23 de EUR -1,9Mn. Y un Beneficio Neto de EUR -2,9Mn.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FUJARSE"?

ScytI mantiene una posición de referencia en el mercado de voto electrónico. Hoy el P&L de ISE depende exclusivamente de ScytI, compañía de referencia en voto electrónico y modernización electoral (adquirida en octubre 2020). Pese a que su negocio aún se encuentra afectado por la situación concursal de la que provenía, en los últimos 10 años ha gestionado electrónicamente elecciones (tanto públicas como privadas) en países como Países Bajos, EEUU, México, Francia, Noruega, Suiza...

El reto de ISE sigue estando en rentabilizar de verdad la adquisición de ScytI. La estructura operativa de ISE está dimensionada para un nivel de ingresos muy superior. Según nuestras estimaciones, los costes de estructura de ISE ascenderían a c. EUR 6,5Mn. Lo que implica que, si asumimos un margen bruto del 40% (en línea con el visto en 2022), el breakeven en EBITDA se situaría en niveles de facturación de c. EUR 15Mn frente a EUR 6Mn en 2022 y EUR 5,2Mn del 1S23 (30 jun22-31dic22).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Velocidad de recuperación del negocio de ScytI. Todo pivota sobre el éxito de la integración operativa del negocio de ScytI. No obstante, la situación de la que provenía (en situación concursal hasta el momento de su adquisición) habría dificultado su acceso a nuevos contratos. Lo que podría prolongarse e implicar una ralentización en la recuperación del negocio durante los próximos años.

Elevado nivel de deuda. La deuda neta cerró el 1S23 en EUR 11,6Mn (incluyendo convertibles con vencimiento 2026 y precio de conversión de EUR 0,08/acción). La deuda se compone exclusivamente de la financiación del circulante obtenida de su accionista de referencia (Grupo Paragon; sin fecha concreta de devolución). Por lo que su apoyo financiero seguirá siendo clave para el negocio.

Patrimonio neto negativo. Las pérdidas acumuladas elevaron el patrimonio neto negativo hasta EUR -11,1Mn a cierre del 1S23 (no auditado). En base a la información disponible, la falta de auditoría (causa de la suspensión de la cotización), podría relacionarse con la valoración de activos (con potencial impacto en patrimonio neto).

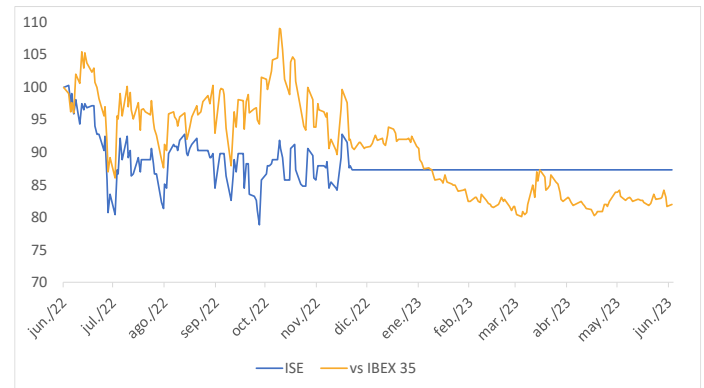


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



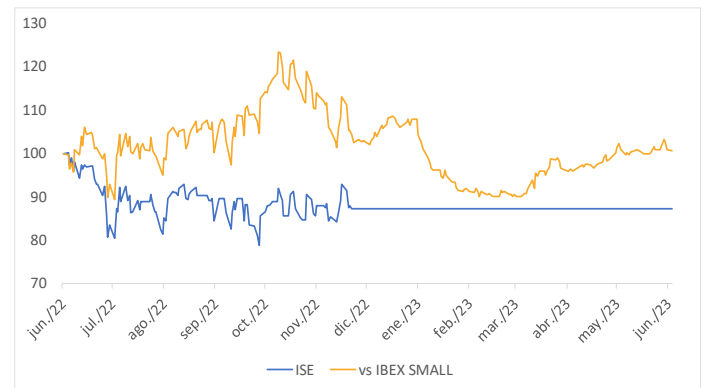
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	0,0	-12,7	0,0	41,0	-22,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,5	1,9	-18,0	-11,4	19,5	-18,9
vs Euro STOXX 50	1,1	0,0	-23,1	-11,6	11,1	-37,4
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,2	11,7	0,6	-6,8	14,5	-21,9
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-0,2	3,1	-4,9	-8,2	-0,2	-27,6
vs MSCI Europe Micro Cap	1,6	6,1	-0,2	0,7	19,6	-27,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-6,7	-7,0	-27,2	-19,5	8,9	-47,7

(1) Detalles constituyentes en Pág. 10

Kompuestos (KOM), es una química española (Barcelona) dedicada a la fabricación de concentrados de cargas minerales (fillers), y concentrados de color y aditivos (masterbatches) para la industria transformadora del plástico, incluyendo resinas para la creación de bioplásticos. Con una capacidad de producción nominal de 220.510 Tn, está controlada y gestionada por la familia fundadora (c. 65% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	10,0	10,7
EV (Mn EUR y USD)	22,5	24,1
Número de Acciones (Mn)	12,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,87 / 1,19 / 0,75	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	16,7	
Factset / Bloomberg	KOM-ES / KOM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Ignacio Duch y familia	63,8
Free Float	36,2

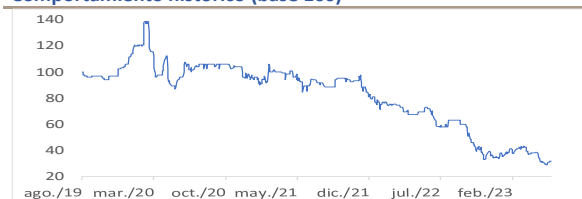
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,2	12,2	12,2
Total Ingresos	51,6	55,3	59,5	63,2
EBITDA Rec.	1,9	3,4	3,8	4,6
% Var.	-9,4	77,2	9,9	21,2
% EBITDA Rec./Ing.	3,8	6,2	6,3	7,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	14,7	-6,5	7,5	5,8
Beneficio neto	-1,3	0,2	0,7	1,5
BPA (EUR)	-0,11	0,01	0,06	0,12
% Var.	-262,8	113,4	284,8	117,6
BPA ord. (EUR)	-0,13	0,01	0,06	0,12
% Var.	-327,1	111,7	284,8	117,6
Free Cash Flow Rec.	-0,1	1,1	1,1	1,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	12,5	11,4	10,3	9,0
DN / EBITDA Rec.(x)	6,5	3,3	2,7	2,0
ROE (%)	n.a.	1,3	4,9	10,0
ROCE (%)	n.a.	4,8	6,7	9,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	55,0	14,3	6,6
PER Ordinario	n.a.	55,0	14,3	6,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,44	0,41	0,38	0,36
EV/EBITDA Rec.	11,6	6,6	6,0	4,9
EV/EBIT	n.a.	14,4	10,7	7,4
FCF Yield (%)	n.a.	11,2	10,6	13,8

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	2,5	-25,5	-56,1	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

En 2022 los números decepcionaron. En 2022 KOM acometió una política de precios muy agresiva que penalizó los volúmenes comercializados. El resultado: caída en ventas del -13% (EUR 51,5Mn) y del -9,4% en EBITDA Rec. (EUR 1,9Mn).

Aunque el avance 1T23 mostró signos de recuperación. Lo más destacable de los resultados 1T23 avanzados fue la mejora del margen EBITDA hasta el 8,7%. Que, aunque se trata de un margen no ajustado por gastos capitalizados, en términos comparables ya muestra una recuperación significativa frente a 2022 (margen del 5,4%) y se encuentra en línea con 2018 (8,7%; máximo histórico).

2023e debería marcar un punto de inflexión para KOM. Las ventas del 1T23 avanzadas (EUR 13,7Mn; en un negocio sin una marcada estacionalidad) apuntan a un 2023e con ingresos de EUR 55,3Mn (+7,3% vs 2022). Un crecimiento que, junto a la mejora de márgenes ya visible en el 1T, debería empujar el EBITDA Recurrente hasta EUR 3,4Mn (+77,2% vs 2022): lo que implicaría un auténtico punto de inflexión.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Opción de mejorar márgenes. Las razones: i) foco en productos de mayor valor añadido (el negocio de especialidades representó el 24% del mix de ingresos; +5p.p. vs 2021), ii) aprovechamiento del apalancamiento operativo y iii) escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya realizadas. Lo que debe hacer factible un catch up en márgenes con el sector (estimamos un Mg. EBITDA Recurrente 2025e del 7,2% frente al 6,2% estimado para 2023e y el 3,8% de 2022; y niveles de c. 10% en el sector).

Posicionamiento en el mercado de bioplásticos. KOM cuenta con una gama de productos "bio" ya certificados. Lo que, pese a tratarse aún de un mercado muy incipiente, debería permitirle acelerar su crecimiento a medida que la normativa se vuelva más estricta con los productos tradicionales. Tan sólo en el 1T23, las soluciones bio de KOM generaron unos ingresos de EUR 1,1Mn (vs EUR 3Mn en todo 2022; lo que hace visible la capacidad de crecimiento de este segmento).

La mejora de márgenes debería hacer visible la capacidad de generación de cash flow. Aunque para el período 2022-2025e estimamos un crecimiento en ingresos de un dígito (+7% TACC 22-25e), la mejora de márgenes permitirá un crecimiento de doble dígito alto en EBITDA Rec. (+39% TACC 22-25e). Y, dado que a medio plazo la compañía no requiere de inversiones significativas adicionales, en 2025e estimamos un FCF Rec. de EUR 1,4Mn (para una compañía que capitaliza c. EUR 10Mn).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Intensificación de la competencia. El mercado en el que opera KOM se caracteriza por una elevada competitividad (aupada por el incremento de la demanda de soluciones que permitan reducir la huella de carbono en los productos plásticos). Lo que podría suponer una presión adicional en sus márgenes.

Elevada deuda (DN/EBITDA 23e: 3,3x). Las ampliaciones de capacidad productiva realizadas durante el período 2015-2020 (CAPEX c. EUR 17Mn), junto a la actividad de I+D para el desarrollo de nuevos productos ha implicado un esfuerzo inversor significativo que, junto a la presión en márgenes de los últimos años, habría resultado en una deuda neta muy elevada (EUR 12,5Mn en 2022).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Intuitivamente, "puro" value. Aunque la visibilidad es reducida, en el caso de KOM parece que el mercado está descontando los resultados 2022 a perpetuidad (performance de la acción -12m c. -55% y -65% -3y). Y, aunque es una obviedad que los números 2022 no fueron buenos, parece que ese problema empieza a resolverse (como avanza el 1T23). Lo que implica que nuestras estimaciones reflejan "ya" en 2023e bajos múltiplos: 0,4x EV/Vtas, 6,6x EV/EBITDA y FCF yield > 10%.



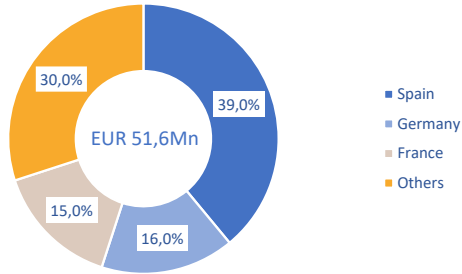
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	2,7	3,6	3,6	4,1	3,7	3,1	2,8	2,5		
Inmovilizado material	18,1	21,1	21,2	21,1	19,7	19,2	19,1	19,4		
Otros activos no corrientes	0,2	0,3	0,7	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	12,6	11,6	9,9	11,2	10,0	10,8	11,6	12,3		
Total activo	33,7	36,8	35,7	37,3	35,1	34,7	35,1	35,8		
Patrimonio neto	12,2	16,9	15,2	14,8	13,6	13,7	14,4	16,0		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	14,0	11,5	10,9	11,8	12,5	11,4	10,3	9,0		
Pasivo circulante	7,4	8,2	9,2	10,4	8,6	9,2	9,9	10,6		
Total pasivo	33,7	36,8	35,7	37,3	35,1	34,7	35,1	35,8		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	41,4	46,3	43,2	58,9	51,6	55,3	59,5	63,2	5,6%	7,0%
Cto.Total Ingresos	12,9%	12,0%	-6,8%	36,5%	-12,5%	7,3%	7,5%	6,3%		
Coste de ventas	(29,4)	(32,3)	(30,2)	(42,3)	(35,9)	(37,7)	(41,0)	(43,5)		
Margen Bruto	11,9	14,1	12,9	16,6	15,6	17,6	18,5	19,7	6,9%	8,1%
Margen Bruto / Ingresos	28,8%	30,4%	30,0%	28,2%	30,3%	31,9%	31,1%	31,2%		
Gastos de personal	(3,4)	(3,7)	(3,5)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)		
Otros costes de explotación	(6,2)	(8,2)	(8,2)	(10,7)	(9,8)	(10,2)	(10,6)	(11,0)		
EBITDA recurrente	2,3	2,2	1,2	2,1	1,9	3,4	3,8	4,6	-4,7%	33,1%
Cto.EBITDA recurrente	223,6%	-6,4%	-44,5%	75,2%	-9,4%	77,2%	9,9%	21,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	5,7%	4,7%	2,8%	3,6%	3,8%	6,2%	6,3%	7,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,2	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	-	-	-		
EBITDA	2,5	1,7	0,9	1,9	1,7	3,4	3,8	4,6	-9,3%	39,1%
Depreciación y provisiones	(2,3)	(1,8)	(3,0)	(2,7)	(2,9)	(2,7)	(2,5)	(2,3)		
Gastos capitalizados	1,2	1,6	1,2	1,3	0,9	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,4	1,4	(0,8)	0,6	(0,4)	1,6	2,1	3,0	-22,8%	n.a.
Cto.EBIT	112,6%	1,4%	-157,2%	167,4%	-169,4%	502,0%	35,3%	43,6%		
EBIT / Ingresos	3,4%	3,1%	n.a.	0,9%	n.a.	2,8%	3,5%	4,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,6	0,3	(2,0)	(0,6)	(1,8)	0,2	0,9	1,9	-49,3%	45,2%
Cto.Beneficio ordinario	350,5%	-45,0%	-711,5%	71,6%	-209,8%	112,7%	284,8%	117,6%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,6	0,3	(2,0)	(0,6)	(1,8)	0,2	0,9	1,9	-49,3%	45,2%
Impuestos	(0,1)	(0,1)	0,4	0,2	0,4	(0,0)	(0,2)	(0,4)		
Tasa fiscal efectiva	19,1%	21,6%	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,5	0,3	(1,6)	(0,4)	(1,3)	0,2	0,7	1,5	-47,8%	46,2%
Cto.Beneficio neto	410,8%	-46,7%	-710,8%	76,8%	-266,9%	113,4%	284,8%	117,6%		
Beneficio ordinario neto	0,4	0,7	(1,7)	(0,4)	(1,5)	0,2	0,7	1,5	-59,0%	43,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	317,6%	94,2%	-350,6%	79,1%	-332,0%	111,7%	284,8%	117,6%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						3,4	3,8	4,6	-4,7%	33,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						3,3	3,7	4,5	-15,6%	51,9%
CAPEX	-	-	-	-	-	(0,8)	(1,2)	(1,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,2)	(1,1)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(0,0)	(0,2)	(0,4)		
Free Cash Flow Recurrente						1,1	1,1	1,4	46,1%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						1,1	1,1	1,4	8,6%	53,7%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,1)	(1,1)	(1,4)		

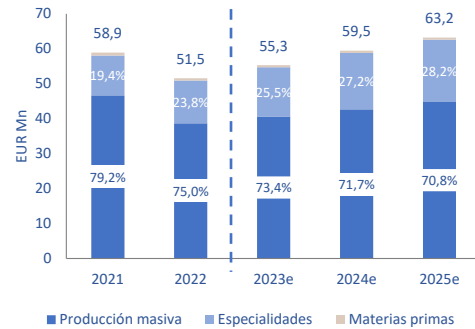


La compañía en 8 gráficos

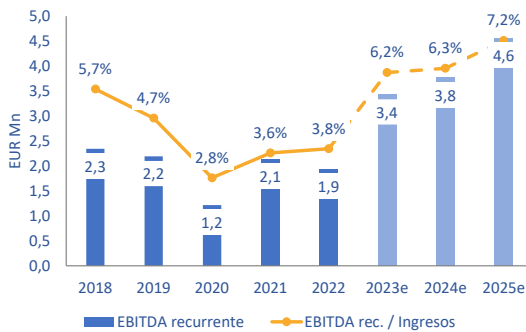
En 2022, el 61% de los ingresos de KOM se generaron fuera de España



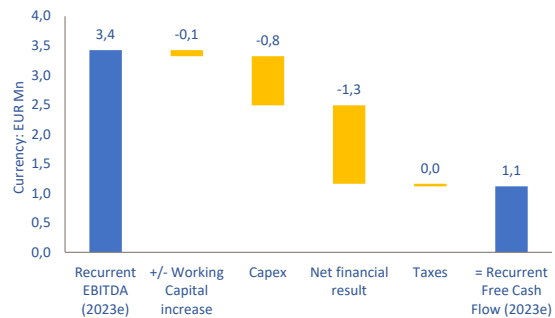
Esperamos que el negocio de especialidades (de mayor margen) continúe incrementando su peso en el mix hasta el 28% en 25e



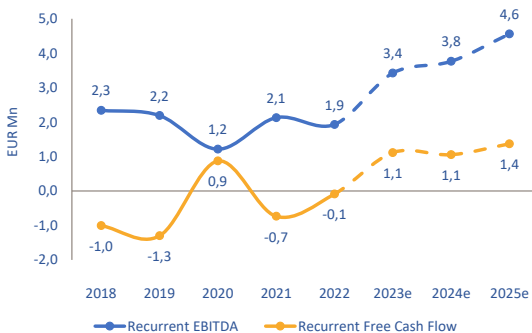
Opción de mejorar márgenes: i) foco en productos más rentables y ii) escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya realizadas



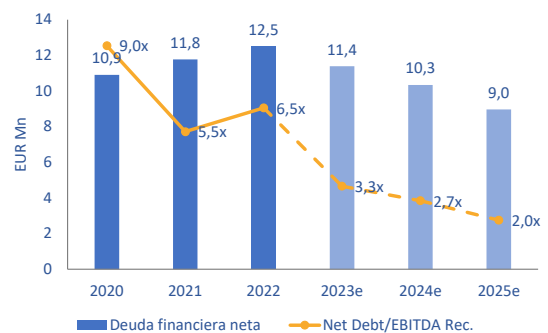
La mejora de márgenes y la contención del CAPEX (Capex/Vtas 1,5%) debería permitir generar FCF positivo en 2023e



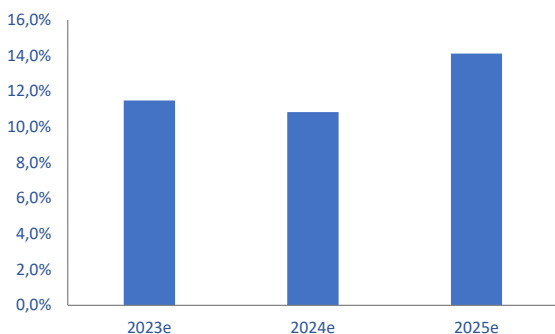
Y hacer visible la capacidad de generación de Free Cash Flow del negocio



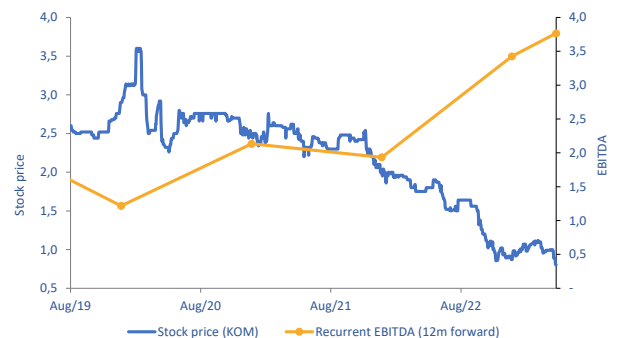
Lo que debería reducir el nivel de apalancamiento actual (estimamos una DN/EBITDA 2023e de c. 3x)



FCF yield superior al 10% durante todo el período estimado



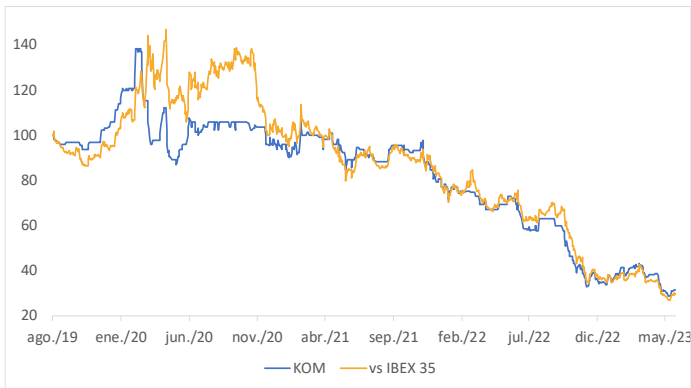
En 2023e KOM debería ganar momentum, con la cotización en mínimos



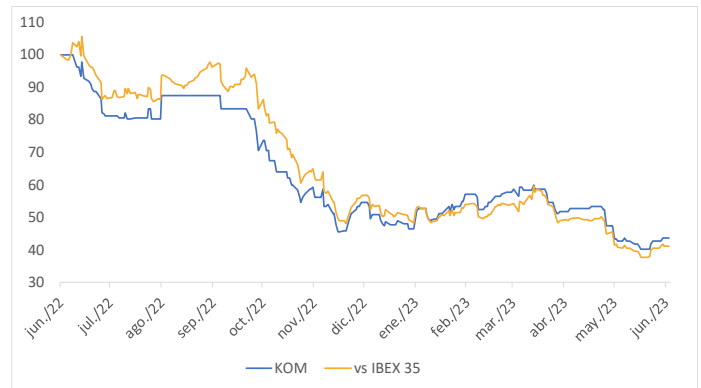


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



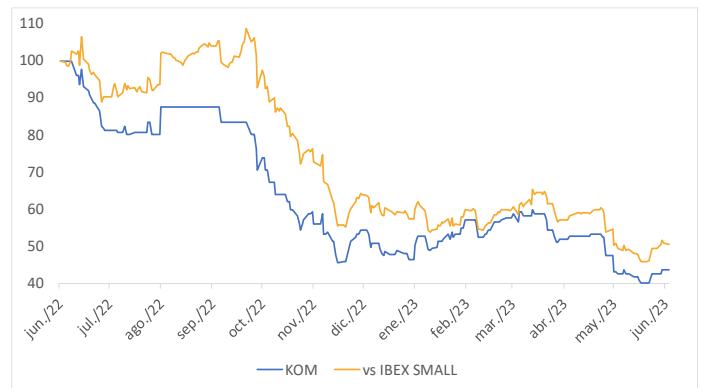
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,5	-25,5	-56,1	-5,7	-67,2	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	0,9	-24,0	-58,8	-16,5	-72,2	n.a.
vs Euro STOXX 50	3,6	-25,4	-61,4	-16,7	-74,1	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,3	-16,7	-49,5	-12,2	-73,4	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	2,3	-23,2	-52,2	-13,5	-76,8	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	4,2	-20,9	-49,9	-5,1	-72,2	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	6,7	-23,4	-53,9	-10,2	-72,6	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



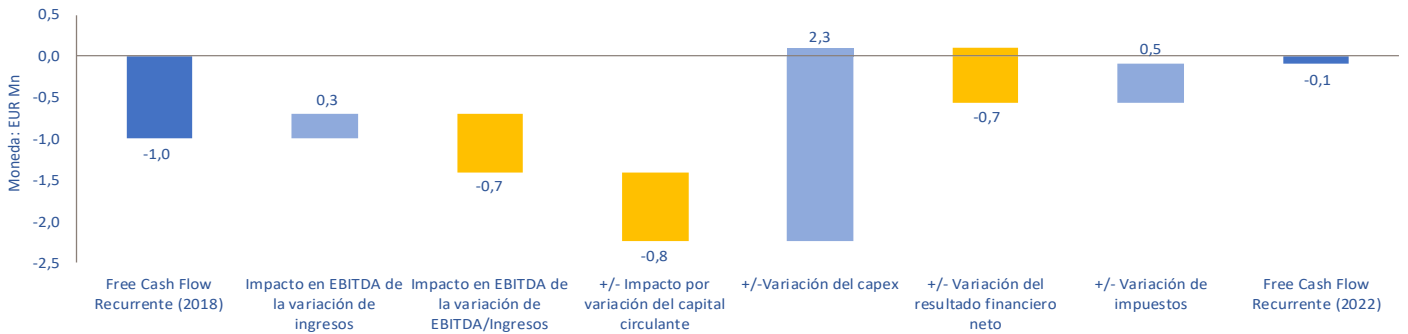
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,2	1,2	2,1	1,9	3,4	3,8	4,6	-4,1%	33,1%
Cto. EBITDA recurrente	-6,4%	-44,5%	75,2%	-9,4%	77,2%	9,9%	21,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	4,7%	2,8%	3,6%	3,8%	6,2%	6,3%	7,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,8	2,7	(0,1)	(0,7)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	3,9	2,1	1,3	3,3	3,7	4,5	-31,8%	51,9%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	59,8%	-2,1%	-47,1%	-38,7%	161,0%	9,9%	22,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	8,6%	9,1%	3,5%	2,5%	6,0%	6,1%	7,1%		
- CAPEX	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,1)		
- Impuestos	0,1	0,1	-	0,4	(0,0)	(0,2)	(0,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	1,1	1,1	1,4	59,8%	n.a.
Cto. Free Cash Flow recurrente	-29,7%	167,4%	-183,7%	88,5%	n.a.	-5,7%	30,3%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	2,0%	n.a.	n.a.	2,0%	1,8%	2,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,3)	(0,0)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,2)	-	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,1)	0,7	(0,7)	(0,8)	1,1	1,1	1,4	26,6%	53,7%
Cto. Free Cash Flow	-76,5%	130,6%	-212,4%	-15,1%	232,5%	-5,7%	30,3%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	8,8%	n.a.	n.a.	11,2%	10,6%	13,8%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	6,5%	n.a.	n.a.	11,2%	10,6%	13,8%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,0)	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	1,1	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	(0,1)	0,4	(0,3)	0,1	0,3	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	(0,8)	0,5	0,1	1,4	0,1	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	(0,2)	(1,0)	0,9	(0,2)	1,5	0,3	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,7	0,9	(2,8)	(0,6)	0,6	(0,0)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,5	(0,1)	(1,8)	(0,8)	2,0	0,3	0,8		
+/- Variación del CAPEX	(1,5)	2,3	0,3	1,3	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(0,1)	0,0	(0,2)	0,1	0,1	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,0)	(0,1)	0,4	(0,5)	(0,1)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,3)	2,2	(1,6)	0,6	1,2	(0,1)	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	1,1	1,1	1,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,4	(0,8)	0,6	(0,4)	1,6	2,1	3,0	-31,4%	n.a.
* Tasa fiscal teórica	21,6%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,6)		
EBITDA recurrente	2,2	1,2	2,1	1,9	3,4	3,8	4,6	-4,1%	33,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,8	2,7	(0,1)	(0,7)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	3,9	2,1	1,3	3,3	3,7	4,5	-31,8%	51,9%
- CAPEX	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,6)	2,0	0,4	0,9	2,2	2,0	2,3	53,2%	37,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-10,2%	466,7%	-79,1%	107,8%	148,3%	-6,4%	11,4%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	4,7%	0,7%	1,7%	3,9%	3,4%	3,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,3)	(0,0)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,2)	-	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,4)	1,8	0,4	0,4	2,2	2,0	2,3	31,2%	85,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-96,1%	229,9%	-76,5%	-15,5%	510,4%	-6,4%	11,4%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	9,0%	1,9%	3,9%	9,7%	9,1%	10,1%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	8,0%	1,9%	1,6%	9,7%	9,1%	10,1%		

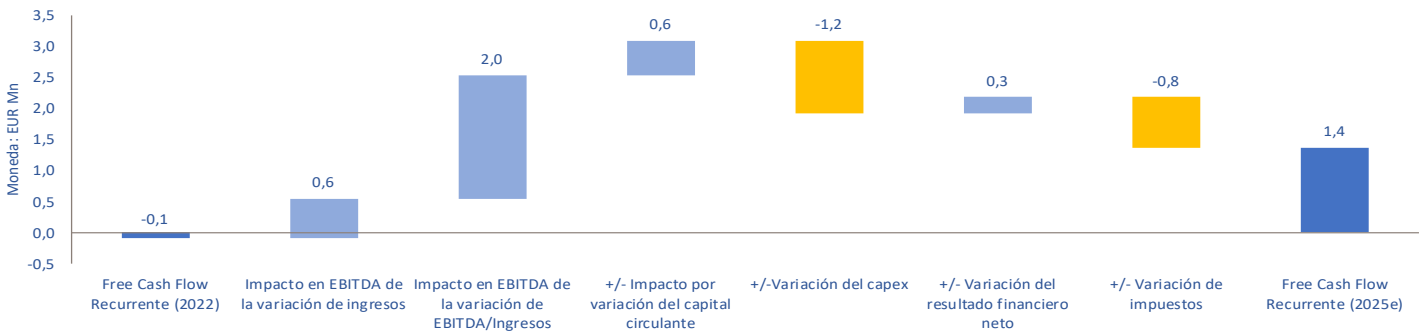


Analítica del Free Cash Flow (II)

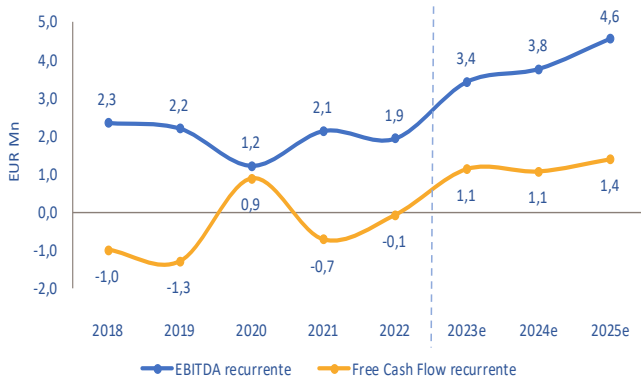
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



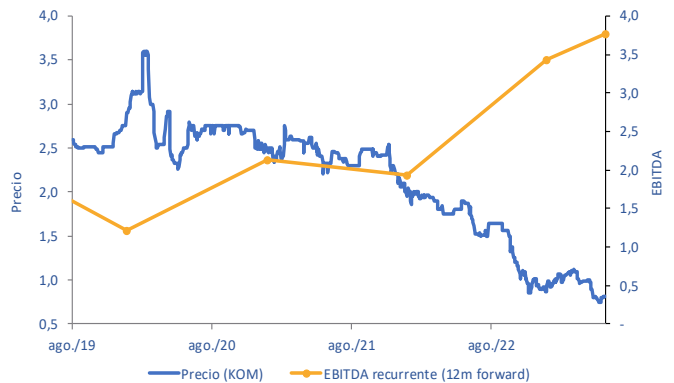
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Principales comparables 2023e

		Química especializada				Comparables más directos			
EUR Mn		BASF	LyondellBasell	Clariant	Average	Avient Corporation	Cabot Corporation	Average	KOM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BAS-DE	LYB-US	CLN-CH		AVNT-US	CBT-US		KOM-ES
	País	Germany	UK	Switzerland		USA	USA		Spain
	Market cap	41.616,9	27.245,1	4.409,5		3.304,8	3.862,6		10,0
	Enterprise value (EV)	61.928,4	37.707,7	5.347,9		4.813,5	5.065,1		22,5
Información financiera básica	Total Ingresos	81.740,8	40.850,7	5.178,6		3.237,4	4.156,8		55,3
	Cto. Total Ingresos	-6,4%	-13,1%	-3,3%	-7,6%	2,1%	3,0%	2,6%	7,3%
	2y TACC (2021e - 2023e)	3,0%	-5,8%	4,1%	0,4%	5,3%	6,6%	5,9%	6,9%
	EBITDA	9.009,5	5.443,0	849,7		499,3	696,8		3,4
	Cto. EBITDA	-15,4%	-8,9%	-7,9%	-10,8%	13,6%	4,0%	8,8%	102,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	11,4%	5,4%	9,5%	8,8%	14,3%	8,0%	11,1%	15,4%
	EBITDA/Ingresos	11,0%	13,3%	16,4%	13,6%	15,4%	16,8%	16,1%	6,2%
	EBIT	5.166,5	3.974,1	564,7		312,1	560,3		1,6
	Cto. EBIT	-23,6%	-17,1%	-11,6%	-17,4%	15,4%	4,9%	10,2%	502,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	16,0%	8,6%	12,2%	12,3%	25,0%	8,7%	16,8%	39,4%
	EBIT/Ingresos	6,3%	9,7%	10,9%	9,0%	9,6%	13,5%	11,6%	2,8%
	Beneficio Neto	3.726,4	2.943,3	335,1		157,7	339,9		0,2
	Cto. Beneficio Neto	694,3%	-18,8%	344,6%	340,0%	104,1%	76,7%	90,4%	113,4%
	2y TACC (2021e - 2023e)	16,2%	9,2%	16,7%	14,1%	37,7%	7,9%	22,8%	n.a.
CAPEX/Ventas	7,4%	3,8%	5,4%	5,5%	4,6%	5,4%	5,0%	1,5%	
Free Cash Flow	2.443,4	2.870,8	254,1		99,4	178,9		1,1	
Deuda financiera Neta	17.493,6	8.238,0	608,2		1.222,1	720,3		11,4	
DN/EBITDA (x)	1,9	1,5	0,7	1,4	2,4	1,0	1,7	3,3	
Pay-out	81,9%	49,2%	46,5%	59,2%	39,4%	23,9%	31,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,1	9,1	12,5	10,6	16,3	11,6	14,0	55,0
	P/BV (x)	1,0	2,1	1,8	1,6	1,5	3,5	2,5	0,7
	EV/Ingresos (x)	0,8	0,9	1,0	0,9	1,5	1,2	1,4	0,4
	EV/EBITDA (x)	6,9	6,9	6,3	6,7	9,6	7,3	8,5	6,6
	EV/EBIT (x)	12,0	9,5	9,5	10,3	15,4	9,0	12,2	14,4
	ROE	10,2	23,0	14,0	15,7	9,4	30,1	19,7	1,3
	FCF Yield (%)	5,9	10,5	5,8	7,4	3,0	4,6	3,8	11,2
	DPA	3,39	4,43	0,47	2,76	0,68	1,44	1,06	0,00
Dvd Yield	7,3%	5,3%	3,5%	5,4%	1,9%	2,1%	2,0%	0,0%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC #####	22-25e
Total Ingresos						36,6	41,4	46,3	43,2	58,9	51,6	55,3	59,5	63,2	n.a.	7,0%
Cto. Total ingresos						n.a.	12,9%	12,0%	-6,8%	36,5%	-12,5%	7,3%	7,5%	6,3%		
EBITDA						1,0	2,5	1,7	0,9	1,9	1,7	3,4	3,8	4,6	n.a.	39,1%
Cto. EBITDA						n.a.	146,1%	-34,2%	-45,1%	111,1%	-11,4%	102,0%	9,9%	21,2%		
EBITDA/Ingresos						2,8%	6,1%	3,6%	2,1%	3,3%	3,3%	6,2%	6,3%	7,2%		
Beneficio neto						0,1	0,5	0,3	(1,6)	(0,4)	(1,3)	0,2	0,7	1,5	n.a.	46,2%
Cto. Beneficio neto						n.a.	410,8%	-46,7%	-710,8%	76,8%	-266,9%	113,4%	284,8%	117,6%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,2	12,2	12,2	12,2		
BPA (EUR)						0,01	0,04	0,02	-0,13	-0,03	-0,11	0,01	0,06	0,12	n.a.	46,2%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	-46,7%	n.a.	76,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)						-0,01	0,03	0,06	-0,14	-0,03	-0,13	0,01	0,06	0,12	n.a.	43,9%
Cto. BPA ord.						n.a.	n.a.	94,2%	n.a.	79,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
CAPEX						(2,0)	(2,7)	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,6)		
CAPEX/Vtas %						5,4%	6,6%	9,2%	4,4%	2,8%	0,8%	1,5%	2,0%	2,5%		
Free Cash Flow						(2,3)	(1,2)	(2,1)	0,7	(0,7)	(0,8)	1,1	1,1	1,4	n.a.	53,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						14,4x	5,6x	6,9x	12,0x	6,1x	7,4x	3,3x	2,7x	2,0x		
PER (x)						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	55,0x	14,3x	6,6x		
EV/Vtas (x)						0,40x	0,34x	1,01x	0,96x	0,61x	0,45x	0,41x	0,38x	0,36x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						14,5x	5,6x	28,3x	45,5x	18,9x	13,6x	6,6x	6,0x	4,9x		
Comport. Absoluta						n.a.	n.a.	n.a.	-14,5%	-19,4%	-56,5%	-5,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35						n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	-25,3%	-53,9%	-16,5%				

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

Libertas 7 (LIB), es un Grupo familiar con sede en Valencia (España) estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de 76 apartamentos y la gestión de un hotel y (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity. Gestionado y controlado por la familia fundadora (c. 70% s/Capital)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	21,0	22,5
EV (Mn EUR y USD)	25,6	27,4
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,38 / 0,97 / 0,84	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	2,4	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocarera	3,8
Free Float	16,2

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,1	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	11,5	11,6	11,3	22,2
EBITDA Rec.	1,8	2,1	2,2	4,3
% Var.	217,0	10,9	6,7	97,0
% EBITDA Rec./Ing.	16,1	17,7	19,4	19,5
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	11,5	5,0	5,3	5,5
Beneficio neto	1,5	0,9	1,0	2,7
BPA (EUR)	0,07	0,04	0,05	0,13
% Var.	22,4	-40,5	12,0	164,3
BPA ord. (EUR)	0,07	0,04	0,05	0,13
% Var.	284,5	-40,3	12,0	164,3
Free Cash Flow Rec.	-0,9	0,5	1,2	1,5
Pay-out (%)	51,2	82,7	73,9	28,0
DPA (EUR)	0,04	0,04	0,04	0,04
Deuda financiera neta	31,5	31,7	31,3	30,5
DN / EBITDA Rec.(x)	17,1	15,5	14,3	7,1
ROE (%)	1,6	1,0	1,1	2,9
ROCE (%)	1,6	1,7	1,8	3,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	13,5	22,7	20,3	7,7
PER Ordinario	13,5	22,7	20,3	7,7
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2
Dividend Yield (%)	3,8	3,6	3,6	3,6
EV/Ventas	2,22	2,21	2,27	1,15
EV/EBITDA Rec.	13,8	12,5	11,7	5,9
EV/EBIT	13,2	14,2	13,2	6,3
FCF Yield (%)	n.a.	2,6	5,7	7,4

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	8,1	8,8	-29,4	-14,7

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

El 1T23 cumplió con lo esperado... EUR 6,6Mn de ingresos de promoción al reflejar la entrega del Edificio Crisálida (31 de 33 viviendas; única promoción a entregar en 2023) y en el área turística continuaron las buenas noticias (reservas en máximos).

... en un ejercicio (2023e) que debe ser visto como un año de transición. Estimamos niveles de EBITDA Rec. de EUR 2,1Mn, de los que EUR 1,4Mn ya se habrían hecho en el 1T23 (al recoger la práctica totalidad del EBITDA que esperamos para el negocio promotor) y EUR 0,8Mn vendrán explicados por el negocio turístico (+19% vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Negocio promotor, principal "motor" del crecimiento del negocio a l/p. Con un stock en comercialización valorado en EUR 17,8Mn (sin contar la cartera de suelo) distribuido en cinco promociones (126 viviendas; c. 30% ya están vendidas), nuestras estimaciones apuntan a la recuperación de un negocio promotor recurrente con capacidad de entregar c. 65 viviendas/año a partir de 2025e. Un negocio de carácter local, Comunidad Valenciana, donde LIB cuenta con elevada experiencia.

Junto a un negocio turístico que aporta recurrencia. 76 apartamentos (situados en Port Saplaya; Valencia) explotados en régimen de alquiler y la gestión de un hotel en Valencia (42 habitaciones) con capacidad de generar un EBITDA de c. EUR 1Mn/año.

Todo ello apoyado sobre una cartera de inversión diversificada (y muy líquida). Con la gestión de un patrimonio de EUR 56,4Mn (+10,5% vs 2022) a través de la inversión en renta variable (67% de la cartera) y private equity. Una cartera de inversión muy líquida que permite reducir la dependencia de LIB del ciclo inmobiliario.

Estructura de balance sólida. Deuda Neta 1T23 de EUR 29,5Mn (DN/Activos 26%), en una compañía que cuenta con una cartera de inversión de EUR 56Mn (importe no incluido en la Deuda Neta) y activos inmobiliarios en alquiler (tasados en EUR 37Mn). Una posición financiera muy holgada que permitirá seguir creciendo en promoción.

Toda la atención debe ponerse en 2025e, ejercicio en que estimamos que se superen niveles de ventas de c. EUR 20Mn (superiores al máximo de EUR 17Mn de 2021) con la entrega de 65 viviendas. Lo que apunta a un negocio promotor con capacidad de generar un EBITDA de EUR 3,5Mn en 2025e (un negocio casi "invisible" hasta su despegue en 2021). EBITDA 2025e: EUR 4,3Mn (vs EUR 2,1Mn en 2023e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Retraso de las promociones en curso, así como la velocidad de puesta en marcha de nuevas promociones (necesarias para "alimentar" el negocio más allá de 2025e).

Recuperabilidad de los créditos fiscales. LIB acumula activos y pasivos por impuesto diferido por un neto de EUR 22,2Mn. Dada su magnitud, cualquier riesgo asociado a su capacidad de recuperación es material (con impacto tanto en P&L y Patrimonio).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

¿El valor de los activos cotiza? Simplificando mucho, si al valor de la cartera de inversión (EUR 56,4Mn, muy líquida) le restamos la Deuda Neta total (EUR 29,5Mn) alcanzamos un importe de EUR 26,9Mn, un valor que superaría en un 28% al market cap actual. A lo que habría que sumar: 1) un negocio promotor con stock de 126 viviendas y 2) unos inmuebles en régimen de alquiler (incluyendo los 76 apartamentos del negocio turístico) tasados en EUR 37Mn y que en 2022 generaron rentas de EUR 2Mn. El comportamiento del precio de la acción (-29,4% -12m) indica que, a día de hoy, la reserva de valor de LIB sigue sin cotizar. Una reserva de valor que por su magnitud aparente debería hacer de LIB un valor capaz de comportarse "al margen" del mal momento cíclico de su sector. LIB es una *rara avis* en el inmobiliario español. De hecho, su *momentum* es bueno. Y el nivel de riesgo, bajo.



Proyecciones financieras

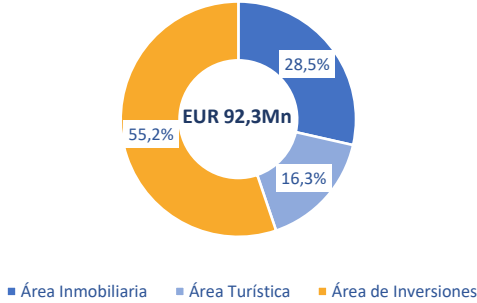
Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,1	2,0	2,2	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7		
Inmovilizado material	36,3	38,6	38,0	38,4	37,5	37,7	37,9	38,3		
Otros activos no corrientes	35,4	35,3	36,8	36,1	35,9	35,9	35,9	35,9		
Inmovilizado financiero	52,5	53,6	43,3	52,0	51,8	51,8	51,7	51,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	15,4	16,7	22,0	15,6	14,8	16,3	15,8	20,5		
Total activo	140,2	146,7	143,0	144,7	142,2	143,9	143,6	148,6		
Patrimonio neto	91,9	96,1	87,9	91,5	92,3	92,5	92,8	94,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	11,7	13,4	13,4	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9		
Otros pasivos no corrientes	-	2,1	2,2	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7		
Deuda financiera neta	34,5	31,3	34,1	32,6	31,5	31,7	31,3	30,5		
Pasivo circulante	2,1	3,8	5,4	4,6	2,8	4,1	4,0	7,8		
Total pasivo	140,2	146,7	143,0	144,7	142,2	143,9	143,6	148,6		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	5,0	5,6	3,9	16,8	11,5	11,6	11,3	22,2	23,3%	24,4%
Cto.Total Ingresos	-37,1%	11,4%	-29,4%	329,3%	-31,6%	0,6%	-2,8%	96,9%		
Coste de ventas	(1,1)	(1,4)	(1,4)	(12,1)	(5,5)	(5,3)	(4,8)	(12,8)		
Margen Bruto	3,9	4,2	2,5	4,7	6,0	6,3	6,4	9,4	11,5%	16,2%
Margen Bruto / Ingresos	77,4%	75,4%	64,7%	28,0%	51,8%	54,2%	57,1%	42,2%		
Gastos de personal	(1,7)	(2,2)	(1,7)	(2,0)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,5)		
Otros costes de explotación	(2,3)	(2,4)	(1,5)	(2,1)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(2,5)		
EBITDA recurrente	(0,2)	(0,4)	(0,7)	0,6	1,8	2,1	2,2	4,3	90,3%	32,6%
Cto.EBITDA recurrente	-104,1%	-128,5%	-83,0%	183,8%	217,0%	10,9%	6,7%	97,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	3,5%	16,1%	17,7%	19,4%	19,5%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,2	0,0	(0,4)	1,1	0,0	-	-	-		
EBITDA	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,7	1,9	2,1	2,2	4,3	n.a.	32,1%
Depreciación y provisiones	(0,0)	0,1	(0,0)	0,3	0,3	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	(0,0)	(0,5)	(1,3)	1,7	1,9	1,8	1,9	4,1	n.a.	28,0%
Cto.EBIT	-100,4%	n.a.	-163,9%	233,2%	14,8%	-7,0%	7,6%	109,5%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	10,0%	16,8%	15,6%	17,2%	18,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	3,3	2,5	(0,1)	0,8	0,9	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,6)	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	(1,7)	0,1	(1,7)	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Beneficio ordinario	1,0	1,5	(3,9)	1,6	2,2	1,2	1,3	3,4	21,2%	16,7%
Cto.Beneficio ordinario	-31,3%	48,7%	-360,3%	140,4%	37,9%	-46,3%	12,0%	164,3%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,0	1,5	(3,9)	1,6	2,2	1,2	1,3	3,4	21,2%	16,7%
Impuestos	(0,9)	(0,4)	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,2)	(0,3)	(0,7)		
Tasa fiscal efectiva	86,2%	28,8%	n.a.	22,4%	30,6%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,1	1,1	(3,6)	1,2	1,5	0,9	1,0	2,7	81,7%	22,4%
Cto.Beneficio neto	-72,5%	669,2%	-440,8%	133,7%	23,4%	-38,1%	12,0%	164,3%		
Beneficio ordinario neto	0,6	1,1	(3,5)	0,4	1,5	0,9	1,0	2,7	26,3%	22,5%
Cto. Beneficio ordinario neto	-61,3%	79,4%	-431,8%	111,0%	287,7%	-38,0%	12,0%	164,3%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						2,1	2,2	4,3	90,3%	32,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(0,2)	0,3	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						1,6	2,3	3,3	28,1%	73,3%
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Impuestos						(0,2)	(0,3)	(0,7)		
Free Cash Flow Recurrente						0,5	1,2	1,5	24,7%	56,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						0,5	1,2	1,5	10,7%	3,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Variación de Deuda financiera neta						0,2	(0,4)	(0,8)		



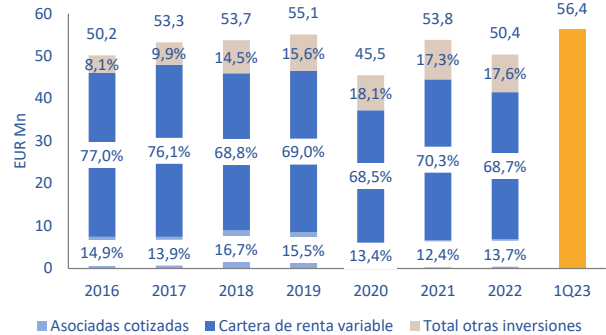
La compañía en 8 gráficos

Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera

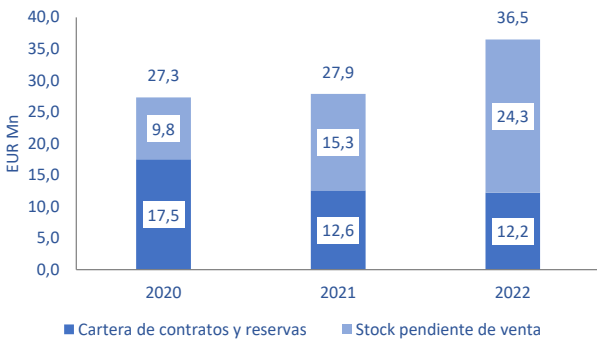
Mix de activos como % sobre patrimonio neto



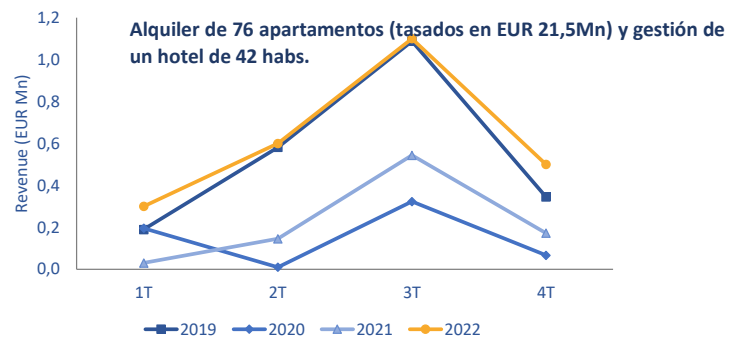
Área de inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (que reduce el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad



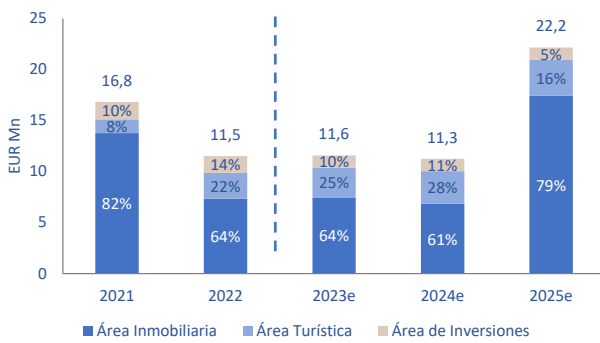
Los contratos y reservas (EUR 12,2Mn) y stock pendiente de venta (EUR 24,3Mn) dan visibilidad al negocio promotor



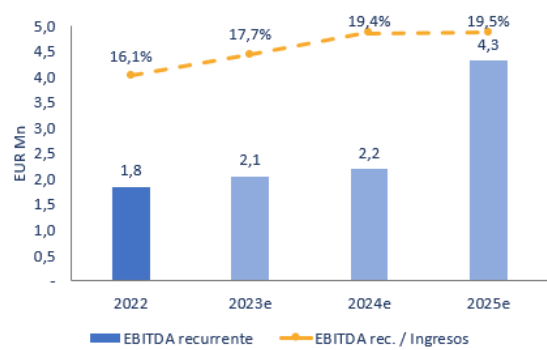
El negocio turístico ya supera ampliamente al ejercicio 2019 (y aún cuenta con capacidad de crecimiento)



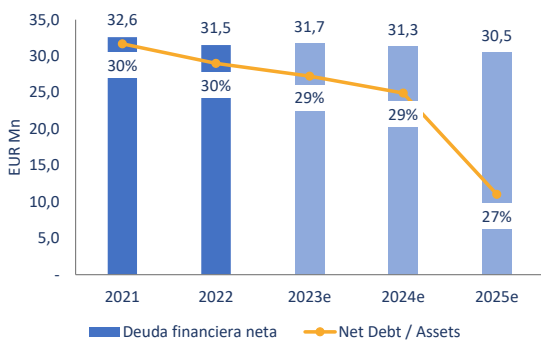
2023e-2025e: el negocio promotor será el principal motor del crecimiento en ingresos



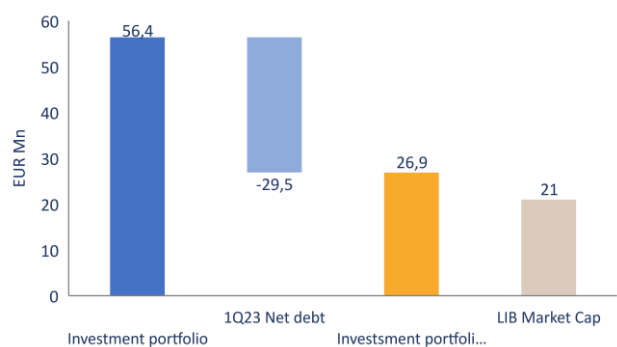
Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente



Todo ello manteniendo una posición financiera holgada (DN/activos < 30%)



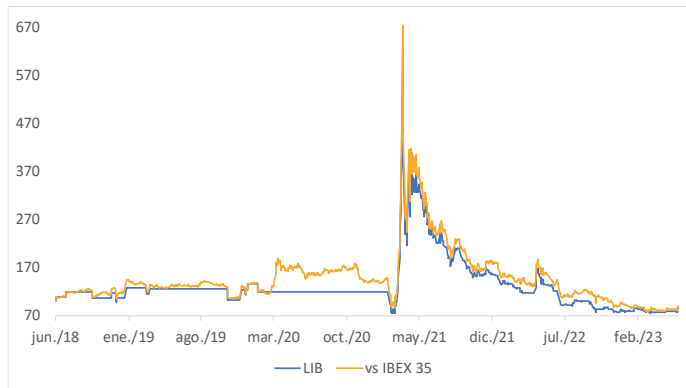
Una potencial (y "objetivamente" evidente) reserva de valor, que aun pasa desapercibida para el mercado





Evolución de la cotización

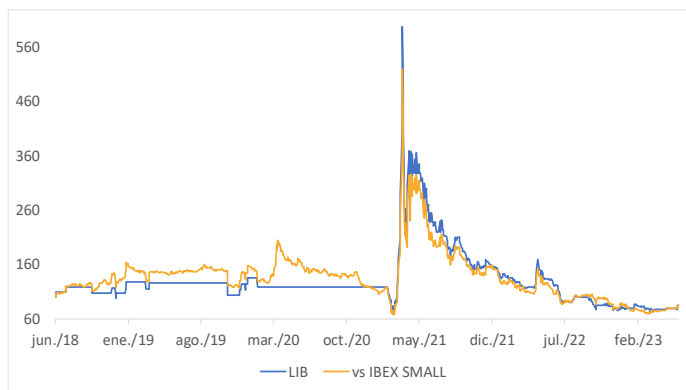
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



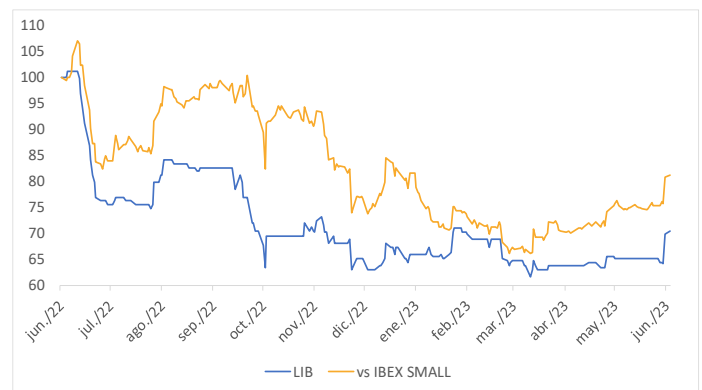
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



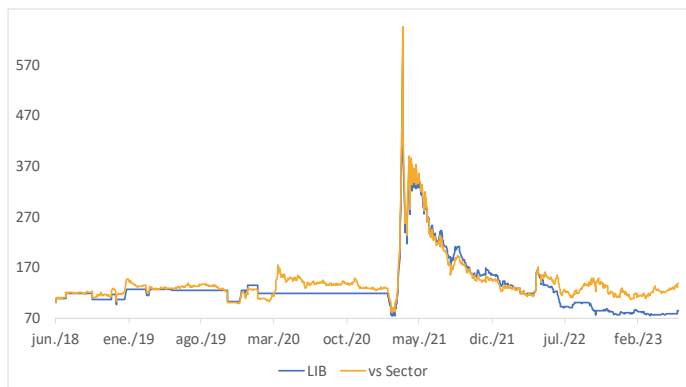
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	8,1	8,8	-29,4	7,0	-28,3	-14,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	6,5	10,8	-33,7	-5,2	-39,2	-11,1
vs Euro STOXX 50	9,3	8,8	-37,8	-5,5	-43,5	-31,4
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	7,9	21,5	-18,7	-0,3	-41,8	-14,4
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	8,0	12,1	-23,1	-1,8	-49,2	-20,7
vs MSCI Europe Micro Cap	9,9	15,4	-19,3	7,7	-39,2	-20,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	12,7	22,5	0,9	14,3	8,3	39,7

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



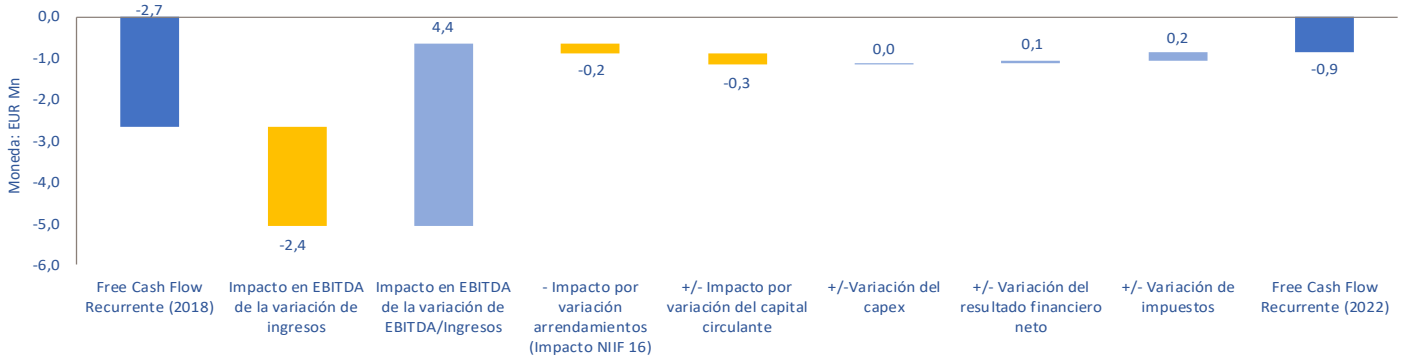
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,7)	0,6	1,8	2,1	2,2	4,3	90,0%	32,6%
Cto. EBITDA recurrente	-128,5%	-83,0%	183,8%	217,0%	10,9%	6,7%	97,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	3,5%	16,1%	17,7%	19,4%	19,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	0,5	(3,7)	5,6	(1,0)	(0,2)	0,3	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,1)	(4,6)	6,0	0,6	1,6	2,3	3,3	n.a.	73,3%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	88,5%	n.a.	229,6%	-89,6%	154,5%	43,2%	42,7%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	35,6%	5,4%	13,7%	20,2%	14,7%		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos	(0,4)	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,2)	(0,3)	(0,7)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,3)	(5,4)	4,9	(0,9)	0,5	1,2	1,5	12,2%	56,1%
Cto. Free Cash Flow recurrente	52,5%	-324,7%	190,7%	-117,5%	163,0%	123,6%	28,0%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	29,0%	n.a.	4,7%	10,7%	7,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(0,4)	1,1	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,6	1,1	(0,6)	2,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	2,4	(4,7)	5,4	1,4	0,5	1,2	1,5	-15,7%	3,1%
Cto. Free Cash Flow	150,8%	-297,8%	215,4%	-73,7%	-61,7%	123,6%	28,0%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	23,2%	n.a.	2,6%	5,7%	7,4%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	11,2%	n.a.	25,6%	6,7%	2,6%	5,7%	7,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(2,7)	(1,3)	(5,4)	4,9	(0,9)	0,5	1,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	0,1	(2,3)	(0,2)	0,0	(0,1)	2,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	(0,4)	3,6	1,4	0,2	0,2	0,0		
= Variación EBITDA recurrente	(0,2)	(0,3)	1,3	1,3	0,2	0,1	2,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	-	(0,0)	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,2	(4,2)	9,4	(6,6)	0,8	0,6	(1,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,8	(4,5)	10,6	(5,4)	1,0	0,7	1,0		
+/- Variación del CAPEX	0,2	(0,3)	0,3	(0,2)	(0,0)	0,0	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,1	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,4	0,7	(0,6)	(0,3)	0,4	(0,0)	(0,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,4	(4,1)	10,3	(5,7)	1,4	0,7	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	(1,3)	(5,4)	4,9	(0,9)	0,5	1,2	1,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	(0,5)	(1,3)	1,7	1,9	1,8	1,9	4,1	82,1%	28,0%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	22,4%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,8)		
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,7)	0,6	1,8	2,1	2,2	4,3	90,0%	32,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	0,5	(3,7)	5,6	(1,0)	(0,2)	0,3	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,1)	(4,6)	6,0	0,6	1,6	2,3	3,3	n.a.	73,3%
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,2)	(5,0)	5,6	(0,2)	1,0	1,7	2,0	0,6%	n.a.
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	84,8%	n.a.	211,8%	-103,1%	683,8%	66,7%	19,9%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	33,0%	n.a.	8,6%	14,8%	9,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,6	1,1	(0,6)	2,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	3,4	(3,9)	5,0	2,1	1,0	1,7	2,0	-15,6%	-1,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	49,5%	-212,3%	228,6%	-58,3%	-51,9%	66,7%	19,9%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	21,7%	n.a.	3,9%	6,5%	7,8%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	13,5%	n.a.	19,5%	8,1%	3,9%	6,5%	7,8%		

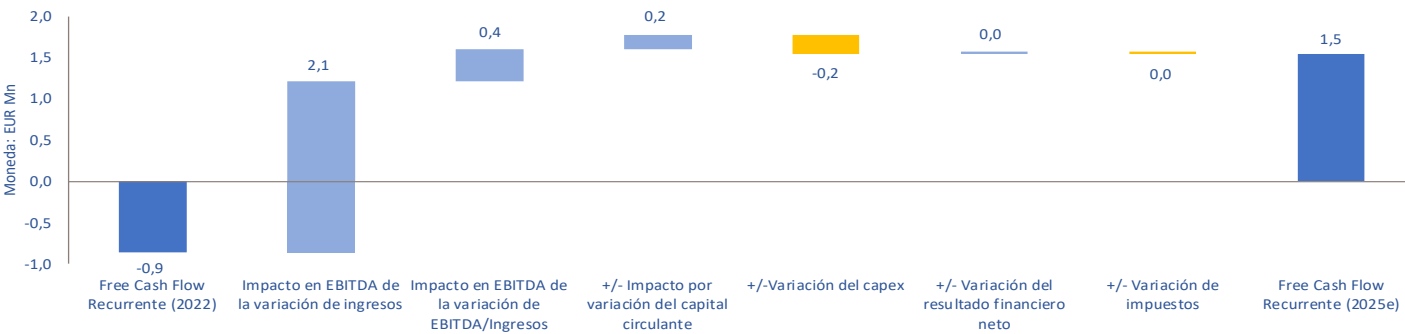


Analítica del Free Cash Flow (II)

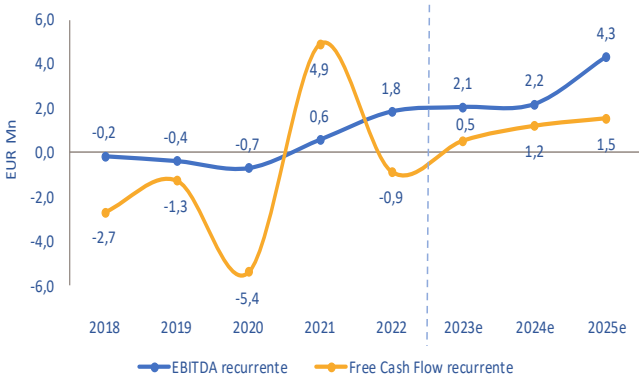
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



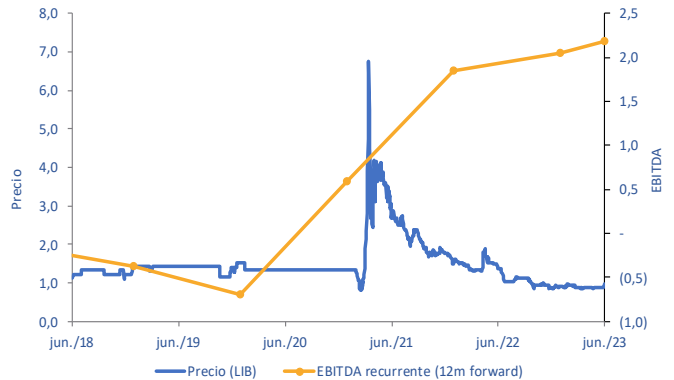
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,0	1,7	2,0	64,7			
Market Cap	21,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	29,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,6%	Coste de la deuda neta			1,4%	1,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,1%	1,5%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	41,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	58,4%	D			=	=	
WACC	5,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			4,6%	5,8%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	21,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 3m 2023
+ Deuda financiera neta	29,5	Rdos. 3m 2023
- Inmovilizado financiero	1,4	Rdos. 3m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(23,6)	Rdos. 3m 2023
Enterprise Value (EV)	25,6	

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 35,0Mn y EUR 14,4Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (EUR 0,8Mn)

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	1,5%	1,6%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-3,6%	-1,4%			
FCF Yield - WACC	n.a.	2,2%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	21,3%	2,4	10,6x
Central	19,4%	2,2	11,7x
Min	17,5%	2,0	13,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
EBITDA 24e	1,8%	2,0%	2,2%				
2,4	1,4	1,4	1,4	Max	6,9%	6,8%	6,7%
2,2	1,2	1,2	1,2	Central	5,9%	5,7%	5,6%
2,0	1,0	1,0	1,0	Min	4,8%	4,7%	4,6%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	37,5%	37,5%	37,5%
% de consejeros dominicales	37,5%	37,5%	37,5%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	12,5%	12,5%
% de otros consejeros	12,5%	12,5%	12,5%
% de mujeres en el consejo de administración	37,5%	50,0%	50,0%
% de mujeres en la plantilla	42,9%	42,1%	46,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	8,5%	9,7%	10,7%



Principales comparables 2023e

Datos	Mercado	Promoción inmobiliaria					Turismo				Average	LIB
		EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur	Playa Hotels & Resorts	PPHE Hotel Group	Pierre et Vacances			
	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES	ISUR-ES		PLYA-US	PPH-GB	VAC-FR		LIB-ES	
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Netherlands	Netherlands	France		Spain	
	Market cap	1.060,2	688,1	707,1	130,7		1.331,9	534,9	778,0		21,0	
	Enterprise value (EV)	1.250,6	890,9	710,1	377,0		2.065,9	1.858,5	3.569,2		25,6	
Información financiera básica	Total Ingresos	607,8	1.017,0	692,5	136,3		933,1	430,1	1.856,4		11,6	
	Cto.Total Ingresos	17,1%	10,6%	3,3%	5,0%	9,0%	16,7%	12,5%	15,1%	14,8%	0,6%	
	2y TACC (2023e - 2025e)	4,8%	-3,7%	5,9%	39,0%	11,5%	1,6%	8,2%	5,2%	5,0%	38,3%	
	EBITDA	56,7	180,5	119,1	26,2		258,6	126,9	184,7		2,1	
	Cto. EBITDA	n.a.	17,9%	-6,1%	18,6%	10,1%	37,9%	19,1%	-64,7%	-2,6%	9,5%	
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,8%	-6,7%	2,0%	35,0%	8,5%	5,5%	13,4%	11,8%	10,2%	45,0%	
	EBITDA/Ingresos	9,3%	17,7%	17,2%	19,2%	15,9%	27,7%	29,5%	9,9%	22,4%	17,7%	
	EBIT	38,6	178,2	114,3	22,0		181,4	78,3	68,5		1,8	
	Cto. EBIT	588,7%	20,1%	-9,7%	25,9%	156,3%	58,5%	30,2%	-75,3%	4,5%	-7,0%	
	2y TACC (2023e - 2025e)	24,7%	-6,8%	-7,9%	43,2%	13,3%	9,2%	18,2%	25,1%	17,5%	50,2%	
	EBIT/Ingresos	6,4%	17,5%	16,5%	16,1%	14,1%	19,4%	18,2%	3,7%	13,8%	15,6%	
	Beneficio Neto	34,5	118,8	74,7	9,6		79,5	21,8	20,0		0,9	
	Cto. Beneficio Neto	246,7%	13,1%	-18,6%	-36,0%	51,3%	50,2%	85,3%	-93,1%	14,1%	-38,1%	
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,6%	-8,3%	-4,6%	55,4%	11,5%	19,4%	36,7%	69,2%	41,8%	72,0%	
	CAPEX/Ventas	5,4%	0,3%	9,5%	31,2%	11,6%	8,5%	17,6%	5,8%	10,6%	2,0%	
Free Cash Flow	152,0	114,1	18,6	(0,8)		28,9	(0,3)	(11,0)		0,5		
Deuda financiera Neta	242,7	322,1	398,6	191,9		758,6	802,3	(32,5)		31,7		
DN/EBITDA (x)	4,3	1,8	3,3	7,3	4,2	2,9	6,3	n.a.	4,6	15,5		
Pay-out	348,8%	73,1%	164,9%	n.a.	195,6%	0,0%	38,1%	6,2%	14,8%	82,7%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	31,4	5,6	8,9	13,3	14,8	17,4	36,8	40,9	31,7	22,7	
	P/BV (x)	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	2,3	1,4	n.a.	1,9	0,2	
	EV/Ingresos (x)	2,1	0,9	1,0	2,8	1,7	2,2	4,3	1,9	2,8	2,2	
	EV/EBITDA (x)	22,1	4,9	6,0	14,4	11,8	8,0	14,6	19,3	14,0	12,5	
	EV/EBIT (x)	32,4	5,0	6,2	17,2	15,2	11,4	23,7	n.a.	17,6	14,2	
	ROE	2,0	12,3	8,8	6,8	7,5	13,3	3,8	n.a.	8,5	1,0	
	FCF Yield (%)	14,3	16,6	2,6	n.a.	11,2	2,2	n.a.	n.a.	2,2	2,6	
	DPA	0,79	2,00	1,61	0,23	1,16	0,00	0,20	0,04	0,08	0,04	
	Dvd Yield	11,4%	13,6%	18,2%	3,3%	11,6%	0,0%	1,5%	2,5%	1,4%	3,6%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	48,6	10,1	9,0	5,7	5,2	8,2	5,0	5,6	3,9	16,8	11,5	11,6	11,3	22,2	-13,4%	24,4%
Cto. Total ingresos	195,1%	-79,2%	-11,1%	-36,2%	-9,8%	58,7%	-39,2%	11,4%	-29,4%	329,3%	-31,6%	0,6%	-2,8%	96,9%		
EBITDA	(31,6)	(8,2)	1,4	0,5	0,3	3,4	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,7	1,9	2,1	2,2	4,3	7,5%	32,1%
Cto. EBITDA	n.a.	73,9%	116,9%	-62,2%	-39,7%	981,4%	-100,2%	n.a.	-182,9%	255,0%	13,4%	9,5%	6,7%	97,0%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	15,5%	9,2%	6,1%	41,8%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	16,3%	17,7%	19,4%	19,5%		
Beneficio neto	(29,5)	(48,6)	0,7	1,2	0,9	1,2	0,1	1,1	(3,6)	1,2	1,5	0,9	1,0	2,7	7,4%	22,4%
Cto. Beneficio neto	56,6%	-64,7%	101,4%	72,8%	-20,7%	26,0%	-88,2%	669,2%	-440,8%	133,7%	23,4%	-38,1%	12,0%	164,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	21,1	21,9	21,9	21,9		
BPA (EUR)	-1,41	-2,33	0,03	0,06	0,04	0,06	0,01	0,05	-0,17	0,06	0,07	0,04	0,05	0,13	7,4%	20,8%
Cto. BPA	56,5%	-64,7%	n.a.	72,9%	-20,7%	25,9%	-88,2%	n.a.	n.a.	n.a.	22,4%	-40,5%	12,0%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	-1,41	-2,33	0,03	0,06	0,04	0,04	0,03	0,05	-0,17	0,02	0,07	0,04	0,05	0,13	7,4%	20,9%
Cto. BPA ord.	56,5%	-64,7%	n.a.	72,9%	-20,7%	-13,3%	-26,7%	79,3%	n.a.	n.a.	n.a.	-40,3%	12,0%	n.a.		
CAPEX	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	4,8%	1,3%	8,7%	0,4%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow	59,1	10,3	17,8	4,9	3,7	5,0	0,9	2,4	(4,7)	5,4	1,4	0,5	1,2	1,5	-31,2%	3,1%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,9x	n.a.	n.a.	n.a.	19,7x	16,8x	15,5x	14,3x	7,1x		
PER (x)	n.a.	n.a.	68,2x	36,9x	46,5x	36,9x	n.a.	30,3x	n.a.	25,9x	12,6x	22,7x	20,3x	7,7x		
EV/Vtas (x)	1,84x	2,19x	5,08x	7,12x	7,46x	7,85x	8,86x	8,02x	10,56x	2,64x	2,56x	2,21x	2,27x	1,15x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	32,8x	n.a.	n.a.	18,8x	n.a.	n.a.	n.a.	27,0x	15,7x	12,5x	11,7x	5,9x		
Comport. Absoluto	-46,3%	-64,9%	135,0%	-6,4%	0,0%	-0,1%	-30,1%	6,4%	-12,5%	12,4%	-40,4%	7,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-43,7%	-71,1%	126,7%	0,8%	2,1%	-7,0%	-17,8%	-4,8%	3,5%	4,1%	-36,8%	-5,2%				

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

Lingotes Especiales (LGT) es una pequeña compañía industrial española (Valladolid), especializada en el diseño, fundición y mecanizado de piezas de acero para la industria de automoción, donde es líder en sistemas de frenado: cuota del 12% del mercado europeo de discos de freno (>85% s/Vtas). Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	80,8	86,5
EV (Mn EUR y USD)	100,0	107,1
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,78 / 7,33 / 5,12	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	8,8	
Factset / Bloomberg	LGT-ES / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Mallorquina de Seguros	6,0
Onchena	5,0
Free Float	34,0

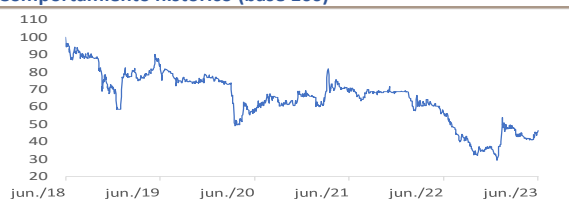
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	113,9	106,0	111,3	116,8
EBITDA Rec.	8,0	11,1	14,2	15,2
% Var.	430,5	38,6	27,6	7,1
% EBITDA Rec./Ing.	7,1	10,5	12,8	13,0
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	22,7	10,5	7,4	0,6
Beneficio neto	3,1	4,5	6,8	7,5
BPA (EUR)	0,31	0,45	0,68	0,75
% Var.	312,0	43,3	51,2	11,2
BPA ord. (EUR)	0,25	0,45	0,68	0,75
% Var.	185,4	79,2	51,2	11,2
Free Cash Flow Rec.	0,6	4,5	5,7	6,5
Pay-out (%)	127,7	89,1	58,9	53,0
DPA (EUR)	0,40	0,40	0,40	0,40
Deuda financiera neta	18,7	18,2	16,5	14,0
DN / EBITDA Rec.(x)	2,3	1,6	1,2	0,9
ROE (%)	6,9	9,5	13,9	14,6
ROCE (%)	5,3	7,7	11,0	11,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	25,8	18,0	11,9	10,7
PER Ordinario	32,3	18,0	11,9	10,7
P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5
Dividend Yield (%)	5,0	5,0	5,0	5,0
EV/Ventas	0,88	0,94	0,90	0,86
EV/EBITDA Rec.	12,4	9,0	7,0	6,6
EV/EBIT	22,3	14,7	10,2	9,3
FCF Yield (%)	0,7	5,6	7,1	8,1

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	12,5	-3,1	-18,5	-53,7

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Aunque en 2023e esperamos unos ingresos menores (por el efecto precio)... A diferencia de 2022, año en que el crecimiento en ingresos se explicaba exclusivamente por el traslado al precio de venta del fortísimo encarecimiento de las materias primas (chatarra férrea) y coste energético, en 2023e esperamos el efecto contrario (por los menores costes). Ingresos 2023e: EUR 106Mn (-7% vs 2022).

... deberíamos ver una mejora de la rentabilidad. Los precios finales de LGT se han movido al alza, aunque en menor medida que las materias primas. De ahí el importante deterioro de márgenes de los últimos años. Aunque pensamos que lo peor ya ha pasado y la reducción de precios de materia prima y energía favorecerá a los márgenes. Margen EBITDA 23e del 11% (vs 7% de 2022). EBITDA 23e: EUR 11Mn (+39% vs 2022; un crecimiento llamativo al comparar con números aún deprimidos, pero todavía son resultados objetivamente peores que en el período 2015-2020).

La recuperación de resultados en 2023e permitirá una reducción del endeudamiento. En 2023e ya estimamos FCF positivo (c. EUR 4,5Mn; c. 40% del EBITDA generado). Lo que hará posible una reducción de la Deuda Neta (-20% vs 2022) y devolver el apalancamiento a niveles razonables (DN/EBITDA 2023e 1,6x).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Posición competitiva y mix de ingresos. Pese a su pequeño tamaño, LGT mantiene una posición de liderazgo en discos de freno (c. 60% de las ventas): con una cuota cercana al 10% del mercado en Europa. En cuanto al mix de ventas, las piezas mecanizadas (de mayor margen) ya alcanzan el 68% (vs 60% en 2019).

Queda mucho recorrido en la recuperación del margen. Pese a que nuestras estimaciones no contemplan crecimiento en ventas, la normalización del coste de materias primas y energía debería hacer posible una recuperación del margen EBITDA hasta el 13% en 2025e (vs 7% en 2022), aunque aún inferior a la media del período 2015-2020 (16%). Lo que apunta a que el driver de mejora de márgenes no ha hecho más que empezar. EBITDA 2025e: EUR 15,2Mn (+20% TACC 22-25e).

Y sin necesidades de inversión significativas. Tras las significativas inversiones para mejorar sus líneas de mecanizado y fundición (2016-2018), LGT no requiere de inversiones significativas a medio plazo. Lo que debería permitir "exprimir" la recuperación de la generación de caja (FCF 2025e: EUR 6,5Mn) y recuperar el pago de dividendo: ha propuesto a la Junta General de Accionistas un dividendo con cargo a reservas de EUR 0,4/acción (yield: 5,4%; pagadero el 14 de julio 2023).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Concentración de clientes. Cerca del 75% de los ingresos de LGT dependen de cuatro clientes. La pérdida de alguno de sus principales clientes, así como la pérdida de cuota de mercado de éstos derivada de cambios en las tendencias de mercado y cambios regulatorios impactaría negativamente sobre nuestras estimaciones.

Repercusión de costes de materia prima y energía. Las revisiones de precio no se realizan de forma inmediata, sino trimestralmente. Lo que implica una presión a la baja en márgenes durante períodos continuados de subida del precio de sus principales materias primas (acero y coste energético).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

LGT sigue muy castigada. El mal momento de resultados atravesado por LGT se ha traducido en una contracción significativa del precio de la acción (> -50% YTD en absoluto y relativo). Los resultados 2023e podrían actuar como un catalizador importante, en la medida en que harán creíble el equity story basado (simple y exclusivamente) en la normalización de márgenes (algo especialmente interesante al producirse en una compañía con potencial de altos niveles de generación FCF). FCF yield 2025e: c. 8%.



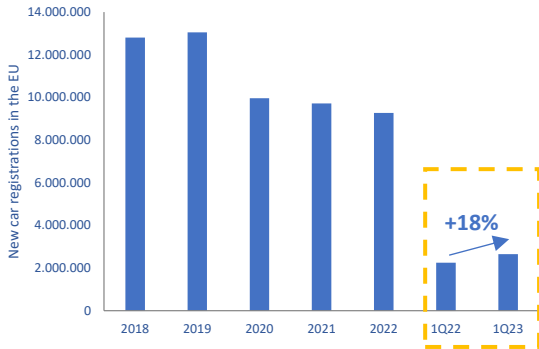
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,5	0,9	1,1	1,6	1,5	2,7	3,9	5,1		
Inmovilizado material	55,1	56,8	57,2	57,1	56,5	55,8	55,3	54,8		
Otros activos no corrientes	0,6	0,5	0,4	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8		
Inmovilizado financiero	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	29,5	28,9	28,3	25,7	32,2	30,0	31,5	33,0		
Total activo	86,3	87,7	87,3	85,9	91,3	89,6	91,8	94,0		
Patrimonio neto	44,5	46,2	45,1	43,7	46,8	47,3	50,1	53,6		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,7	1,5	8,3	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9		
Otros pasivos no corrientes	-	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Deuda financiera neta	17,0	15,2	9,2	19,9	18,7	18,2	16,5	14,0		
Pasivo circulante	23,1	24,6	24,5	20,7	24,7	23,1	24,2	25,4		
Total pasivo	86,3	87,7	87,3	85,9	91,3	89,6	91,8	94,0		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	115,6	114,9	91,2	85,9	113,9	106,0	111,3	116,8	-0,4%	0,8%
Cto.Total Ingresos	10,9%	-0,6%	-20,7%	-5,8%	32,7%	-7,0%	5,0%	5,0%		
Coste de ventas	(48,7)	(49,6)	(37,7)	(40,5)	(48,9)	(45,8)	(47,3)	(49,7)		
Margen Bruto	66,9	65,3	53,5	45,4	65,0	60,2	64,0	67,2	-0,7%	1,1%
Margen Bruto / Ingresos	57,9%	56,8%	58,7%	52,9%	57,1%	56,8%	57,5%	57,5%		
Gastos de personal	(28,1)	(27,8)	(25,2)	(22,7)	(23,3)	(23,6)	(24,8)	(26,0)		
Otros costes de explotación	(20,5)	(20,6)	(16,5)	(21,2)	(33,7)	(25,4)	(25,0)	(25,9)		
EBITDA recurrente	18,2	16,8	11,8	1,5	8,0	11,1	14,2	15,2	-18,5%	23,7%
Cto.EBITDA recurrente	8,9%	-7,5%	-29,9%	-87,2%	430,5%	38,6%	27,6%	7,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	15,8%	14,6%	12,9%	1,8%	7,1%	10,5%	12,8%	13,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	0,8	0,5	0,8	-	-	-		
EBITDA	18,2	16,8	12,6	2,0	8,9	11,1	14,2	15,2	-16,5%	19,8%
Depreciación y provisiones	(5,5)	(5,5)	(4,5)	(5,1)	(5,5)	(5,4)	(5,5)	(5,6)		
Gastos capitalizados	0,1	0,4	0,7	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	12,8	11,7	8,7	(2,2)	4,5	6,8	9,8	10,8	-23,0%	33,8%
Cto.EBIT	3,7%	-8,7%	-25,8%	-124,9%	308,2%	51,1%	44,5%	9,6%		
EBIT / Ingresos	11,1%	10,2%	9,5%	n.a.	3,9%	6,4%	8,8%	9,2%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,4)	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	12,2	11,4	8,4	(2,5)	4,1	6,0	9,0	10,1	-24,0%	35,1%
Cto.Beneficio ordinario	2,6%	-6,6%	-26,6%	-129,6%	264,4%	46,7%	51,2%	11,2%		
Extraordinarios	-	-	(0,4)	0,5	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	12,2	11,4	8,0	(2,0)	4,1	6,0	9,0	10,1	-24,0%	35,1%
Impuestos	(3,0)	(2,7)	(2,1)	0,5	(0,9)	(1,5)	(2,3)	(2,5)		
Tasa fiscal efectiva	24,7%	23,7%	25,7%	n.a.	23,2%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	9,2	8,7	6,0	(1,5)	3,1	4,5	6,8	7,5	-23,6%	34,1%
Cto.Beneficio neto	3,1%	-5,3%	-31,6%	-124,8%	312,0%	43,3%	51,2%	11,2%		
Beneficio ordinario neto	9,2	8,7	5,6	(2,9)	2,5	4,5	6,8	7,5	-27,8%	44,4%
Cto. Beneficio ordinario neto	3,1%	-5,3%	-35,7%	-152,3%	185,4%	79,2%	51,2%	11,2%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						11,1	14,2	15,2	-18,5%	23,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						0,5	(0,4)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						11,6	13,8	14,8	-22,8%	39,1%
CAPEX						(4,8)	(5,0)	(5,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,8)	(0,7)		
Impuestos						(1,5)	(2,3)	(2,5)		
Free Cash Flow Recurrente						4,5	5,7	6,5	-0,9%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,5	5,7	6,5	9,6%	78,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(4,0)	(4,0)	(4,0)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,5)	(1,7)	(2,5)		

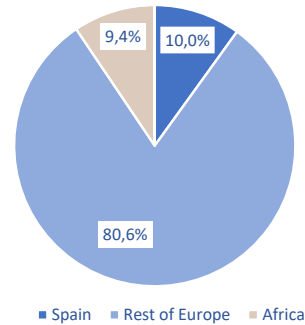


La compañía en 8 gráficos

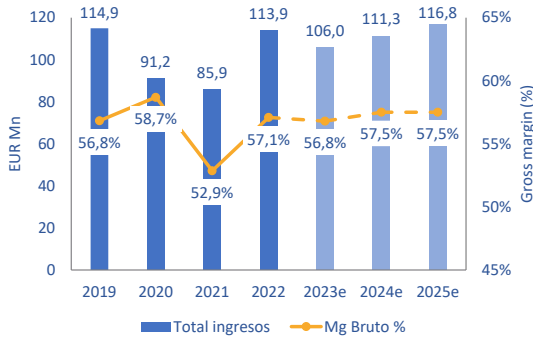
En 2023 estamos viendo una recuperación del número de matriculaciones en Europa (aunque aún lejos de niveles 2019)



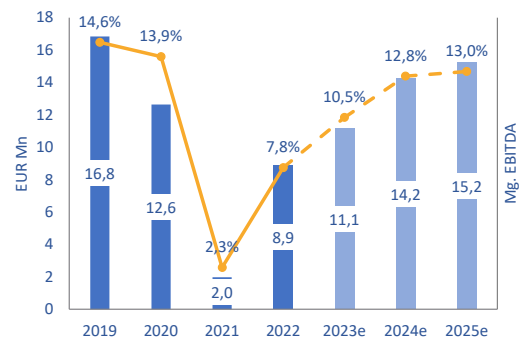
Sus exportaciones representan el 90% de su cifra de negocio, siendo Europa su principal fuente de ingresos



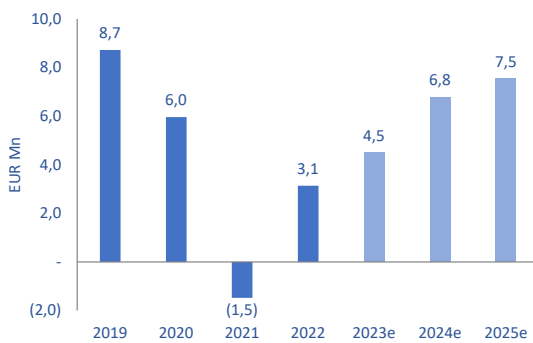
Pese a los mayores volúmenes, la caída de precios en 2023e impedirá crecer en ingresos



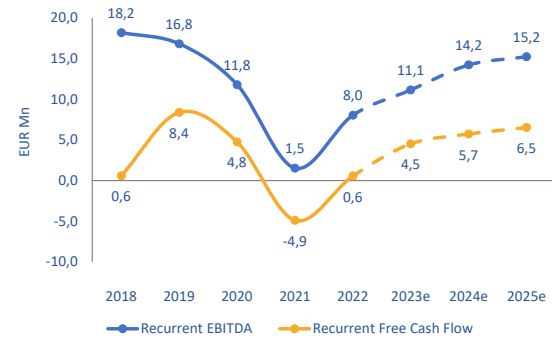
Queda mucho recorrido en la recuperación del margen (aún muy penalizado por los elevados costes de materias primas)



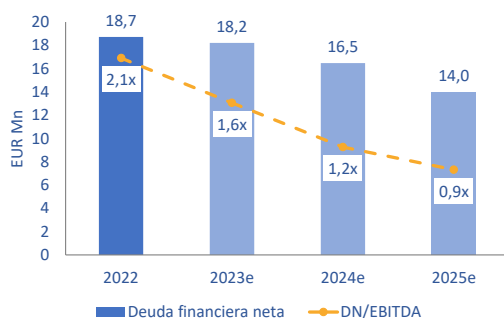
Sin impacto significativo por gastos financieros, LGT convertirá c. 50% del EBITDA en Beneficio Neto



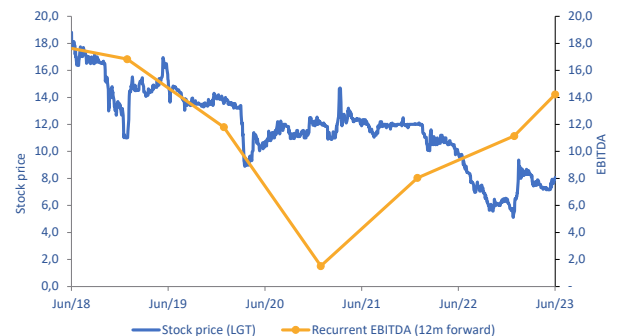
Una compañía con elevado potencial de generación de Free Cash Flow (su recuperación ya debiera ser visible en 2023e)



La generación de caja permitirá devolver el apalancamiento a niveles de c. 1,5x DN/EBITDA en 2023e



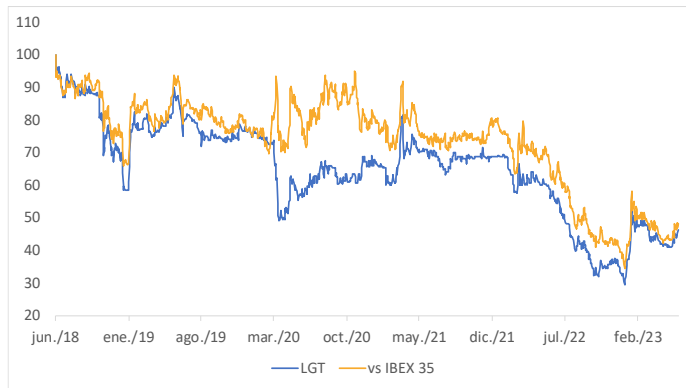
Los resultados 2023e podrían actuar como catalizador en la medida en que harán creíble que la mejora de márgenes es posible



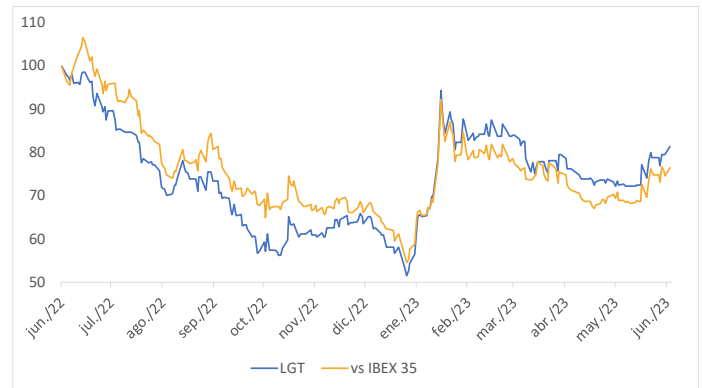


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



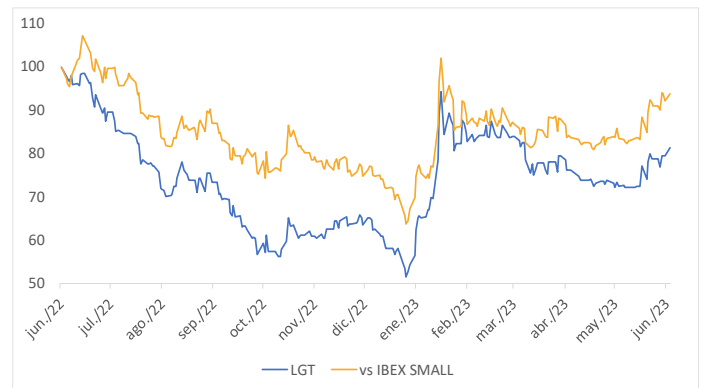
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	12,5	-3,1	-18,5	49,6	-21,8	-53,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	10,8	-1,3	-23,5	32,6	-33,7	-51,7
vs Euro STOXX 50	13,8	-3,1	-28,2	32,2	-38,4	-62,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	12,3	8,2	-6,1	39,4	-36,5	-53,5
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	12,4	-0,1	-11,3	37,4	-44,6	-56,9
vs MSCI Europe Micro Cap	14,3	2,8	-6,9	50,7	-33,7	-56,9
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts	10,2	2,6	-23,9	27,7	-46,4	-54,2

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



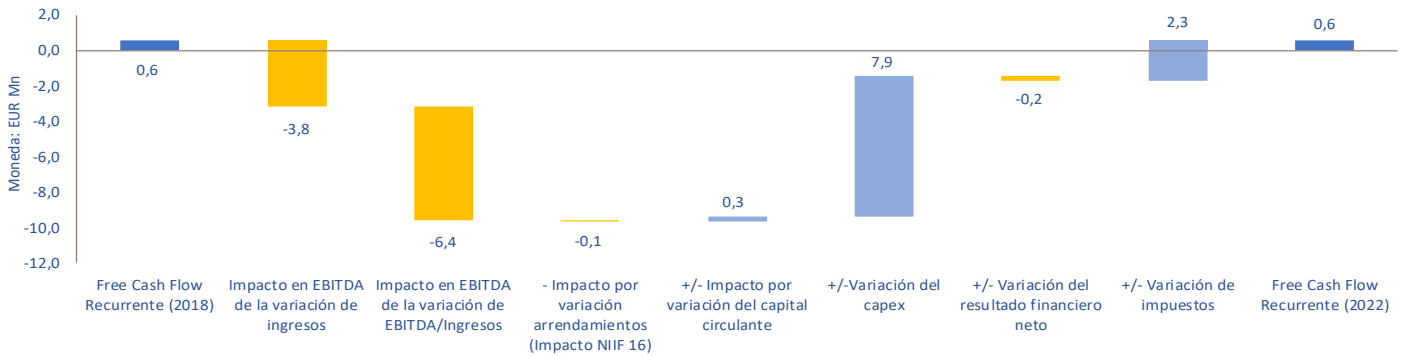
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	16,8	11,8	1,5	8,0	11,1	14,2	15,2	-21,8%	23,7%
Cto. EBITDA recurrente	-7,5%	-29,9%	-87,2%	430,5%	38,6%	27,6%	7,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	14,6%	12,9%	1,8%	7,1%	10,5%	12,8%	13,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,1	0,6	(1,3)	(2,5)	0,5	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	18,9	12,3	0,1	5,5	11,6	13,8	14,8	-33,8%	39,1%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	22,2%	-35,0%	-99,0%	n.a.	111,4%	18,8%	7,2%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	16,4%	13,5%	0,1%	4,8%	10,9%	12,4%	12,6%		
- CAPEX	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,6)	(4,8)	(5,0)	(5,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,7)		
- Impuestos	(2,8)	(1,8)	0,5	(0,9)	(1,5)	(2,3)	(2,5)		
= Free Cash Flow recurrente	8,4	4,8	(4,9)	0,6	4,5	5,7	6,5	-59,5%	n.a.
Cto. Free Cash Flow recurrente	n.a.	-43,4%	-202,9%	111,4%	708,3%	26,8%	13,8%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	7,3%	5,2%	n.a.	0,5%	4,3%	5,2%	5,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	0,8	0,5	0,8	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,5	(0,2)	-	-	-		
= Free Cash Flow	8,8	5,6	(4,0)	1,2	4,5	5,7	6,5	-49,1%	78,0%
Cto. Free Cash Flow	994,4%	-36,3%	-171,2%	129,0%	290,9%	26,8%	13,8%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	10,4%	5,9%	n.a.	0,7%	5,6%	7,1%	8,1%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	10,9%	6,9%	n.a.	1,4%	5,6%	7,1%	8,1%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,6	8,4	4,8	(4,9)	0,6	4,5	5,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	(3,5)	(0,7)	0,5	(0,6)	0,6	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,3)	(1,6)	(9,6)	6,0	3,7	2,5	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	(1,4)	(5,0)	(10,3)	6,5	3,1	3,1	1,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,9	(1,5)	(1,9)	(1,2)	3,0	(0,9)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	3,4	(6,6)	(12,2)	5,4	6,1	2,2	1,0		
+/- Variación del CAPEX	4,0	2,1	0,2	1,7	(1,2)	(0,2)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,4)	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,5	1,0	2,3	(1,5)	(0,5)	(0,8)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	7,8	(3,6)	(9,6)	5,5	4,0	1,2	0,8		
Free Cash Flow Recurrente	8,4	4,8	(4,9)	0,6	4,5	5,7	6,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	11,7	8,7	(2,2)	4,5	6,8	9,8	10,8	-27,3%	33,8%
* Tasa fiscal teórica	23,7%	25,7%	0,0%	23,2%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,8)	(2,2)	-	(1,0)	(1,7)	(2,5)	(2,7)		
EBITDA recurrente	16,8	11,8	1,5	8,0	11,1	14,2	15,2	-21,8%	23,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,1	0,6	(1,3)	(2,5)	0,5	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	18,9	12,3	0,1	5,5	11,6	13,8	14,8	-33,8%	39,1%
- CAPEX	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,6)	(4,8)	(5,0)	(5,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,8)	(2,2)	-	(1,0)	(1,7)	(2,5)	(2,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	8,6	4,6	(5,1)	0,9	5,1	6,3	7,0	-53,3%	n.a.
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	960,0%	-46,6%	-211,6%	117,2%	483,9%	23,1%	11,7%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	7,5%	5,0%	n.a.	0,8%	4,8%	5,7%	6,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,5	(0,2)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	9,0	4,6	(4,7)	0,7	5,1	6,3	7,0	-58,2%	n.a.
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	768,6%	-48,9%	-201,7%	114,1%	679,9%	23,1%	11,7%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	8,6%	4,6%	n.a.	0,9%	5,1%	6,3%	7,0%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	9,0%	4,6%	n.a.	0,7%	5,1%	6,3%	7,0%		

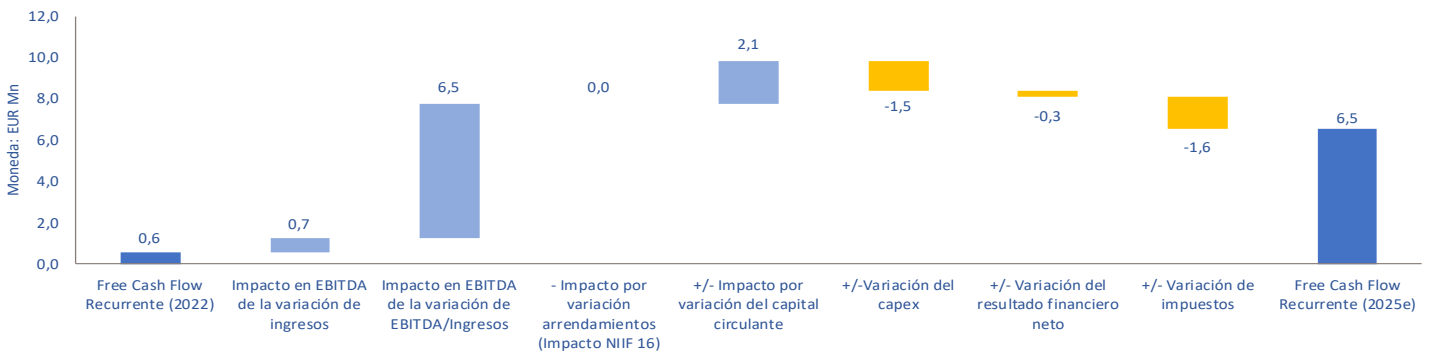


Analítica del Free Cash Flow (II)

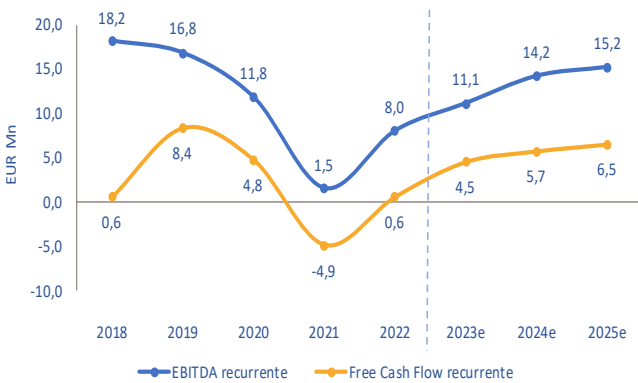
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



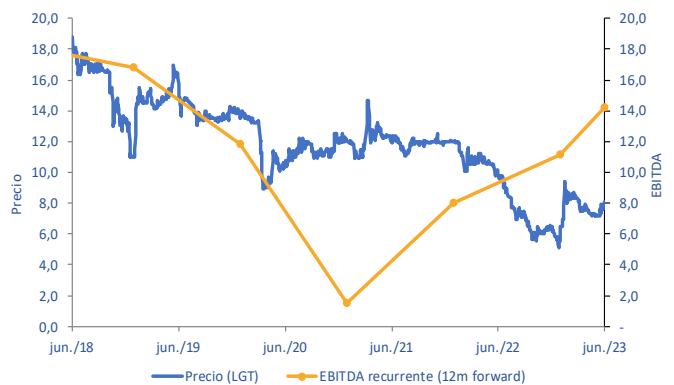
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	5,1	6,3	7,0	114,4			
Market Cap	80,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	18,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,1	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	10,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,8%	D			=	=	
WACC	8,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,8%	9,2%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	80,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	18,7	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	100,0	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	16,5%	14,3%	10,3%	n.a.	5,3%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	-3,5%	3,1%			
FCF Yield - WACC	-8,1%	-0,7%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	14,1%	15,7	6,4x
Central	12,8%	14,2	7,0x
Min	11,5%	12,8	7,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	4,0%	4,5%		5,0%	Max	Central
15,7	7,7	7,2	6,6	Max	9,6%	8,9%	8,2%
14,2	6,3	5,7	5,2	Central	7,8%	7,1%	6,4%
12,8	4,8	4,3	3,7	Min	6,0%	5,3%	4,6%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	25,0%	22,2%	25,0%
% de consejeros dominicales	12,5%	11,1%	12,5%
% de consejeros ejecutivos	37,5%	33,3%	37,5%
% de otros consejeros	25,0%	33,3%	25,0%
% de mujeres en el consejo de administración	25,0%	44,4%	37,5%
% de mujeres en la plantilla	4,9%	5,0%	4,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,8%	3,3%	3,3%



Principales comparables 2023e

		Auto-Parts					Frenos		
		CIE				Average	Brembo SPA	Average	LGT
EUR Mn		Automotive	Gestamp	Faurecia	Voestalpine				
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CIE-ES	GEST-ES	EO-FR	VOE-AT		BRE-IT		LGT-ES
	País	Spain	Spain	France	Austria		Italy		Spain
	Market cap	3.342,9	2.482,6	4.112,5	5.480,6		4.657,7		80,8
	Enterprise value (EV)	5.024,1	5.390,5	13.832,4	8.324,8		5.224,2		100,0
Información financiera básica	Total Ingresos	4.120,0	12.021,2	26.720,4	16.453,3		3.988,7		106,0
	Cto.Total Ingresos	7,3%	12,1%	5,0%	-8,4%	4,0%	9,9%	9,9%	-7,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	4,0%	6,3%	6,5%	2,1%	4,7%	6,3%	6,3%	5,0%
	EBITDA	704,6	1.387,9	3.170,8	1.792,8		690,2		11,1
	Cto. EBITDA	11,3%	16,3%	36,0%	-26,4%	9,3%	20,5%	20,5%	25,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,8%	9,8%	11,9%	6,2%	8,7%	8,5%	8,5%	16,9%
	EBITDA/Ingresos	17,1%	11,5%	11,9%	10,9%	12,9%	17,3%	17,3%	10,5%
	EBIT	508,0	673,5	1.407,0	1.004,6		436,1		6,8
	Cto. EBIT	11,4%	28,7%	55,7%	-35,2%	15,1%	31,1%	31,1%	51,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	7,6%	15,2%	22,1%	9,4%	13,6%	11,3%	11,3%	25,9%
	EBIT/Ingresos	12,3%	5,6%	5,3%	6,1%	7,3%	10,9%	10,9%	6,4%
	Beneficio Neto	317,6	321,1	441,6	624,7		325,9		4,5
	Cto. Beneficio Neto	8,3%	23,5%	215,7%	-37,2%	52,6%	11,2%	11,2%	43,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	10,2%	22,3%	48,7%	3,7%	21,2%	11,5%	11,5%	29,7%
Múltiplos y Ratios	CAPEX/Ventas	5,2%	7,3%	6,5%	6,7%	6,4%	8,7%	8,7%	4,5%
	Free Cash Flow	346,1	202,7	648,4	482,9		237,1		4,5
	Deuda financiera Neta	1.106,1	2.012,1	6.952,6	1.871,4		382,7		18,2
	DN/EBITDA (x)	1,6	1,4	2,2	1,0	1,6	0,6	0,6	1,6
	Pay-out	32,6%	28,7%	17,9%	33,6%	28,2%	30,2%	30,2%	89,1%
	P/E (x)	10,9	7,8	9,0	8,5	9,1	14,4	14,4	18,0
	P/BV (x)	2,5	1,1	0,8	0,7	1,3	2,2	2,2	1,7
	EV/Ingresos (x)	1,2	0,4	0,5	0,5	0,7	1,3	1,3	0,9
	EV/EBITDA (x)	7,1	3,9	4,4	4,6	5,0	7,6	7,6	9,0
	EV/EBIT (x)	9,9	8,0	9,8	8,3	9,0	12,0	12,0	14,7
ROE	22,7	13,5	9,1	8,0	13,3	15,3	15,3	9,5	
FCF Yield (%)	10,4	8,2	15,8	8,8	10,8	5,1	5,1	5,6	
DPA	0,86	0,16	0,46	1,18	0,66	0,30	0,30	0,40	
Dvd Yield	3,1%	3,7%	2,1%	3,8%	3,2%	2,1%	2,1%	5,0%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	57,8	62,1	63,3	79,5	95,6	104,2	115,6	114,9	91,2	85,9	113,9	106,0	111,3	116,8	7,0%	0,8%
Cto. Total ingresos	n.a.	7,4%	2,0%	25,5%	20,3%	9,0%	10,9%	-0,6%	-20,7%	-5,8%	32,7%	-7,0%	5,0%	5,0%		
EBITDA	6,0	7,7	8,7	13,2	19,0	16,7	18,2	16,8	12,6	2,0	8,9	11,1	14,2	15,2	3,9%	19,8%
Cto. EBITDA	n.a.	27,6%	13,2%	50,8%	44,6%	-12,1%	8,9%	-7,5%	-24,9%	-84,4%	350,1%	25,8%	27,6%	7,1%		
EBITDA/Ingresos	10,5%	12,4%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	15,8%	14,6%	13,9%	2,3%	7,8%	10,5%	12,8%	13,0%		
Beneficio neto	2,5	4,0	4,0	6,7	10,5	8,9	9,2	8,7	6,0	(1,5)	3,1	4,5	6,8	7,5	2,2%	34,1%
Cto. Beneficio neto	n.a.	58,1%	0,0%	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-31,6%	-124,8%	312,0%	43,3%	51,2%	11,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	10,9	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0		
BPA (EUR)	0,23	0,40	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,60	-0,15	0,31	0,45	0,68	0,75	3,1%	34,1%
Cto. BPA	n.a.	74,2%	-1,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-31,6%	n.a.	n.a.	43,3%	51,2%	11,2%		
BPA ord. (EUR)	0,23	0,40	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,56	-0,29	0,25	0,45	0,68	0,75	0,8%	44,4%
Cto. BPA ord.	n.a.	74,2%	-1,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-35,7%	n.a.	n.a.	79,2%	51,2%	11,2%		
CAPEX	(2,0)	(3,5)	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,6)	(4,8)	(5,0)	(5,0)		
CAPEX/Vtas %	3,4%	5,6%	5,5%	7,7%	18,9%	9,6%	9,9%	6,5%	6,0%	6,1%	3,1%	4,5%	4,5%	4,3%		
Free Cash Flow	8,5	0,8	0,7	10,3	(0,3)	(0,7)	0,8	8,8	5,6	(4,0)	1,2	4,5	5,7	6,5	-18,1%	78,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,0x	0,7x	0,7x	-0,2x	0,2x	0,6x	0,9x	0,9x	0,7x	10,1x	2,1x	1,6x	1,2x	0,9x		
PER (x)	7,3x	5,9x	7,7x	10,6x	11,8x	17,9x	11,1x	14,9x	19,5x	n.a.	17,2x	18,0x	11,9x	10,7x		
EV/Vtas (x)	0,42x	0,56x	0,76x	1,04x	1,53x	1,82x	1,11x	1,32x	1,52x	1,64x	0,64x	0,94x	0,90x	0,86x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	4,0x	4,5x	5,5x	6,3x	7,7x	11,4x	7,0x	9,0x	10,9x	n.a.	8,3x	9,0x	7,0x	6,6x		
Compart. Absoluto	-6,6%	41,1%	27,5%	133,6%	74,3%	29,0%	-36,4%	27,8%	-10,7%	3,2%	-55,0%	49,6%				
Compart. Relativo vs Ibx 35	-2,0%	16,2%	23,0%	151,6%	77,9%	20,1%	-25,2%	14,3%	5,6%	-4,4%	-52,3%	32,6%				

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

LLYC es una compañía de consultoría de comunicación que desarrolla su actividad en el campo de la comunicación corporativa, el marketing digital y los asuntos públicos, combinando los servicios tradicionales de comunicación corporativa con capacidades de creatividad y tecnología. Con una posición de liderazgo tanto en España y Portugal (53% s/Ingresos 2022)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	125,7	134,7
EV (Mn EUR y USD)	121,7	130,3
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	11,80 / 10,49 / 9,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	1,7	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

LLYC Partners	54,3
Jose Antonio Llorente	15,6
Otros socios LLYC	9,0
Indumenta Pueri	7,5
Free Float	10,7

Datos Financieros
Básicos (EUR Mn)

	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,6	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	89,5	104,4	115,9	126,2
EBITDA Rec.	15,2	19,1	21,5	23,7
% Var.	19,6	26,0	12,6	10,0
% EBITDA Rec./Ing.	17,0	18,3	18,6	18,8
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	13,9	6,6	8,1	6,8
Beneficio neto	7,0	9,7	10,9	12,3
BPA (EUR)	0,60	0,83	0,93	1,05
% Var.	18,6	39,5	12,0	12,8
BPA ord. (EUR)	0,65	0,83	0,93	1,05
% Var.	6,4	29,2	12,0	12,8
Free Cash Flow Rec.	4,6	6,3	8,8	9,7
Pay-out (%)	23,0	23,0	23,0	23,0
DPA (EUR)	0,14	0,19	0,21	0,24
Deuda financiera neta	-1,5	4,0	-2,3	-9,1
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,1	0,2	-0,1	-0,4
ROE (%)	22,3	25,6	23,7	22,4
ROCE (%)	27,0	27,4	25,5	26,7

Ratios y Múltiplos (x)

	2022	2023e	2024e	2025e
PER	18,1	13,0	11,6	10,3
PER Ordinario	16,7	13,0	11,6	10,3
P/BV	3,7	3,0	2,5	2,1
Dividend Yield (%)	1,3	1,8	2,0	2,2
EV/Ventas	1,36	1,17	1,05	0,96
EV/EBITDA Rec.	8,0	6,4	5,7	5,1
EV/EBIT	10,4	7,6	6,8	6,1
FCF Yield (%)	3,7	5,0	7,0	7,7

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-3,6	-3,1	-5,7	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Media.

(3) Otros: Autocartera 2,9%, Alejandro Romero 5,2%, Luisa García 2,1%, Adolfo Corujá 1,8%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Los resultados 2022 de LLYC confirman su capacidad de crecer. La integración total del M&A de 2021 y el buen comportamiento de sus principales geografías (Europa y Latam) permitieron a LLYC cerrar 2022 con unos ingresos de EUR 89,5Mn (+39,1% vs 2021) y un EBITDA rec. de EUR 15,2Mn (+17% vs 2021) en línea con nuestras estimaciones. El contexto inflacionario hizo que los márgenes se resintieran en 2022 (Mg. EBITDA 2022 -1,2p.p. vs 2021).

La adquisición de BAM acelera su expansión internacional en USA. Estimamos que aporte (en términos proforma) unos ingresos de EUR 8,5Mn y EBITDA de EUR 2Mn en 2023e (c. 10% y 14% s/Vtas y EBITDA 2022). La estructura de balance saneada de LLYC (DN/EBITDA 23e < 0,5x) y su elevada capacidad de generación de FCF (FCF rec. 23e: EUR 6,3Mn) le permitirán mantener su estrategia de crecimiento vía M&A.

Esperamos un crecimiento a doble dígito en Ingresos y EBITDA en 2023e. La combinación de crecimiento inorgánico (la consolidación parcial de BAM explica c.40% del crecimiento de 2023e) y el orgánico (en geografías como USA y el foco en servicios digitales como Deep Digital) nos llevan a estimar un 2023e con ingresos de c. EUR 104Mn (+16,7% vs 2022) y EBITDA de c. EUR 19Mn (+26% vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Modelo de negocio defensivo (acíclico). Por 4 razones: i) buena posición competitiva (líderes en España), ii) amplia cartera de servicios que permite la venta cruzada (entre geografías y líneas de negocio), iii) foco en el negocio digital (principal catalizador de crecimiento del sector), y iv) recurrencia en ingresos (c. 50% en 2022).

Alta capacidad de conversión de EBITDA en caja (FCF yield 2025e c. 8%; FCF c. 40% del EBITDA 2025e). Modelo de negocio poco intensivo en capital circulante y ligero en activos (CAPEX/Vtas < 4%). Lo que explica (junto al precio de la acción) el alto nivel de FCF yield (2023e c. 5%).

Expansión internacional. El foco de LLYC está en reforzar su presencia en mercados más estables (y por tanto de menor riesgo), como USA (principal mercado de consultoría de comunicación) y Europa. El buen track record en operaciones corporativas es una de las claves de su expansión internacional.

2022-2025e: Capacidad de crecimiento rentable con bajo riesgo de revisión de estimaciones. LLYC ofrece una oportunidad singular de crecimiento y defensividad.

Lo que nos lleva a mantener una expectativa de crecimiento a doble dígito hasta 2025e en ingresos (+12% TACC 2022- 2025e) y con capacidad de seguir mejorando su rentabilidad hasta niveles de Mg. EBITDA 25e del 19% (+1,8p.p. vs 2021). Es decir, capacidad de crecer (casi) "independientemente de la macro".

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

M&A. Históricamente, el crecimiento inorgánico de LLYC ha sido uno de los motores de su modelo de negocio (las adquisiciones realizadas -5y han aportado un total de EUR 26Mn; 29% s/Ingresos 22) y continuará siendo uno de sus drivers de crecimiento con riesgo tanto en el precio de adquisición como en la integración operativa.

Exposición a Latam. La presencia de LLYC en Latam (43% s/ingresos en 2022) supone en sí mismo un riesgo, por sobreexposición a un mercado emergente. Aunque esta exposición se ha reducido significativamente desde c. 60% en 2016.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Capacidad de creación de valor probada (y creciente). La relación ROCE-WACC 2023e (27,4% vs 9,4%) muestra un negocio en el que la creación de valor es clara. Cotizando a un EV/EBITDA 2023e 6,4x. LLYC mantiene un fuerte descuento vs EV/EBITDA del sector (-20%), con un diferencial medio de crecimiento en EBITDA de +4p.p./año hasta 2025e.



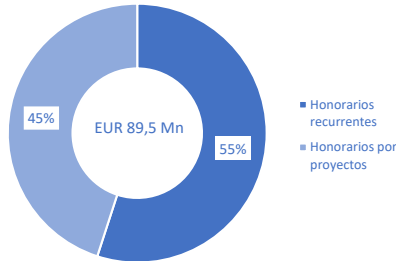
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,8	10,5	10,2	12,7	13,1	14,0	15,0	16,0		
Inmovilizado material	3,3	1,4	2,4	2,3	2,2	12,8	13,6	14,2		
Otros activos no corrientes	1,8	2,0	2,0	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5		
Inmovilizado financiero	-	-	-	-	-	-	-	-		
Fondo de comercio y otros intangibles	3,3	2,9	3,4	15,3	18,1	18,1	18,1	18,1		
Activo circulante	14,4	16,4	13,3	22,1	22,9	25,9	28,3	29,1		
Total activo	24,6	33,2	31,2	55,1	58,9	73,4	77,5	80,0		
Patrimonio neto	16,8	22,0	20,9	28,2	34,2	41,7	50,0	59,5		
Minoritarios	3,7	3,5	3,4	1,2	1,1	2,0	2,9	3,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	5,3	6,2	8,1	7,4	7,4	7,4	7,4		
Deuda financiera neta	(4,6)	(7,3)	(8,1)	(1,1)	(1,5)	4,0	(2,3)	(9,1)		
Pasivo circulante	8,1	9,6	8,7	18,8	17,7	18,4	19,4	18,3		
Total pasivo	24,6	33,2	31,2	55,1	58,9	73,4	77,5	80,0		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	41,5	48,2	44,7	64,1	89,5	104,4	115,9	126,2	21,2%	12,1%
Cto.Total Ingresos	7,2%	16,0%	-7,2%	43,5%	39,5%	16,7%	11,0%	8,9%		
Coste de ventas	(5,1)	(7,2)	(6,6)	(10,9)	(16,8)	(18,5)	(20,0)	(21,8)		
Margen Bruto	36,5	40,9	38,1	53,3	72,7	85,9	95,8	104,4	18,8%	12,8%
Margen Bruto / Ingresos	87,8%	85,0%	85,3%	83,1%	81,3%	82,3%	82,7%	82,7%		
Gastos de personal	(22,2)	(24,6)	(24,3)	(31,6)	(45,9)	(53,7)	(60,2)	(65,7)		
Otros costes de explotación	(6,0)	(6,2)	(5,4)	(9,0)	(11,7)	(13,0)	(14,1)	(15,0)		
EBITDA recurrente	8,2	10,1	8,4	12,7	15,2	19,1	21,5	23,7	16,5%	16,0%
Cto.EBITDA recurrente	0,9%	22,6%	-16,4%	50,2%	19,6%	26,0%	12,6%	10,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	19,9%	21,0%	18,9%	19,8%	17,0%	18,3%	18,6%	18,8%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,8)	-	-	-		
EBITDA	7,8	10,1	8,1	11,2	14,4	19,1	21,5	23,7	16,7%	18,0%
Depreciación y provisiones	(1,7)	(0,8)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,9)	(2,5)	(2,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,8	0,9	1,0	1,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
EBIT	4,7	7,8	5,8	8,5	11,7	16,0	17,9	20,0	25,7%	19,6%
Cto.EBIT	-9,2%	66,5%	-25,3%	45,9%	37,6%	36,7%	12,1%	11,7%		
EBIT / Ingresos	11,3%	16,2%	13,0%	13,2%	13,0%	15,3%	15,4%	15,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,4)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	4,2	7,3	5,1	7,9	10,3	15,1	16,9	19,0	25,0%	22,7%
Cto.Beneficio ordinario	-3,7%	73,1%	-29,6%	54,4%	29,9%	46,1%	12,0%	12,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	4,2	7,3	5,1	7,9	10,3	15,1	16,9	19,0	25,0%	22,7%
Impuestos	(1,6)	(2,2)	(2,2)	(2,4)	(2,9)	(4,5)	(5,1)	(5,7)		
Tasa fiscal efectiva	37,3%	29,9%	42,5%	30,4%	28,3%	30,0%	30,0%	30,0%		
Minoritarios	(0,9)	(0,9)	(0,7)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(0,9)	(1,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,8	4,3	2,3	5,3	7,0	9,7	10,9	12,3	40,6%	20,8%
Cto.Beneficio neto	20,0%	138,7%	-46,6%	134,6%	30,6%	39,5%	12,0%	12,8%		
Beneficio ordinario neto	2,4	4,3	3,1	6,4	7,5	9,7	10,9	12,3	32,7%	17,7%
Cto. Beneficio ordinario neto	-9,1%	76,8%	-26,9%	105,1%	17,1%	29,2%	12,0%	12,8%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						19,1	21,5	23,7	16,5%	16,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,1)	(2,1)	(2,1)		
Var.capital circulante						(2,4)	(1,3)	(2,0)		
Cash Flow operativo recurrente						14,6	18,1	19,5	30,2%	20,5%
CAPEX						(2,9)	(3,2)	(3,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,9)	(1,0)	(1,0)		
Impuestos						(4,5)	(5,1)	(5,7)		
Free Cash Flow Recurrente						6,3	8,8	9,7	77,6%	28,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(9,6)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(3,3)	8,8	9,7	75,4%	36,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,2)	(2,5)	(2,8)		
Variación de Deuda financiera neta						5,6	(6,3)	(6,9)		

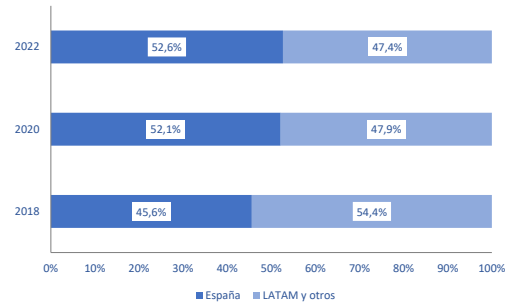


La compañía en 8 gráficos

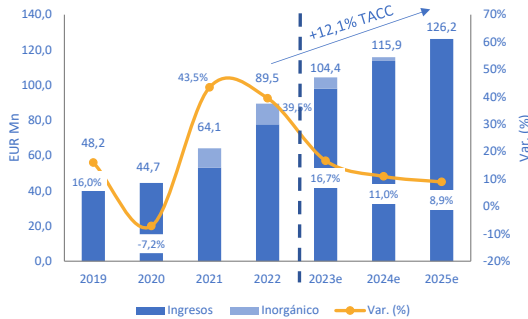
El negocio de LLYC posee una (amplia) base de ingresos recurrente (c.55% s/Ingresos 2022)



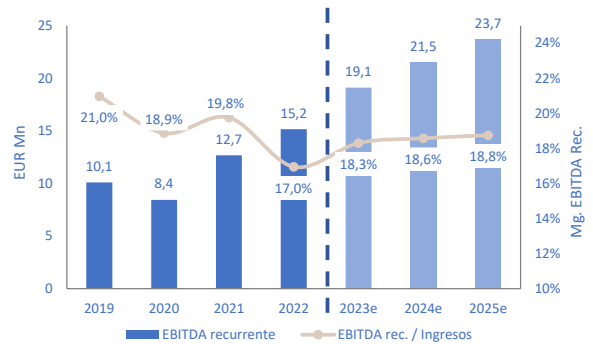
... Y presencia global (con alta exposición a emergentes)



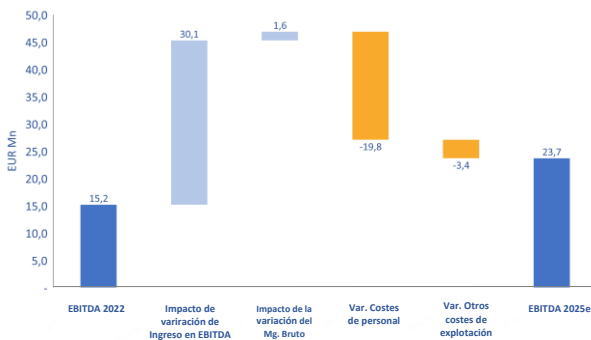
Una oferta de servicios diversificada y recurrente que le permitirán seguir creciendo (Ingresos 22-25e: 12,1% TACC)



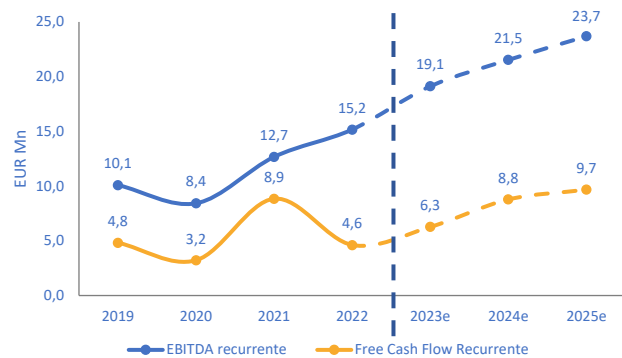
Sin perder de vista el "foco" en la rentabilidad (Mg. EBITDA 18%)



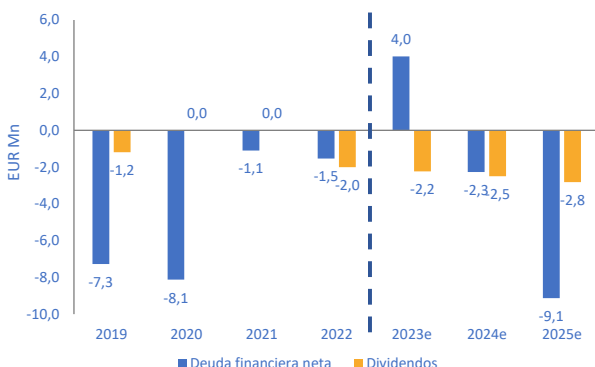
Y permitiendo traspasar la mejora de Ingresos al EBITDA (TACC 2022-2025e 18%)



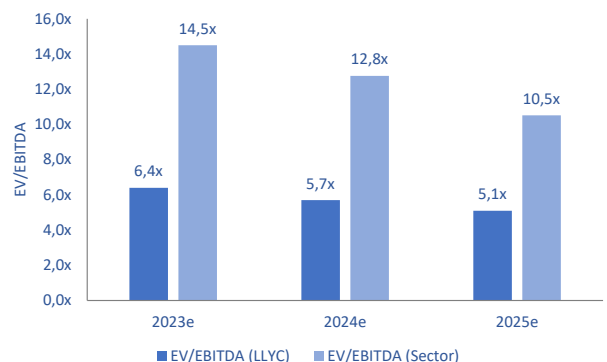
Alta capacidad de generación de caja (FCF yield 2023e: c. 7%)



La holgada posición de balance (Caja Neta) podría facilitar la búsqueda de crecimiento inorgánico



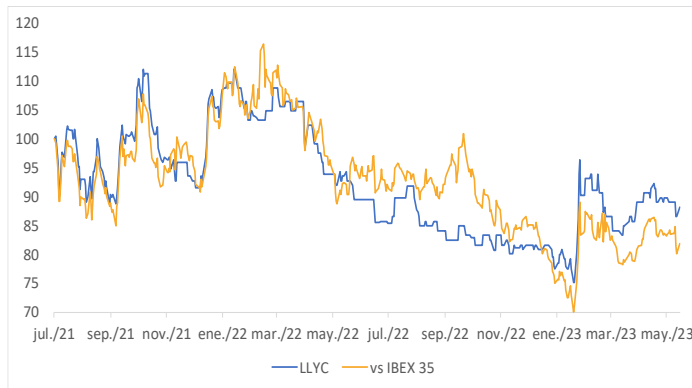
Con bajos múltiplos al alcance de la mano (EV/EBITDA 2023e 6,4 vs 14,5x de su sector)



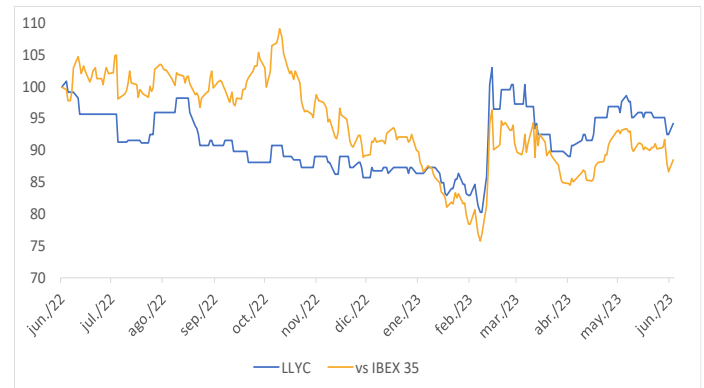


Evolución de la cotización

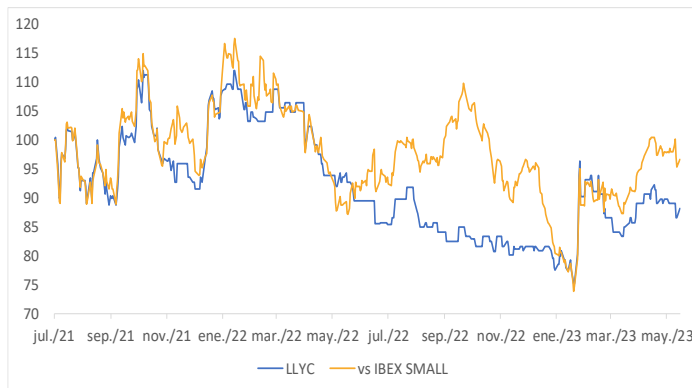
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



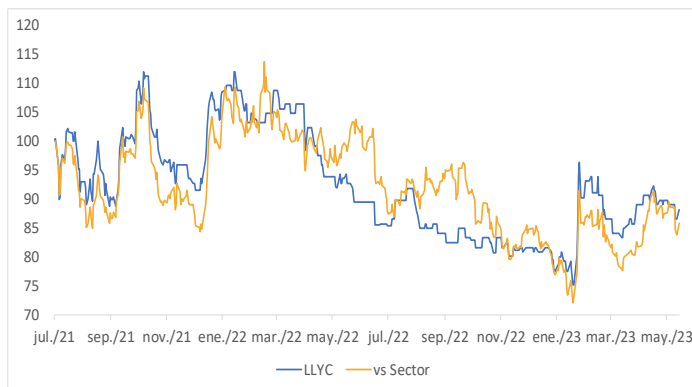
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



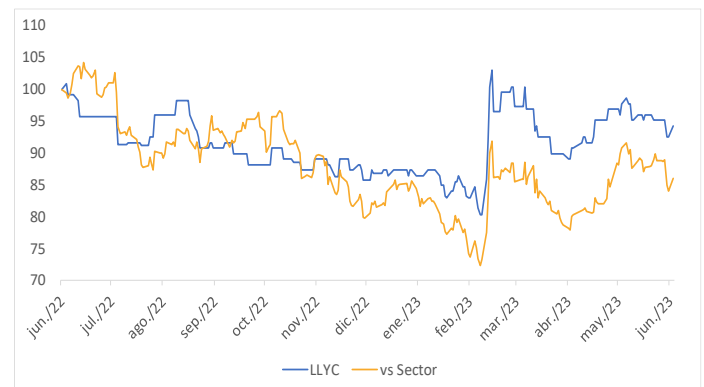
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Media

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,6	-3,1	-5,7	8,0	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,0	-1,3	-11,4	-4,3	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-2,5	-3,1	-16,9	-4,6	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-3,8	8,2	8,7	0,6	n.a.	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-3,7	-0,2	2,7	-0,9	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,0	2,8	7,8	8,8	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	-5,1	0,5	-13,9	0,5	n.a.	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



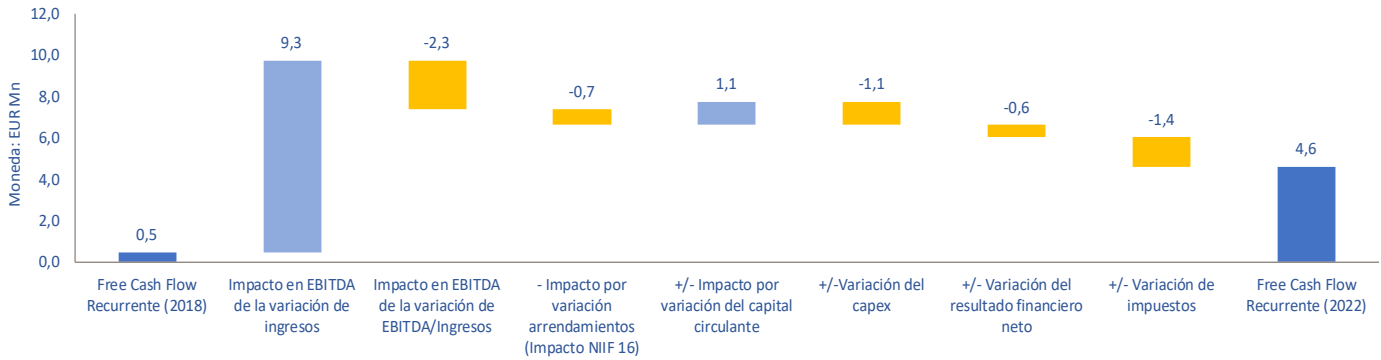
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	10,1	8,4	12,7	15,2	19,1	21,5	23,7	14,5%	16,0%
Cto. EBITDA recurrente	22,6%	-16,4%	50,2%	19,6%	26,0%	12,6%	10,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	21,0%	18,9%	19,8%	17,0%	18,3%	18,6%	18,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	2,2	1,3	(1,9)	(2,4)	(1,3)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	8,0	9,3	12,4	11,2	14,6	18,1	19,5	11,7%	20,5%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	106,6%	15,7%	34,1%	-10,2%	30,9%	23,9%	7,9%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	16,6%	20,8%	19,4%	12,5%	14,0%	15,6%	15,5%		
- CAPEX	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(2,9)	(3,2)	(3,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos	(2,2)	(2,2)	(1,6)	(3,0)	(4,5)	(5,1)	(5,7)		
= Free Cash Flow recurrente	4,8	3,2	8,9	4,6	6,3	8,8	9,7	-1,5%	28,0%
Cto. Free Cash Flow recurrente	938,8%	-33,2%	174,4%	-47,8%	35,9%	39,9%	10,2%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	10,0%	7,2%	13,8%	5,2%	6,0%	7,6%	7,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,8)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(2,2)	(16,4)	-	(9,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	4,8	0,7	(9,0)	3,9	(3,3)	8,8	9,7	-7,0%	36,0%
Cto. Free Cash Flow	n.a.	-84,5%	n.a.	142,7%	-186,2%	364,6%	10,2%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	3,8%	2,6%	7,0%	3,7%	5,0%	7,0%	7,7%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	3,8%	0,6%	n.a.	3,1%	n.a.	7,0%	7,7%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,5	4,8	3,2	8,9	4,6	6,3	8,8		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,3	(0,7)	3,7	5,0	2,5	2,1	1,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,5	(0,9)	0,6	(2,5)	1,4	0,3	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	1,9	(1,7)	4,2	2,5	3,9	2,4	2,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	0,2	(0,2)	(0,6)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,4	2,7	(0,9)	(3,2)	(0,5)	1,1	(0,7)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,1	1,3	3,2	(1,3)	3,5	3,5	1,4		
+/- Variación del CAPEX	0,9	(2,7)	1,7	(1,0)	(0,4)	(0,3)	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,2)	0,1	(0,5)	0,1	(0,1)	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,6)	(0,0)	0,6	(1,5)	(1,5)	(0,5)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,4	(1,6)	5,6	(4,2)	1,7	2,5	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	4,8	3,2	8,9	4,6	6,3	8,8	9,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	7,8	5,8	8,5	11,7	16,0	17,9	20,0	14,5%	19,6%
* Tasa fiscal teórica	29,9%	30,0%	30,0%	28,3%	30,0%	30,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,3)	(1,7)	(2,5)	(3,3)	(4,8)	(5,4)	(6,0)		
EBITDA recurrente	10,1	8,4	12,7	15,2	19,1	21,5	23,7	14,5%	16,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	2,2	1,3	(1,9)	(2,4)	(1,3)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	8,0	9,3	12,4	11,2	14,6	18,1	19,5	11,7%	20,5%
- CAPEX	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(2,9)	(3,2)	(3,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,3)	(1,7)	(2,5)	(3,3)	(4,8)	(5,4)	(6,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,2	4,3	8,4	5,4	6,9	9,5	10,4	1,2%	24,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	372,3%	-15,9%	93,7%	-36,4%	29,1%	37,5%	9,0%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	10,7%	9,7%	13,1%	6,0%	6,6%	8,2%	8,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(2,2)	(16,4)	-	(9,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	5,2	2,2	(8,0)	5,4	(2,7)	9,5	10,4	1,2%	24,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	243,2%	-58,1%	-467,7%	167,3%	-150,2%	453,4%	9,0%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	4,2%	3,6%	6,9%	4,4%	5,7%	7,8%	8,5%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	4,2%	1,8%	n.a.	4,4%	n.a.	7,8%	8,5%		

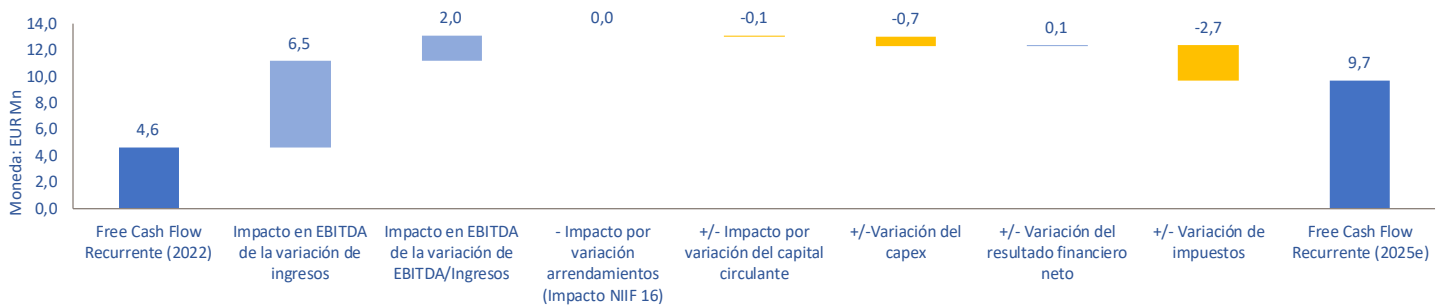


Analítica del Free Cash Flow (II)

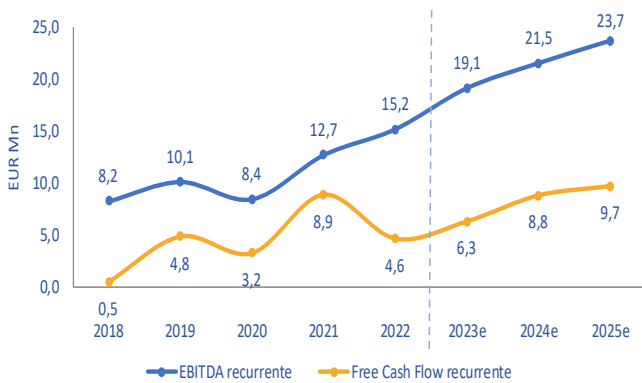
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



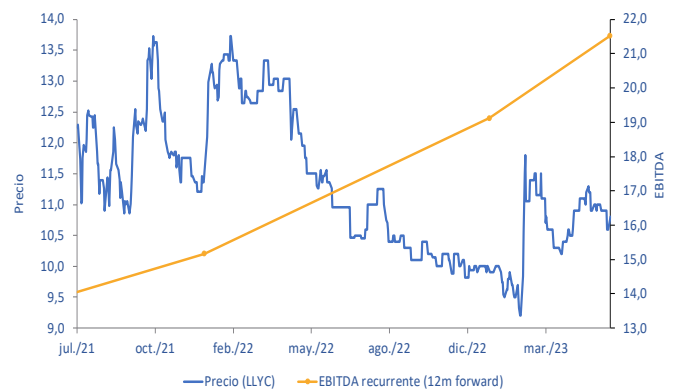
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Principales comparables 2023e

		Media				Agencia de Comunicación					
EUR Mn		WPP-GB	Publicis	Omnicom	Interpublic	Average	FTI Consulting	Next Fifteen	Hopscotch Group	Average	LLYC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	WPP-GB	PUB-FR	OMC-US	IPG-US		FCN-US	NFC-GB	ALHOP-FR		LLYC-ES
	País	UK	France	USA	USA		USA	UK	France		Spain
	Market cap	10.871,1	17.781,5	16.959,2	13.680,4		5.929,0	901,3	50,5		125,7
	Enterprise value (EV)	16.847,8	19.141,3	20.736,4	16.385,3		6.284,4	920,0	49,4		121,7
Información financiera básica	Total Ingresos	14.220,9	13.016,7	13.772,6	9.113,8		3.136,7	726,8	261,3		104,4
	Cto.Total Ingresos	-14,9%	-8,3%	3,2%	-10,7%	-7,7%	10,9%	-12,9%	5,9%	1,3%	16,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,3%	3,4%	3,5%	6,0%	4,0%	6,2%	6,2%	3,0%	5,1%	9,9%
	EBITDA	2.556,4	2.876,9	2.285,8	1.698,4		373,0	166,1	14,9		19,1
	Cto. EBITDA	1,4%	-0,2%	1,3%	3,5%	1,5%	11,7%	6,7%	11,1%	9,8%	32,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	4,3%	3,5%	4,7%	4,7%	4,3%	n.a.	7,7%	6,5%	7,1%	11,3%
	EBITDA/Ingresos	18,0%	22,1%	16,6%	18,6%	18,8%	11,9%	22,9%	5,7%	13,5%	18,3%
	EBIT	2.145,5	2.213,6	2.099,3	1.445,6		323,8	149,4	9,9		16,0
	Cto. EBIT	9,9%	7,4%	2,4%	4,4%	6,0%	11,1%	32,7%	4,3%	16,0%	36,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,4%	4,9%	4,8%	4,9%	5,0%	13,2%	7,6%	9,2%	10,0%	11,9%
	EBIT/Ingresos	15,1%	17,0%	15,2%	15,9%	15,8%	10,3%	20,6%	3,8%	11,6%	15,3%
	Beneficio Neto	1.295,2	1.467,7	1.398,3	1.035,9		235,0	62,8	5,5		9,7
	Cto. Beneficio Neto	63,8%	20,1%	13,8%	18,3%	29,0%	6,9%	n.a.	0,2%	3,5%	39,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,7%	5,4%	4,8%	4,7%	5,4%	13,6%	13,2%	10,4%	12,4%	12,4%
	CAPEX/Ventas	2,5%	1,9%	0,7%	2,0%	1,8%	n.a.	1,2%	0,3%	0,7%	2,8%
Free Cash Flow	1.106,5	1.753,8	1.633,8	1.131,7		n.a.	107,7	11,6		(3,3)	
Deuda financiera Neta	3.586,5	(503,2)	757,1	0,6		n.a.	48,1	(18,5)		4,0	
DN/EBITDA (x)	1,4	n.a.	0,3	0,0	0,6	n.a.	0,3	n.a.	0,3	0,2	
Pay-out	39,9%	52,5%	41,0%	43,8%	44,3%	n.a.	29,9%	23,9%	26,9%	23,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,6	11,0	12,5	13,1	11,3	26,0	8,9	8,9	14,6	13,0
	P/BV (x)	2,2	1,8	5,1	3,7	3,2	n.a.	n.a.	2,1	2,1	3,0
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,5	1,5	1,8	1,5	2,0	1,3	0,2	1,2	1,2
	EV/EBITDA (x)	6,6	6,7	9,1	9,6	8,0	16,8	5,5	3,3	8,6	6,4
	EV/EBIT (x)	7,9	8,6	9,9	11,3	9,4	19,4	6,2	5,0	10,2	7,6
	ROE	25,4	15,9	41,0	28,6	27,7	n.a.	17.826,0	23,2	8.924,6	25,6
	FCF Yield (%)	10,2	9,9	9,6	8,3	9,5	n.a.	12,0	23,0	17,5	5,0
	DPA	0,47	3,07	2,79	1,16	1,87	n.a.	0,19	0,50	0,35	0,19
	Dvd Yield	4,7%	4,4%	3,3%	3,3%	3,9%	n.a.	2,1%	2,7%	2,4%	1,8%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Mondo TV Studios (MONI), es una compañía española con sede en Tenerife (Islas Canarias, España) centrada en la prestación de servicios de animación, coproducción y distribución de contenidos (TV y plataformas OTT a través de internet) con foco en audiencias infantiles y juveniles y actividad en España, Portugal, Latam y en zonas de EEUU de habla hispana. MONI forma parte del Grupo Mondo TV (quien controla c. 75% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	6,0	6,4
EV (Mn EUR y USD)	9,2	9,8
Número de Acciones (Mn)	20,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,41 / 0,30 / 0,21	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	15,2	
Factset / Bloomberg	MONI-ES / MONI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Mondo TV S.p.A	74,2
Familia Corradi	9,4
Free Float	16,4

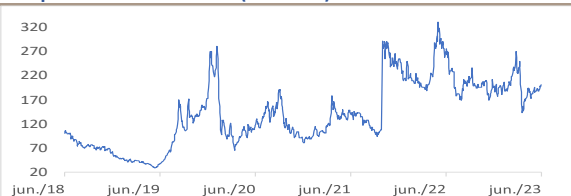
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	20,0	20,0	20,0	20,0
Total Ingresos	4,9	5,2	6,3	6,9
EBITDA Rec.	-0,3	-0,2	0,2	0,3
% Var.	-216,8	23,3	174,5	58,3
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	2,9	4,1
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	13,9	6,6	8,1	6,8
Beneficio neto	-0,1	0,3	0,8	1,0
BPA (EUR)	0,00	0,01	0,04	0,05
% Var.	-258,0	477,7	202,2	25,7
BPA ord. (EUR)	0,01	0,01	0,04	0,05
% Var.	-7,8	128,9	202,2	25,7
Free Cash Flow Rec.	-1,0	-0,3	0,2	0,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,2	5,4	5,2	4,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	29,0	17,0
ROE (%)	n.a.	23,9	48,8	39,5
ROCE (%)	2,9	8,0	15,6	17,1

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	23,4	7,7	6,2
PER Ordinario	53,5	23,4	7,7	6,2
P/BV	6,3	5,0	3,0	2,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,88	1,77	1,46	1,32
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	32,1
EV/EBIT	45,9	20,1	9,4	7,9
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	3,3	6,4

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	7,2	-15,8	-25,5	100,8

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Media.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

2023e: un año de transición, en el que el negocio de distribución de contenidos mantendrá un peso elevado en el mix (54% s/Ingresos; similar al visto en 2022), a la espera del crecimiento de los servicios de animación 3D (principal palanca de crecimiento del negocio; pero visible a partir de 2024e). En 2023e, estimamos un crecimiento de un dígito en ingresos hasta alcanzar EUR 5,2Mn (+6% vs 2022).

El EBITDA Rec. continuará en breakeven. Mg. bruto en línea 2022 (EUR 3Mn; 58% s/Ingresos) que permite cubrir la estructura de costes fijos (también EUR 3Mn; c. 75% correspondientes a gastos de personal) y situar el EBITDA Rec. en breakeven (en línea con 2022). Los ingresos por incentivos fiscales permitirán compensar los gastos financieros y mantener en 2023e el Beneficio Neto en breakeven (EUR 0,3Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Incentivos fiscales, imprescindibles desde un punto de vista de generación de caja. Como productora con domicilio fiscal en Canarias, MONI se acoge a un excelente marco de incentivos fiscales, destacando: i) Zona ZEC, con un tipo impositivo reducido (4% frente al tipo general del 25% en el resto España) y ii) tax rebate para servicios de animación (deducción del 45-50% de los gastos elegibles incurridos en Canarias). En 2021 y 2022 el tax rebate generado por MONI ascendió a EUR 0,8Mn y empezará a ser monetizado ya en 2023e (con impacto en cash flow).

El verdadero equity story de MONI está en su capacidad de crecer más allá de los ingresos aportados por su matriz (Mondo TV Spa). Un crecimiento que debería sustentarse esencialmente en el crecimiento de servicios de animación, con el empuje de la ampliación de capacidad ejecutada en 2021 (incluyendo servicios de animación 3D) y la continuidad de un negocio de distribución de contenidos recurrente con capacidad de generar, al menos, EUR 2,5Mn/año.

La superación de breakeven en EBITDA Recurrente no parece posible hasta 2025e. Aunque la visibilidad es reducida, en 2024e y 2025e estimamos una aceleración del crecimiento (por la mayor prestación de servicios de animación 3D) hasta alcanzar ingresos de EUR 6,9Mn en 2025e (+12,4% TACC 2022-2025e). Un nivel de ingresos que debería permitir la superación de breakeven en EBITDA Recurrente (EUR 0,5Mn).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Transacciones con partes vinculadas. Hasta la fecha, MONI genera un volumen significativo de sus ingresos con empresas del Grupo Mondo TV (c. 30% s/Ingresos 2022 y c. 70% en 2021). Lo que implica que, como en el caso de cualquier compañía con un elevado volumen de transacciones con partes vinculadas, la evolución de MONI es hiperdependiente de su matriz.

Nivel de endeudamiento. Los bajos márgenes operativos del negocio de MONI han impedido la generación de cash flow positivo durante los últimos años. Lo que ha incrementado la Deuda Neta de la compañía hasta EUR 5,2Mn a cierre 2022. El 35% de la deuda bruta a cierre 2022 correspondía a deudas con el Grupo Mondo TV Spa.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

OPA de Squirrel Media (SQRL), compañía cotizada en el mercado continuo español, ha expresado su intención de adquirir hasta el 100% de MONI a EUR 0,31/acc a ejecutar por medio de i) canje de acciones (que valora las acciones de SQRL en EUR 3,2/acción; +40% vs precio de mercado) o ii) el pago de EUR 0,31/acc en efectivo para los accionistas que no quieran participar en el canje. El precio ofrecido implica valorar a MONI en EUR 6,2Mn (c. 2x EV/Vtas 2023e). La oferta de SQRL está condicionada a la exclusión de MONI de BME Growth. La junta de MONI ya ha acordado su exclusión de BME Growth (el período de aceptación finaliza el 23 de junio de 2023 a las 23.59h). Los accionistas de control ya han manifestado su aceptación de la oferta (pago en acciones). El free float de MONI es de c. 15%.



Proyecciones financieras

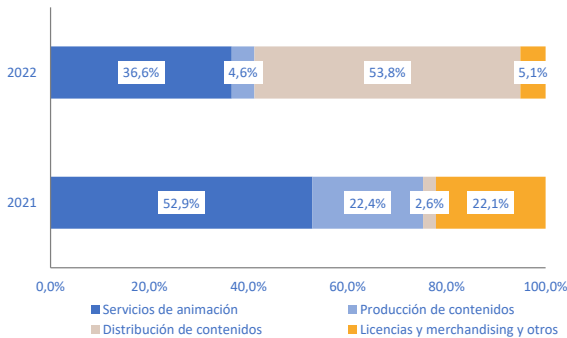
Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	3,0	2,1	2,0	1,3	1,4	1,5	1,7	1,9		
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,8	1,6	2,0	2,3	2,4	2,6		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	1,6	2,2	2,8	2,0	3,7	3,9	4,6	5,0		
Total activo	4,8	4,4	5,9	6,3	8,1	8,7	9,7	10,6		
Patrimonio neto	(3,9)	1,1	1,0	1,1	0,9	1,2	2,0	2,9		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	0,5	1,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	7,1	2,1	2,9	4,2	5,2	5,4	5,2	4,9		
Pasivo circulante	0,6	0,7	1,0	0,9	1,9	2,0	2,4	2,7		
Total pasivo	4,8	4,4	5,9	6,3	8,1	8,7	9,7	10,6		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	1,4	2,5	2,6	3,8	4,9	5,2	6,3	6,9	36,5%	12,4%
Cto.Total Ingresos	-61,6%	77,7%	5,4%	45,9%	27,0%	5,9%	21,2%	10,7%		
Coste de ventas	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(2,1)	(2,2)	(2,4)	(2,6)		
Margen Bruto	1,4	2,5	2,5	3,5	2,8	3,0	3,8	4,3	19,8%	15,7%
Margen Bruto / Ingresos	96,6%	99,4%	96,5%	91,3%	57,3%	58,1%	61,0%	62,4%		
Gastos de personal	(1,0)	(0,9)	(1,6)	(2,4)	(2,0)	(2,0)	(2,3)	(2,6)		
Otros costes de explotación	(0,7)	(0,9)	(0,6)	(0,8)	(1,2)	(1,2)	(1,4)	(1,5)		
EBITDA recurrente	(0,3)	0,7	0,3	0,3	(0,3)	(0,2)	0,2	0,3	1,3%	42,7%
Cto.EBITDA recurrente	-117,8%	310,2%	-55,9%	-12,5%	-216,8%	23,3%	174,5%	58,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	28,1%	11,7%	7,0%	n.a.	n.a.	2,9%	4,1%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	0,5	0,0	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
EBITDA	(0,4)	1,2	0,3	0,2	(0,4)	(0,2)	0,2	0,3	-0,5%	38,4%
Depreciación y provisiones	(1,3)	(1,1)	(0,8)	(1,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,5)		
Gastos capitalizados	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0		
EBIT	(1,6)	0,2	0,2	0,1	0,2	0,5	1,0	1,2	20,8%	79,8%
Cto.EBIT	-330,5%	113,2%	-15,3%	-24,5%	51,1%	127,9%	113,7%	19,3%		
EBIT / Ingresos	n.a.	8,3%	6,7%	3,4%	4,1%	8,8%	15,5%	16,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,8)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3	0,8	1,0	19,2%	n.a.
Cto.Beneficio ordinario	-441,9%	101,7%	118,8%	-37,9%	-17,6%	637,8%	202,2%	25,7%		
Extraordinarios	(3,8)	0,0	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(5,6)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3	0,8	1,0	19,0%	n.a.
Impuestos	0,0	0,0	(0,0)	0,0	(0,1)	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	25,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(5,5)	0,1	0,1	0,0	(0,1)	0,3	0,8	1,0	66,8%	n.a.
Cto.Beneficio neto	n.a.	101,1%	-17,8%	-16,2%	-260,9%	477,7%	202,2%	25,7%		
Beneficio ordinario neto	(1,7)	(0,5)	0,0	0,1	0,1	0,3	0,8	1,0	19,9%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	-472,3%	72,6%	109,3%	174,0%	-6,1%	128,9%	202,2%	25,7%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(0,2)	0,2	0,3	1,3%	42,7%
Incentivos fiscales ⁽¹⁾						0,5	0,8	0,8		
Var.capital circulante						(0,1)	(0,3)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						0,2	0,7	0,9	-25,0%	55,5%
CAPEX						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(0,3)	0,2	0,4	-2,9%	33,8%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,3)	0,2	0,4	-13,5%	33,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,3	(0,2)	(0,4)		

Nota 1: EBIT ajustado para incluir el impacto de incentivos fiscales (por su naturaleza económico-financiera asimilable, de facto, a una subvención), con impacto en free cash flow.

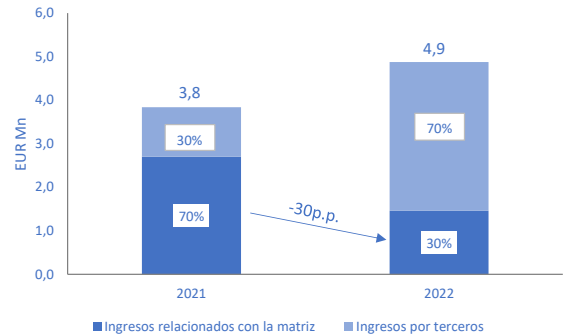


La compañía en 8 gráficos

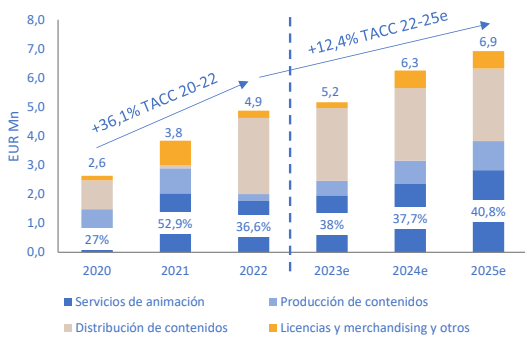
El contrato de distribución firmado con la RAI y ejecutado en 2022 ha modificado el mix de ingresos de MONI...



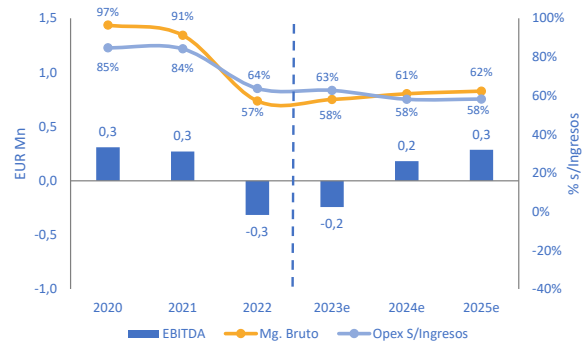
... y reducido los ingresos derivados de su matriz hasta el 30% en 2022 (vs 70% en 2021)



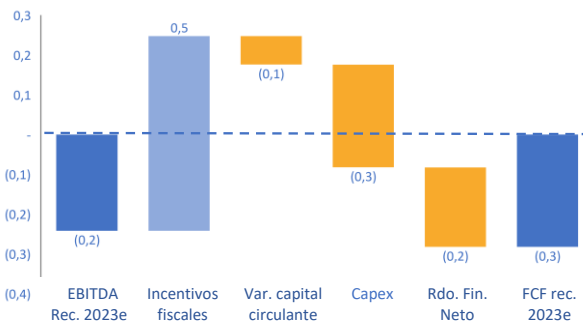
Los servicios de animación y el contrato de distribución serán los catalizadores del crecimiento (Ingresos 2022-2025e: +12,4% TACC)



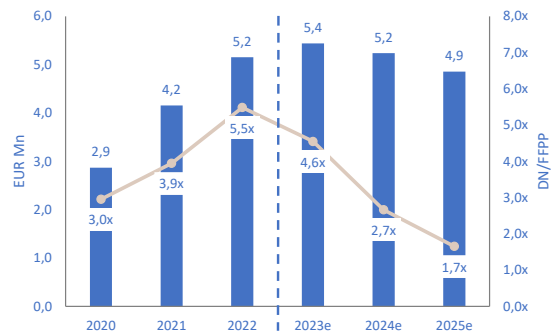
Los márgenes del negocio de distribución son inferiores, por lo que no se superará break-even en EBITDA hasta el 2024e



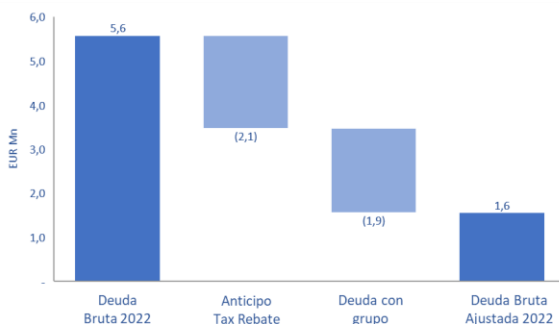
Los incentivos fiscales (del sector audiovisual en las Islas Canarias) son esenciales para entender el negocio y su generación de FCF rec



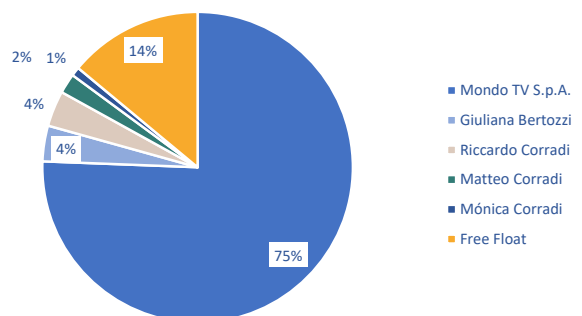
... y harán posible que el nivel de DN (aún elevado) se normalice en torno a c. EUR 5Mn en 2025e (1,7x DN/FFPP 25e)



Riesgo de crédito mitigado por 2 factores: 1) anticipos de Tax Rebate (38% s/DB 22) y 2) Deudas con grupo (34,4% s/DB 22)



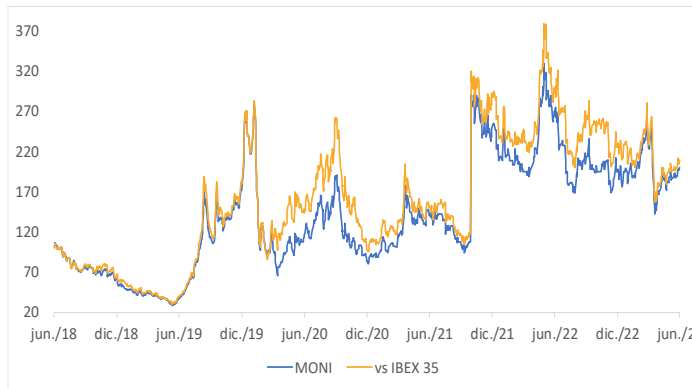
Un accionariado controlado por su matriz (Mondo TV S.p.A), propiedad de la familia Corradi



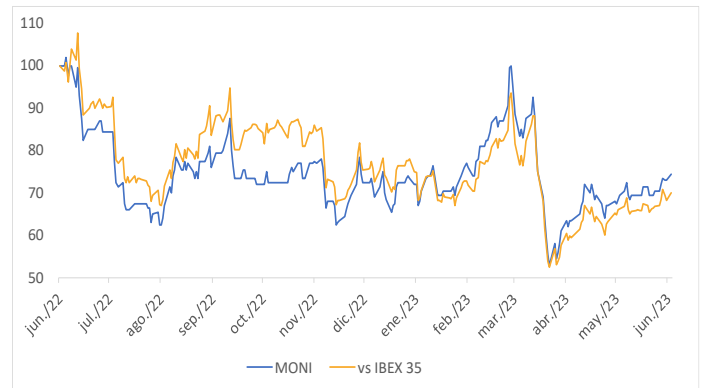


Evolución de la cotización

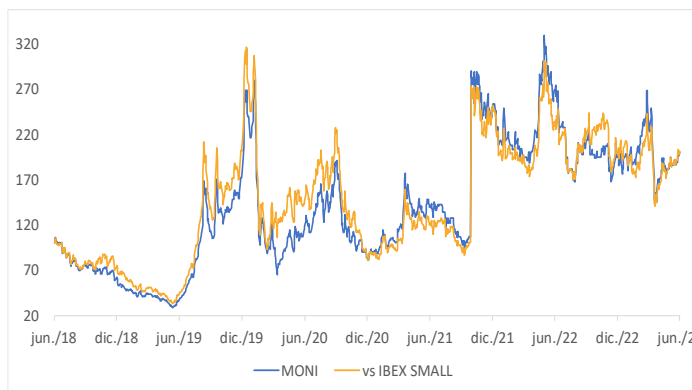
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



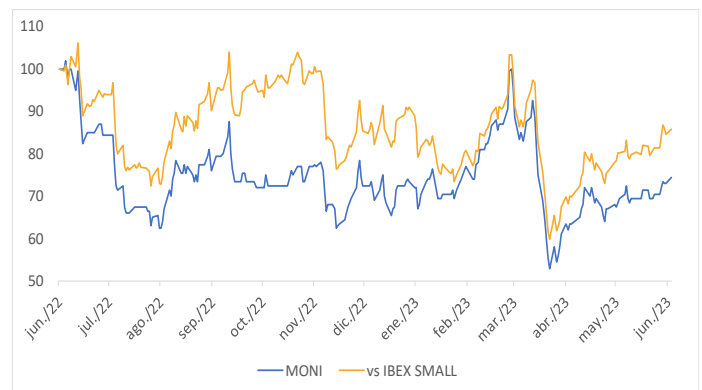
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



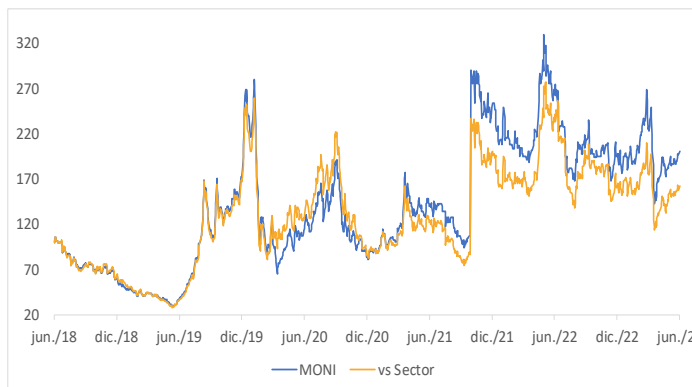
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



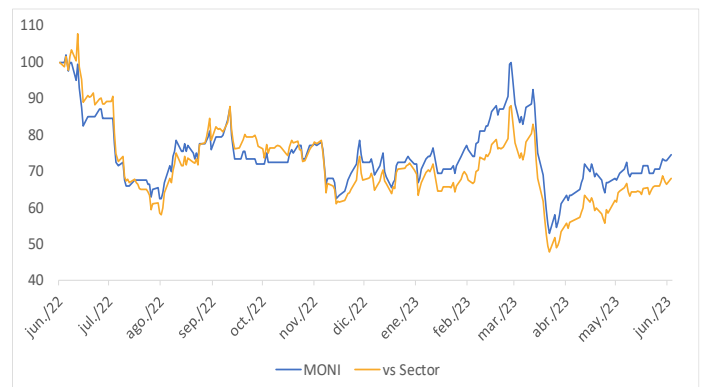
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Media

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	7,2	-15,8	-25,5	1,4	69,3	100,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	5,6	-14,2	-30,0	-10,2	43,5	109,4
vs Euro STOXX 50	8,4	-15,8	-34,3	-10,4	33,5	61,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	7,0	-6,0	-14,1	-5,5	37,5	101,6
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	7,0	-13,2	-18,9	-6,9	19,9	86,8
vs MSCI Europe Micro Cap	8,9	-10,7	-14,8	2,1	43,6	87,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	5,5	-12,7	-32,0	-5,7	23,9	62,2

(1) Detalles constituyentes en Pág. 10



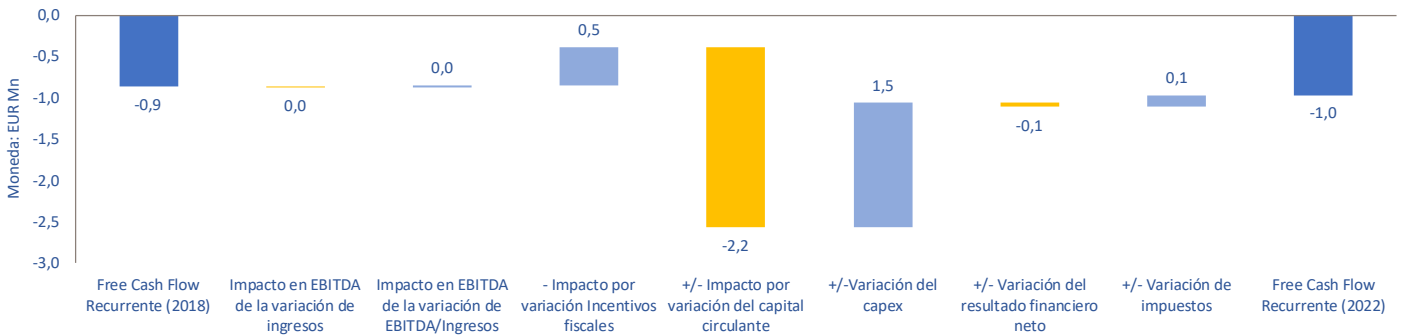
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	0,7	0,3	0,3	(0,3)	(0,2)	0,2	0,3	-34,8%	42,7%
Cto. EBITDA recurrente	310,2%	-55,9%	-12,5%	-216,8%	23,3%	174,5%	58,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	28,1%	11,7%	7,0%	n.a.	n.a.	2,9%	4,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	0,0	0,5	0,5	0,8	0,8		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(0,4)	0,8	(0,7)	(0,1)	(0,3)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,3	(0,1)	1,0	(0,5)	0,2	0,7	0,9	-58,6%	55,5%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-77,7%	-139,3%	n.a.	-151,1%	133,6%	305,9%	29,2%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	10,5%	n.a.	26,7%	n.a.	3,4%	11,4%	13,3%		
- CAPEX	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	-	-	0,0	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	(0,1)	(0,6)	0,6	(1,0)	(0,3)	0,2	0,4	n.a.	33,8%
Cto. Free Cash Flow recurrente	90,4%	-650,4%	203,3%	-250,4%	70,7%	170,0%	93,2%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	16,7%	n.a.	n.a.	3,2%	5,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(0,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	0,1	(1,9)	0,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	0,0	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,4	(0,5)	(1,3)	(1,1)	(0,3)	0,2	0,4	-66,5%	33,0%
Cto. Free Cash Flow	163,5%	-232,8%	-142,0%	18,6%	73,7%	170,0%	93,2%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	10,8%	n.a.	n.a.	3,3%	6,4%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	6,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%	6,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,9)	(0,1)	(0,6)	0,6	(1,0)	(0,3)	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	0,0	0,1	0,1	(0,0)	(0,1)	0,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,3	(0,4)	(0,2)	(0,7)	0,1	0,5	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	1,0	(0,4)	(0,0)	(0,6)	0,1	0,4	0,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	0,0	0,5	0,0	0,3	(0,0)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,0)	0,0	1,2	(1,4)	0,6	(0,2)	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,9)	(0,4)	1,1	(1,5)	0,7	0,5	0,2		
+/- Variación del CAPEX	1,5	(0,3)	0,2	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,2	-	0,0	(0,1)	0,1	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,8	(0,5)	1,3	(1,6)	0,7	0,5	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	(0,1)	(0,6)	0,6	(1,0)	(0,3)	0,2	0,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,2	0,2	0,1	0,2	0,5	1,0	1,2	-1,1%	79,8%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	25,9%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	-	(0,1)	-	-	-		
EBITDA recurrente	0,7	0,3	0,3	(0,3)	(0,2)	0,2	0,3	-34,8%	42,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	0,0	0,5	0,5	0,8	0,8		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(0,4)	0,8	(0,7)	(0,1)	(0,3)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,3	(0,1)	1,0	(0,5)	0,2	0,7	0,9	-58,6%	55,5%
- CAPEX	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	-	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,1	(0,6)	0,7	(0,8)	(0,1)	0,4	0,6	n.a.	40,2%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	121,1%	-677,1%	219,0%	-204,7%	89,1%	582,9%	43,6%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	4,2%	n.a.	18,9%	n.a.	n.a.	6,4%	8,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	0,1	(1,9)	0,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	0,0	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	0,6	(0,5)	(1,2)	(0,7)	(0,1)	0,4	0,6	-48,0%	40,5%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	309,1%	-188,9%	-132,4%	40,0%	88,9%	582,9%	43,6%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	1,2%	n.a.	7,9%	n.a.	n.a.	4,4%	6,3%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	6,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,4%	6,3%		

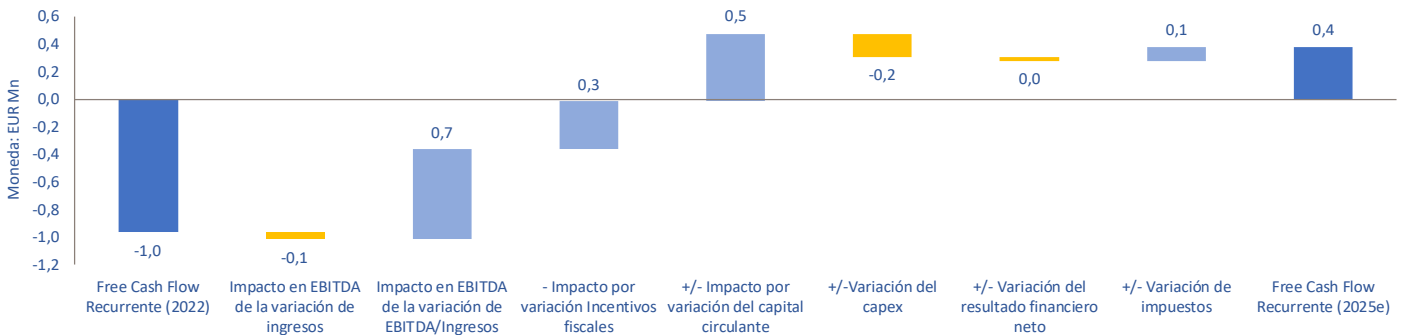


Analítica del Free Cash Flow (II)

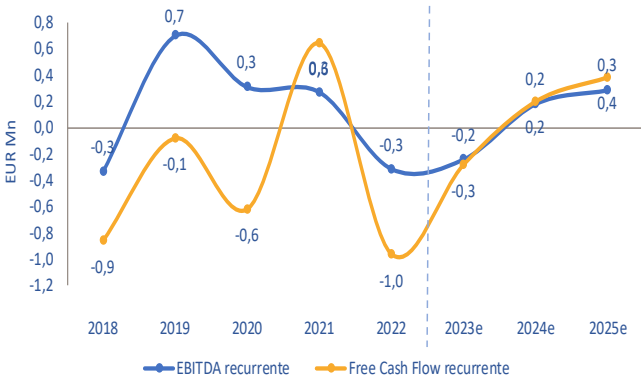
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,1)	0,4	0,6	n.a.			
Market Cap	6,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,2	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,9%	D			=	=	
WACC	8,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	9,2%	
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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	6,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	3,2	Lighthouse 2023
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	9,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	5,3%	3,0%	2,9%	2,9%
		2022	2025e		
ROCE - WACC	-5,4%	8,8%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-1,9%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	3,2%	0,2	46,0x
Central	2,9%	0,2	50,7x
Min	2,6%	0,2	56,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	4,5%	5,0%		5,5%	Max	Central
0,2	0,2	0,2	0,2	Max	4,2%	3,6%	3,1%
0,2	0,2	0,2	0,2	Central	3,8%	3,3%	2,8%
0,2	0,2	0,2	0,1	Min	3,5%	3,0%	2,5%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	40,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	40,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	20,0%	16,6%	16,6%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	40,0%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	37,8%	48,4%	31,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,5%	15,5%	11,0%



Principales comparables 2023e

Producción audiovisual y animación

	EUR Mn	Toei Animation	Lions Gate	Wildbrain	Xilam Animation	Mondo TV S.p.A.	Your Family Entertainment	Average	MONI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	4816-JP	LGF.A-US	WILD-CA	XIL-FR	MTV-IT	RTV-DE		MONI-ES
	País	Japan	USA	Canada	France	Italy	Germany		Spain
	Market cap	3.807,2	2.008,5	208,8	109,5	22,9	43,5		6,0
	Enterprise value (EV)	3.258,7	6.098,3	832,4	136,6	33,4	44,5		9,2
Información financiera básica	Total Ingresos	455,0	4.014,0	352,4	52,8	15,0	5,8		5,2
	Cto. Total Ingresos	-22,2%	11,5%	12,1%	47,8%	-55,3%	15,0%	12,3%	5,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,2%	3,2%	6,0%	12,3%	5,2%	n.a.	7,4%	15,8%
	EBITDA	133,0	401,1	75,6	36,2	7,0	3,8		(0,2)
	Cto. EBITDA	-32,0%	-76,9%	22,9%	49,3%	-70,6%	13,4%	-9,2%	45,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,4%	6,1%	-0,9%	13,6%	16,8%	n.a.	6,0%	78,3%
	EBITDA/Ingresos	29,2%	10,0%	21,5%	68,5%	46,7%	66,1%	32,3%	n.a.
	EBIT	134,6	121,2	51,8	11,1	2,0	1,8		0,5
	Cto. EBIT	-29,8%	625,1%	36,8%	198,5%	102,8%	15,8%	207,7%	127,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,4%	41,1%	24,7%	15,2%	40,5%	n.a.	24,1%	59,7%
	EBIT/Ingresos	29,6%	3,0%	14,7%	21,0%	13,3%	30,6%	17,1%	8,8%
	Beneficio Neto	96,3	(80,3)	3,9	8,3	1,1	1,4		0,3
	Cto. Beneficio Neto	-31,1%	95,7%	179,7%	463,1%	101,5%	18,5%	176,9%	477,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,4%	65,4%	n.a.	15,8%	48,0%	n.a.	32,2%	94,9%
CAPEX/Ventas	0,8%	1,0%	2,1%	47,9%	10,0%	0,0%	13,0%	5,0%	
Free Cash Flow	116,0	56,1	2,7	8,5	(3,4)	1,4		(0,3)	
Deuda financiera Neta	(570,8)	1.981,7	392,6	9,7	12,0	n.a.		5,4	
DN/EBITDA (x)	n.a.	4,9	5,2	0,3	1,7	n.a.	3,5	n.a.	
Pay-out	29,7%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	7,4%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	39,2	28,7	n.a.	13,4	n.a.	31,6	27,1	23,4
	P/BV (x)	4,6	2,8	4,4	1,4	n.a.	1,9	3,3	5,0
	EV/Ingresos (x)	7,2	1,5	2,4	2,6	2,2	7,7	3,4	1,8
	EV/EBITDA (x)	24,5	15,2	11,0	3,8	4,8	11,7	13,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	24,2	n.a.	16,1	12,3	16,7	25,3	17,5	20,1
	ROE	11,8	9,7	7,6	10,8	n.a.	6,0	10,0	23,9
	FCF Yield (%)	3,0	2,8	1,3	7,7	n.a.	3,3	3,7	n.a.
	DPA	0,70	0,00	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,17	0,00
	Dvd Yield	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,2%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 12-22	TACC 22-25e
Total Ingresos						3,7	1,4	2,5	2,6	3,8	4,9	5,2	6,3	6,9	n.a.	12,4%
Cto. Total ingresos						n.a.	-61,6%	77,7%	5,4%	45,9%	27,0%	5,9%	21,2%	10,7%		
EBITDA						1,9	(0,4)	1,2	0,3	0,2	(0,4)	(0,2)	0,2	0,3	n.a.	38,4%
Cto. EBITDA						n.a.	-123,2%	377,0%	-73,4%	-39,1%	-327,4%	45,0%	174,5%	58,3%		
EBITDA/Ingresos						50,8%	n.a.	47,9%	12,1%	5,0%	n.a.	n.a.	2,9%	4,1%		
Beneficio neto						0,4	(5,5)	0,1	0,1	0,0	(0,1)	0,3	0,8	1,0	n.a.	n.a.
Cto. Beneficio neto						n.a.	n.a.	101,1%	-17,8%	-16,2%	-260,9%	477,7%	202,2%	25,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						31,4	33,6	59,4	58,3	19,6	20,0	20,0	20,0	20,0		
BPA (EUR)						0,01	-0,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,04	0,05	n.a.	n.a.
Cto. BPA						n.a.	n.a.	n.a.	-16,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,7%		
BPA ord. (EUR)						0,01	-0,05	-0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04	0,05	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.						n.a.	n.a.	84,5%	n.a.	n.a.	-7,8%	n.a.	n.a.	25,7%		
CAPEX						(4,1)	(1,7)	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
CAPEX/Vtas %						113,0%	119,7%	6,3%	17,5%	7,8%	3,6%	5,0%	5,0%	5,0%		
Free Cash Flow						(4,6)	(0,6)	0,4	(0,5)	(1,3)	(1,1)	(0,3)	0,2	0,4	n.a.	33,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						3,4x	n.a.	1,8x	9,0x	21,5x	n.a.	n.a.	29,0x	17,0x		
PER (x)						15,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23,4x	7,7x	6,2x		
EV/Vtas (x)						3,97x	7,37x	8,68x	4,53x	2,52x	2,06x	1,77x	1,46x	1,32x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						7,8x	n.a.	18,1x	37,5x	50,0x	n.a.	n.a.	n.a.	32,1x		
Comport. Absoluta						-44,4%	-67,2%	347,5%	-58,1%	135,6%	-7,5%	1,4%	1,4%			
Comport. Relativo vs Ibx 35						-48,2%	-61,5%	300,2%	-50,4%	118,3%	-2,1%	-10,2%				

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

Naturhouse Health (NTH) es un Grupo familiar de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado (c. 30 años) en la nutrición y reeducación de los hábitos alimenticios (dietética). Con presencia internacional (c. 80% s/Ingresos; siendo Francia (36%), Italia (29%) y Polonia (11%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (77,8% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	107,1	114,7
EV (Mn EUR y USD)	99,4	106,5
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,06 / 1,70 / 1,51	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	6,3	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

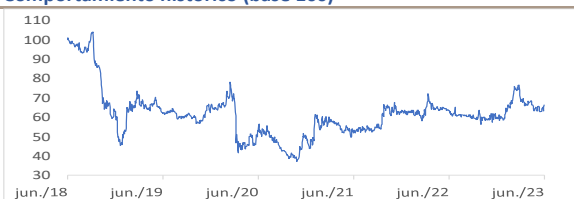
F. Revuelta y Familia	77,8
Free Float	22,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	52,6	48,8	47,6	47,8
EBITDA Rec.	15,7	14,5	14,4	14,7
% Var.	-23,4	-7,7	-0,8	2,2
% EBITDA Rec./Ing.	29,9	29,7	30,2	30,8
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	19,3	14,1	8,5	7,1
Beneficio neto	9,6	9,0	9,1	9,5
BPA (EUR)	0,16	0,15	0,15	0,16
% Var.	-27,9	-6,5	1,0	4,2
BPA ord. (EUR)	0,17	0,15	0,15	0,16
% Var.	-27,2	-10,4	1,0	4,2
Free Cash Flow Rec.	5,1	9,4	9,2	9,4
Pay-out (%)	100,0	85,0	85,0	85,0
DPA (EUR)	0,16	0,13	0,13	0,13
Deuda financiera neta	-10,0	-8,2	-9,6	-11,0
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
ROE (%)	30,2	33,7	34,7	34,3
ROCE (%)	60,4	44,7	46,5	49,3

Ratios y Múltiplos (x)

PER	11,1	11,9	11,8	11,3
PER Ordinario	10,7	11,9	11,8	11,3
P/BV	3,9	4,2	4,0	3,8
Dividend Yield (%)	9,0	7,1	7,2	7,5
EV/Ventas	1,89	2,04	2,09	2,08
EV/EBITDA Rec.	6,3	6,9	6,9	6,8
EV/EBIT	7,7	8,2	8,1	7,8
FCF Yield (%)	4,8	8,8	8,6	8,8

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	4,7	-6,8	4,7	-33,6

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Unos ingresos 2022 por debajo de 2021. Tras el repunte de 2021 (por la reapertura post-pandemia) los resultados 2022 han vuelto a evidenciar que el momentum del negocio es desfavorable, reduciendo sus ingresos 2022 hasta EUR 52,6Mn (-9,3% vs 2021); principalmente por cierre de puntos de venta (-130 vs 2021).

Esperamos que el cierre de puntos de venta continúe en 2023e y reduzca los ingresos. El modelo de negocio de NTH se basa esencialmente en los ingresos obtenidos por franquicias (c.90%) de su red comercial. Estimamos unos ingresos 2023e de EUR 48,8Mn (-100 puntos de venta vs 2022). El canal online seguirá creciendo hasta el 7% de las ventas totales (vs 5% en 2022).

Aunque la rentabilidad está asegurada (y la generación de FCF). Estimamos un Mg. Bruto > 70% que debería traducirse en un Mg. EBTIDA c. 30% por su estructura "ligera en costes". La generación de caja (FCF rec. 2023e EUR 9,4Mn) mantendrá la atractiva política de dividendos (pay-out histórico 85-100%; EUR 120Mn -8y acumulado), y una estructura de balance hipersaneada (Caja Neta 2023e EUR 8,2Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Desaceleración en la reestructuración de puntos de venta. Desde 2017, se han cerrado -804 puntos de venta (400 en 2020; 161 de media anual; 101 de media excluyendo 2020). Esperamos una paulatina reducción del ritmo de cierre de puntos de venta hasta un suelo de 1.400 en 2025e (vs 1.556 en 2022 y 2.360 en 2017).

Una estructura muy eficiente (defensividad en los márgenes). La integración vertical de NTH (posee c. 49% de su principal proveedor) le permite defender sus márgenes pese a no subir precios (Mg. Bruto >70%). Además, posee una estructura ligera en costes, al basar su modelo de negocio en franquicias (OPEX c. 40% s/Ingresos), que permite trasladar el grueso de los ingresos al EBITDA.

La generación de caja es el gran activo de NTH (FCF 2025e EUR 9,5Mn). Por 2 razones: i) bajas necesidades de circulante (WC/Ventas <7% -4y) y ii) bajas necesidades de inversión (CAPEX/Ventas c.1,5%). Permitiendo registrar un ratio de conversión de EBTIDA en caja de c. 65%. Aunque la continuidad de la debilidad en resultados podría dificultar mantener un dividendo tan elevado.

A la espera de un catalizador que haga posible recuperar la senda del crecimiento. La recuperación dependerá del fin en el cierre puntos de venta y de la evolución del canal online que aspiramos alcance un 10% s/Ingresos 25e (vs 5% en 22). Estimamos unos ingresos 2025e EUR 47,6Mn (-3,1% TACC 22-25e) con un EBITDA de EUR 14,7Mn (vs EUR 15,2Mn en 2022) pero con un FCF rec. EUR 9,4Mn (FCF Yield 8,4%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Competencia elevada: Sector de bajas barreras de entrada. El mercado de suplementos dietéticos y complementos se caracteriza por una elevada competitividad, dificultando la obtención de cuota de mercado y favoreciendo la presión en márgenes.

Incapacidad de aumentar la venta por tienda. Pese a la reestructuración llevada a cabo desde 2019, las ventas por tienda han caído -12%. Lo que refleja la volatilidad de la demanda propiciada por los cambios en patrones alimenticios y tendencias.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Bajos múltiplos con bajo riesgo de negocio. NTH hoy cotiza a 6,9x EV/EBITDA 2023e y PER 2023e 11,9x (vs 6,6x y 10,3x, respectivamente de Medifast). Múltiplos que deben leerse en el contexto de NTH: nulo riesgo financiero (en posición de caja neta) y bajo riesgo de negocio. El único reto al que se enfrenta NTH hoy, es el de volver a crecer en ingresos. Lo que multiplicaría automáticamente el atractivo de sus métricas (objetivas) de valoración: bajos múltiplos y un FCF Yield 2023e >8%.



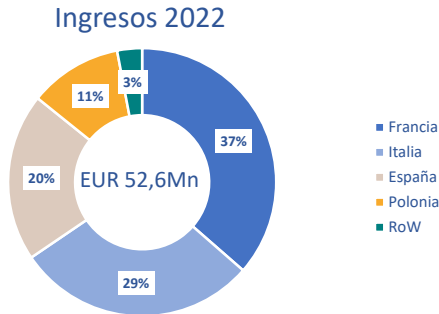
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,4	8,9	3,7	2,5	3,4	2,6	2,0	1,3		
Inmovilizado material	3,8	2,0	1,2	0,9	1,2	1,4	1,8	2,2		
Otros activos no corrientes	3,6	3,4	3,5	7,0	10,7	10,7	10,7	10,7		
Inmovilizado financiero	0,8	0,8	0,6	1,3	0,5	0,8	1,1	1,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	16,3	12,2	11,8	10,0	15,0	14,3	14,1	14,0		
Total activo	25,9	27,3	21,0	21,8	30,7	29,9	29,6	29,6		
Patrimonio neto	18,8	16,5	26,0	36,0	27,8	25,5	26,9	28,3		
Minoritarios	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,2	1,1	1,4	1,5	2,7	2,7	2,7	2,7		
Otros pasivos no corrientes	-	7,7	3,7	2,2	3,3	3,3	3,3	3,3		
Deuda financiera neta	(5,4)	(7,6)	(18,3)	(25,1)	(10,0)	(8,2)	(9,6)	(11,0)		
Pasivo circulante	11,2	9,5	8,1	7,1	6,9	6,5	6,3	6,2		
Total pasivo	25,9	27,3	21,0	21,8	30,7	29,9	29,6	29,6		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	48,8	47,6	47,8	-12,2%	-3,1%
Cto.Total Ingresos	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-7,2%	-2,4%	0,4%		
Coste de ventas	(25,2)	(23,8)	(15,9)	(16,3)	(14,9)	(13,6)	(13,2)	(13,1)		
Margen Bruto	63,5	58,5	40,4	41,6	37,7	35,2	34,5	34,7	-12,2%	-2,7%
Margen Bruto / Ingresos	71,6%	71,0%	71,8%	71,8%	71,6%	72,1%	72,4%	72,6%		
Gastos de personal	(20,7)	(19,3)	(12,4)	(10,8)	(10,6)	(10,1)	(9,7)	(9,7)		
Otros costes de explotación	(19,6)	(16,1)	(10,6)	(10,3)	(11,3)	(10,6)	(10,3)	(10,3)		
EBITDA recurrente	23,2	23,1	17,4	20,5	15,7	14,5	14,4	14,7	-9,3%	-2,2%
Cto.EBITDA recurrente	-23,4%	-0,3%	-24,8%	18,1%	-23,4%	-7,7%	-0,8%	2,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	26,2%	28,1%	30,9%	35,4%	29,9%	29,7%	30,2%	30,8%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	(0,2)	0,1	(0,6)	(0,6)	-	-	-		
EBITDA	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	14,5	14,4	14,7	-10,2%	-1,0%
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,0)	(1,6)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)		
EBIT	22,1	18,6	14,2	17,5	12,9	12,1	12,2	12,7	-12,7%	-0,3%
Cto.EBIT	-21,6%	-15,9%	-24,0%	23,4%	-26,5%	-5,9%	1,0%	4,1%		
EBIT / Ingresos	25,0%	22,6%	25,2%	30,2%	24,4%	24,8%	25,7%	26,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	(0,9)	(0,1)	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,2)	(0,0)	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,2	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3		
Beneficio ordinario	22,7	18,7	13,5	18,2	13,1	12,3	12,5	13,0	-12,9%	-0,3%
Cto.Beneficio ordinario	-20,7%	-17,7%	-27,7%	35,0%	-28,2%	-5,8%	1,0%	4,2%		
Extraordinarios	-	0,5	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	22,7	19,2	13,5	18,2	13,1	12,3	12,5	13,0	-12,9%	-0,3%
Impuestos	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(3,3)	(3,4)	(3,5)		
Tasa fiscal efectiva	32,4%	31,4%	30,5%	26,7%	26,6%	27,1%	27,1%	27,1%		
Minoritarios	0,0	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	9,0	9,1	9,5	-11,0%	-0,5%
Cto.Beneficio neto	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-6,5%	1,0%	4,2%		
Beneficio ordinario neto	15,9	13,3	9,4	13,8	10,0	9,0	9,1	9,5	-10,8%	-1,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	-23,4%	-16,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	-10,4%	1,0%	4,2%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						14,5	14,4	14,7	-9,3%	-2,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,9)	(0,8)	(0,7)		
Var.capital circulante						0,2	0,1	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						13,8	13,7	14,0	-23,1%	13,0%
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						(3,3)	(3,4)	(3,5)		
Free Cash Flow Recurrente						9,4	9,2	9,4	-28,4%	22,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						9,4	9,2	9,4	-46,3%	75,8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(11,3)	(7,7)	(8,1)		
Variación de Deuda financiera neta						1,8	(1,5)	(1,4)		

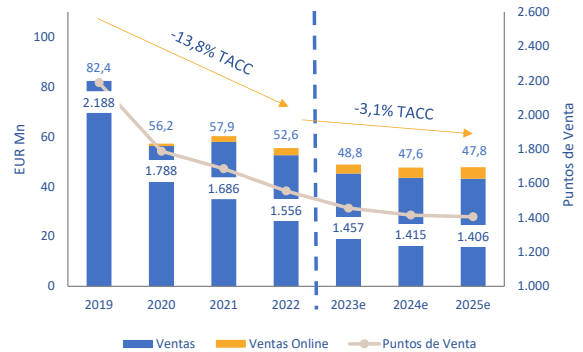


La compañía en 8 gráficos

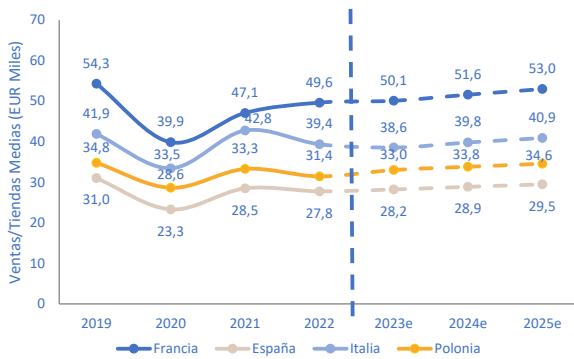
Un negocio diversificado geográficamente (especialmente en Europa)



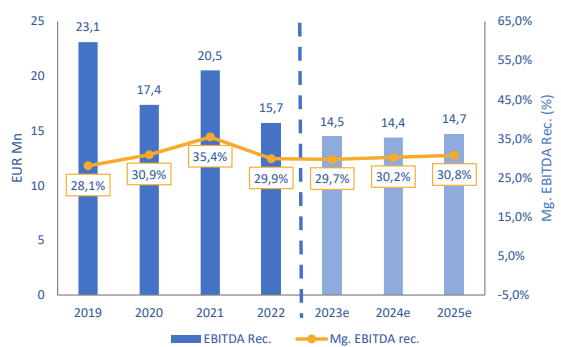
El freno en el cierre de tiendas es el catalizador "clave", pero habrá que esperar hasta 2025e



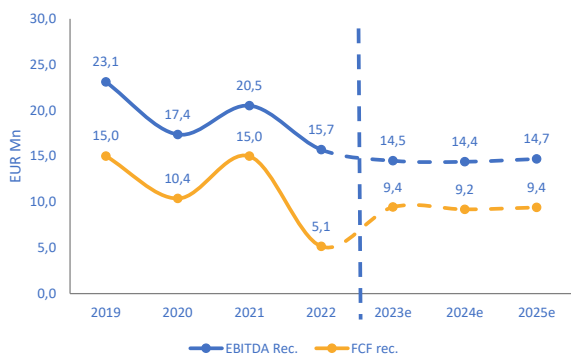
Unas ventas por tienda que esperamos que se mantengan estables (+1,5% TACC 2022-2025e) pese a la reestructuración comercial



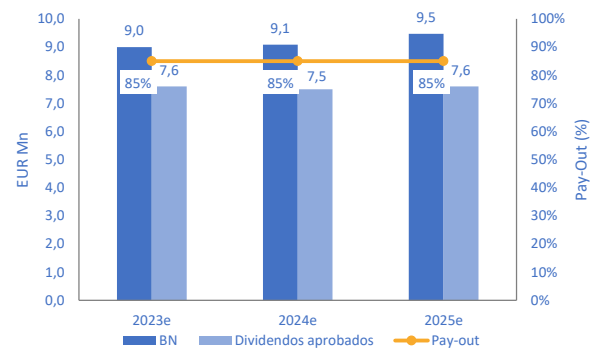
Su ligera estructura de costes permitirá mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA 30%). EBITDA 23e-25e EUR 14,5Mn



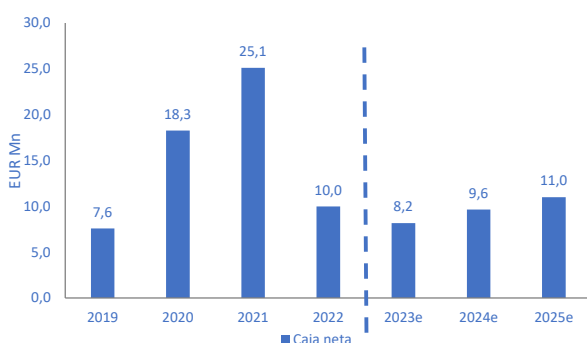
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield >8% ...



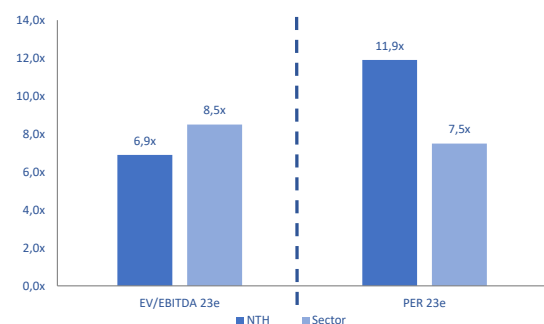
... que permitirá mantener un Pay-Out (85%) elevado y un Dividend Yield 2023e del 7%



Y una posición de balance muy robusta (Caja Neta 2023e EUR 8Mn), especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos



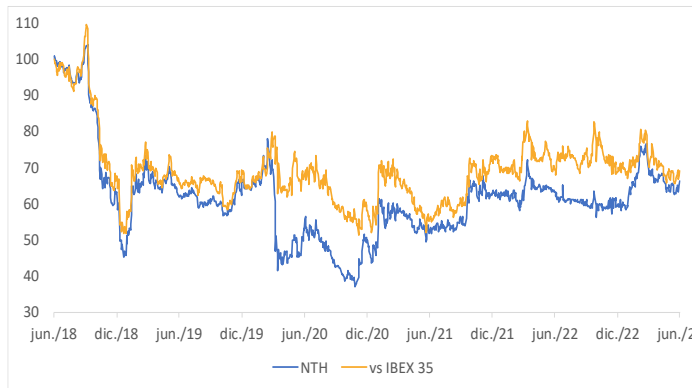
Cotizando a EV/EBITDA 2023e 6,9x (vs 8,5x de su sector)



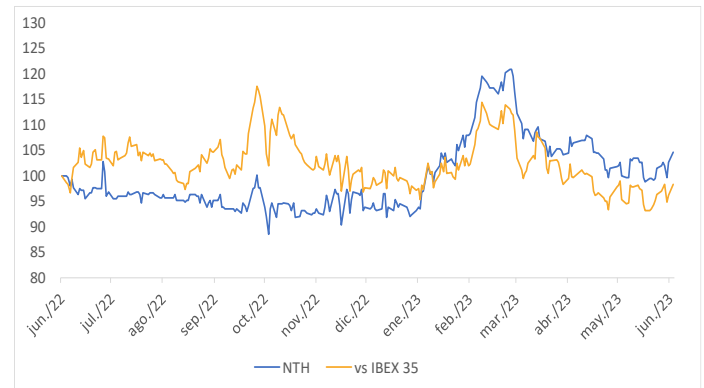


Evolución de la cotización

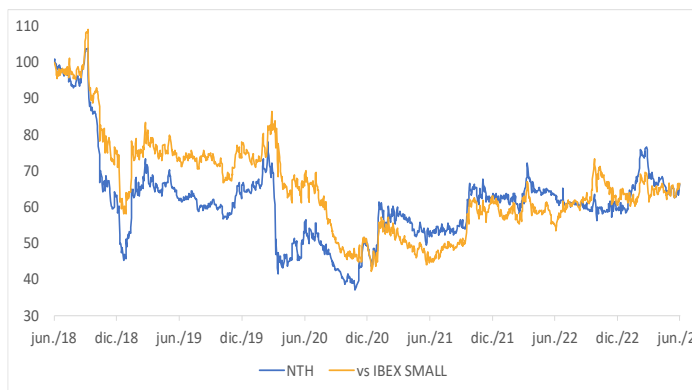
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



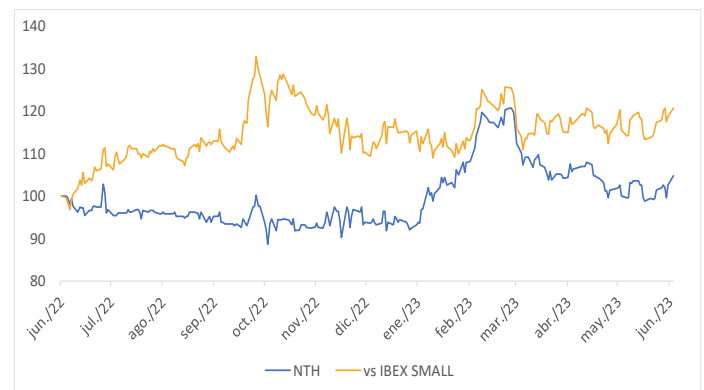
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



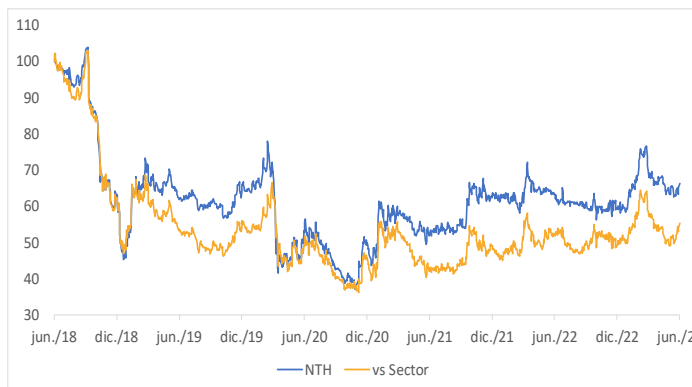
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



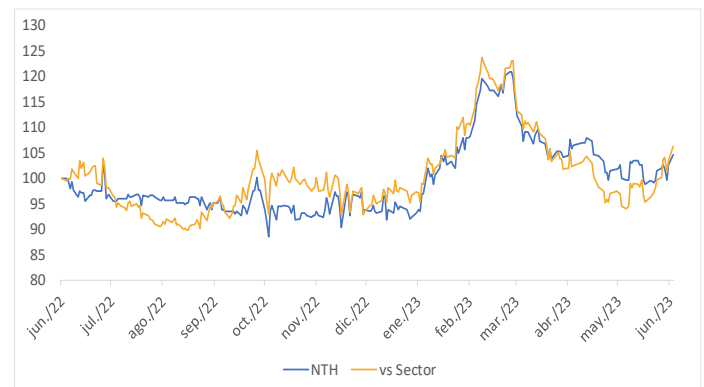
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	4,7	-6,8	4,7	13,3	19,2	-33,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,1	-5,0	-1,6	0,4	1,0	-30,7
vs Euro STOXX 50	5,8	-6,8	-7,7	0,1	-6,0	-46,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	4,5	4,1	20,7	5,6	-3,2	-33,3
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	4,5	-3,9	14,1	4,0	-15,6	-38,2
vs MSCI Europe Micro Cap	6,4	-1,1	19,7	14,1	1,1	-38,1
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	12,4	-6,1	6,3	10,0	7,8	-44,5

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



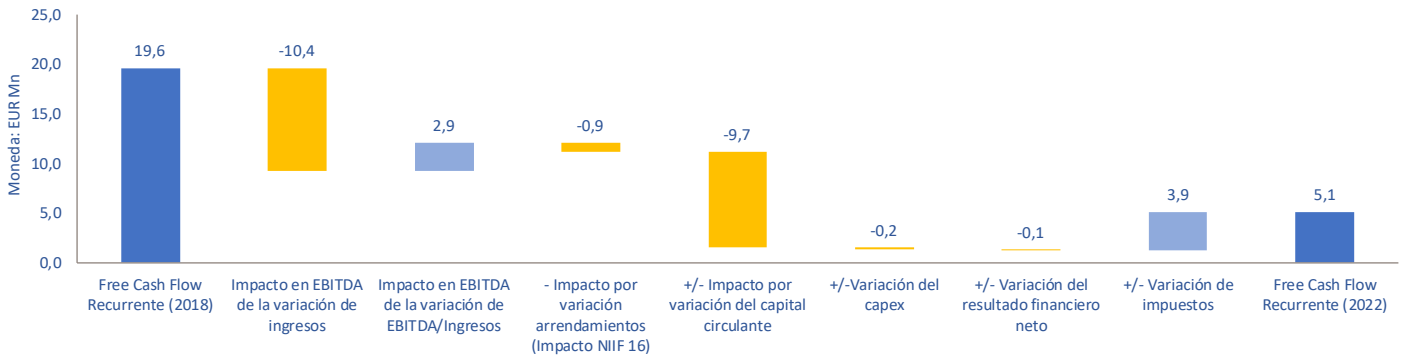
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	23,1	17,4	20,5	15,7	14,5	14,4	14,7	-12,1%	-2,2%
Cto. EBITDA recurrente	-0,3%	-24,8%	18,1%	-23,4%	-7,7%	-0,8%	2,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	28,1%	30,9%	35,4%	29,9%	29,7%	30,2%	30,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)		
+/- Var. Capital circulante	2,4	(1,0)	0,7	(5,1)	0,2	0,1	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	22,2	14,7	20,0	9,7	13,8	13,7	14,0	-24,1%	13,0%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-19,9%	-33,7%	36,1%	-51,6%	42,9%	-1,3%	2,4%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	27,0%	26,2%	34,6%	18,4%	28,4%	28,7%	29,3%		
- CAPEX	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(3,3)	(3,4)	(3,5)		
= Free Cash Flow recurrente	15,0	10,4	15,0	5,1	9,4	9,2	9,4	-30,0%	22,3%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-23,3%	-30,9%	44,5%	-65,7%	83,5%	-2,6%	2,2%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	18,2%	18,5%	25,9%	9,8%	19,4%	19,3%	19,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,7)	1,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,7	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	17,2	10,6	10,8	1,7	9,4	9,2	9,4	-53,5%	75,8%
Cto. Free Cash Flow	-16,9%	-38,7%	2,1%	-83,9%	445,4%	-2,6%	2,2%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	14,0%	9,7%	14,0%	4,8%	8,8%	8,6%	8,8%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	16,1%	9,9%	10,1%	1,6%	8,8%	8,6%	8,8%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	19,6	15,0	10,4	15,0	5,1	9,4	9,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,6)	(7,3)	0,5	(1,9)	(1,1)	(0,4)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	1,6	2,6	(2,9)	(0,1)	0,2	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	(0,1)	(5,7)	3,2	(4,8)	(1,2)	(0,1)	0,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,3)	1,6	0,4	0,3	-	0,1	0,1		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,2)	(3,3)	1,7	(5,9)	5,4	(0,2)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(5,5)	(7,5)	5,3	(10,3)	4,2	(0,2)	0,3		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,7	0,2	(0,9)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,3	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	1,3	1,9	(0,8)	1,4	0,1	(0,0)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(4,6)	(4,6)	4,6	(9,9)	4,3	(0,2)	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	15,0	10,4	15,0	5,1	9,4	9,2	9,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	18,6	14,2	17,5	12,9	12,1	12,2	12,7	-11,6%	-0,3%
* Tasa fiscal teórica	30,0%	30,0%	26,7%	26,6%	27,1%	27,1%	27,1%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
EBITDA recurrente	23,1	17,4	20,5	15,7	14,5	14,4	14,7	-12,1%	-2,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)		
+/- Var. Capital circulante	2,4	(1,0)	0,7	(5,1)	0,2	0,1	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	22,2	14,7	20,0	9,7	13,8	13,7	14,0	-24,1%	13,0%
- CAPEX	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	15,7	10,3	15,3	5,3	9,6	9,3	9,5	-30,4%	21,5%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-22,7%	-34,7%	49,1%	-65,3%	80,4%	-2,5%	2,0%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	19,1%	18,3%	26,4%	10,1%	19,6%	19,6%	19,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,7	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	17,9	10,5	11,8	0,9	9,6	9,3	9,5	-62,8%	n.a.
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-17,2%	-41,8%	12,8%	-92,2%	940,2%	-2,5%	2,0%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	15,8%	10,3%	15,4%	5,3%	9,6%	9,4%	9,6%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)	18,1%	10,5%	11,9%	0,9%	9,6%	9,4%	9,6%		

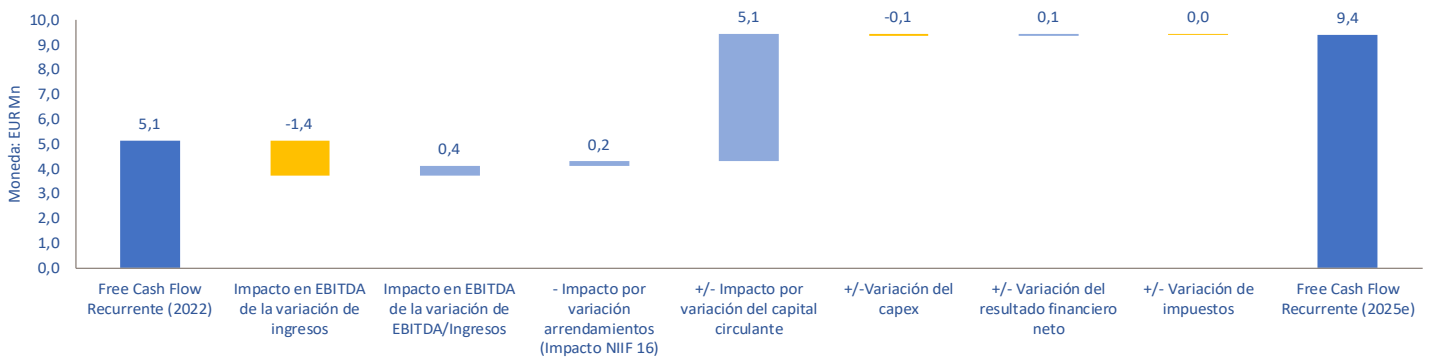


Analítica del Free Cash Flow (II)

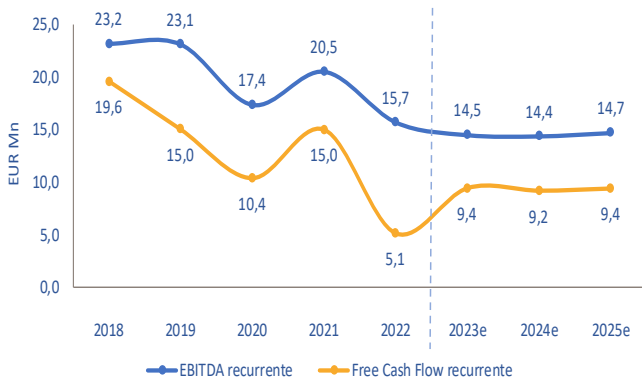
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



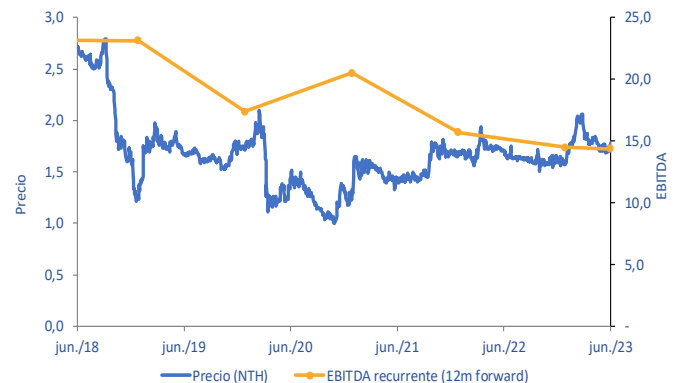
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,6	9,3	9,5	125,9			
Market Cap	107,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-10,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			0,9	1,1	
Coste del Equity	9,4%	Ke = Rf + (R * B)			8,3%	10,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	10,5%	
G "Razonable"	1,0%				1,0%	0,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	107,1	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	(10,0)	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	99,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	91,9%	112,6%	111,4%	130,4%	60,4%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	51,0%	39,9%			
FCF Yield - WACC	-4,6%	-0,6%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	33,2%	15,8	6,3x
Central	30,2%	14,4	6,9x
Min	27,2%	13,0	7,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	1,9%	2,1%		2,3%	Max	Central
15,8	10,7	10,6	10,5	Max	10,0%	9,9%	9,8%
14,4	9,3	9,2	9,1	Central	8,7%	8,6%	8,5%
13,0	7,9	7,8	7,7	Min	7,3%	7,3%	7,2%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	42,9%	42,9%	42,9%
% de consejeros dominicales	14,3%	14,3%	57,1%
% de consejeros ejecutivos	42,9%	42,9%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	14,3%	14,3%	14,3%
% de mujeres en la plantilla	82,7%	81,4%	81,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,5%	2,9%	3,0%



Principales comparables 2023e

		Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios			
EUR Mn		Herbalife Nut.	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	NTH
Datos Mercado	Ticker (Factset)	HLF-US	MED-US	WW-US		NUS-US	GL9-IE		NTH-ES
	País	Cayman Isl.	USA	USA		USA	USA		Spain
	Market cap	1.091,6	812,3	517,7		1.572,0	3.644,7		107,1
	Enterprise value (EV)	3.328,3	719,5	1.789,0		1.807,4	4.284,6		99,4
Información financiera básica	Total Ingresos	4.578,9	1.080,8	864,9		1.948,9	5.403,1		48,8
	Cto. Total Ingresos	-5,8%	-27,6%	-11,0%	-14,8%	-6,2%	-4,2%	-5,2%	-7,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,1%	n.a.	15,2%	10,2%	2,9%	3,2%	3,0%	-1,1%
	EBITDA	538,2	128,7	129,0		235,7	439,6		14,5
	Cto. EBITDA	-11,5%	-40,8%	-19,3%	-23,9%	-8,7%	5,9%	-1,4%	-4,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,3%	n.a.	41,8%	28,5%	4,8%	4,7%	4,7%	0,7%
	EBITDA/Ingresos	11,8%	11,9%	14,9%	12,9%	12,1%	8,1%	10,1%	29,7%
	EBIT	422,5	108,6	77,2		165,2	314,2		12,1
	Cto. EBIT	-15,6%	-46,2%	-35,1%	-32,3%	11,1%	15,2%	13,1%	-5,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	20,1%	n.a.	65,9%	43,0%	7,6%	6,8%	7,2%	2,5%
	EBIT/Ingresos	9,2%	10,0%	8,9%	9,4%	8,5%	5,8%	7,1%	24,8%
	Beneficio Neto	223,9	80,9	(84,2)		117,3	261,2		9,0
	Cto. Beneficio Neto	-25,3%	-39,6%	64,1%	-0,3%	19,9%	30,3%	25,1%	-6,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	25,3%	n.a.	78,9%	52,1%	7,5%	4,7%	6,1%	2,6%
CAPEX/Ventas	2,9%	1,4%	2,0%	2,1%	3,9%	1,4%	2,6%	2,0%	
Free Cash Flow	230,6	98,9	(32,2)		90,6	289,5		9,4	
Deuda financiera Neta	n.a.	(105,9)	1.269,8		169,1	324,2		(8,2)	
DN/EBITDA (x)	n.a.	(0,8)	9,8	4,5	0,7	0,7	0,7	(0,6)	
Pay-out	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	62,1%	36,1%	49,1%	85,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,8	10,3	n.a.	7,5	13,9	12,3	13,1	11,9
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,9	1,9	4,2
	EV/Ingresos (x)	0,7	0,7	2,1	1,2	0,9	0,8	0,9	2,0
	EV/EBITDA (x)	6,2	5,6	13,9	8,5	7,7	9,7	8,7	6,9
	EV/EBIT (x)	7,9	6,6	23,2	12,6	10,9	13,6	12,3	8,2
	ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,4	15,4	33,7
	FCF Yield (%)	21,1	12,2	n.a.	16,6	5,8	7,9	6,9	8,8
	DPA	0,00	n.a.	0,00	0,00	1,46	0,34	0,90	0,13
Dvd Yield	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	4,6%	2,5%	3,6%	7,1%	

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC											TACC			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	16-22
Total Ingresos	96,4	96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	48,8	47,6	47,8	-9,9%	-3,1%	
Cto. Total ingresos	56,7%	0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-7,2%	-2,4%	0,4%			
EBITDA	33,7	33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	14,5	14,4	14,7	-11,9%	-1,0%	
Cto. EBITDA	143,8%	-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	14,4%	-24,0%	-4,2%	-0,8%	2,2%			
EBITDA/Ingresos	34,9%	34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	34,4%	28,8%	29,7%	30,2%	30,8%			
Beneficio neto	22,6	22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	9,0	9,1	9,5	-13,2%	-0,5%	
Cto. Beneficio neto	164,0%	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-6,5%	1,0%	4,2%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	60,0	59,9	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0			
BPA (EUR)	0,38	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,16	0,15	0,15	0,16	-13,2%	-0,5%	
Cto. BPA	-100,0%	1,4%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-6,5%	1,0%	4,2%			
BPA ord. (EUR)	0,38	0,38	0,38	0,34	0,26	0,22	0,16	0,23	0,17	0,15	0,15	0,16	-12,7%	-1,9%	
Cto. BPA ord.	-100,0%	1,9%	-1,4%	-9,6%	-22,6%	-16,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	-10,4%	1,0%	4,2%			
CAPEX	(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)			
CAPEX/Vtas %	3,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	0,4%	0,1%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%			
Free Cash Flow	38,9	30,9	14,4	14,8	20,8	17,2	10,6	10,8	1,7	9,4	9,2	9,4	-29,7%	75,8%	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-1,0x	-1,3x	-0,7x	-0,6x	-0,7x	-0,7x			
PER (x)	n.a.	6,5x	8,5x	8,8x	4,8x	7,8x	8,5x	7,6x	9,8x	11,9x	11,8x	11,3x			
EV/Vtas (x)	n.a.	2,25x	2,78x	2,49x	1,01x	1,37x	1,34x	1,56x	1,65x	2,04x	2,09x	2,08x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	6,5x	8,4x	8,1x	3,9x	4,9x	4,3x	4,5x	5,7x	6,9x	6,9x	6,8x			
Compart. Absoluto	n.a.	n.a.	29,2%	-9,3%	-57,6%	39,2%	-22,3%	27,7%	-7,3%	13,3%					
Compart. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	31,8%	-15,5%	-50,1%	24,5%	-8,2%	18,3%	-1,8%	0,4%					

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

Netex (NTX), es una compañía tecnológica española (A Coruña) dedicada al desarrollo y comercialización de software para el sector de la educación. Sus dos principales líneas de negocio son la venta/renovación de licencias (32% s/Ingresos 2022) y la realización de proyectos con contenidos a medida (68% s/Ingresos 2022e). Sus ingresos fuera de España representan c. del 65%. Los fundadores controlan c. 51% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	24,8	26,6
EV (Mn EUR y USD)	44,2	47,3
Número de Acciones (Mn)	8,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,52 / 2,94 / 2,36	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	5,5	
Factset / Bloomberg	NTX-ES / NTX SM	
Cierre año fiscal	30-sep	

Estructura Accionarial (%)

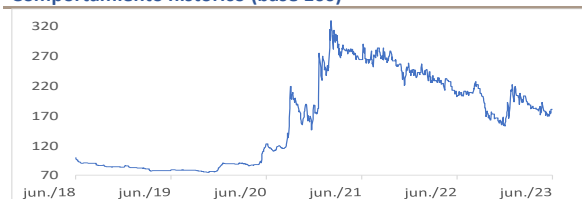
José Carlos López Ezquerro	25,4
José Ramón Mosteiro López	25,2
Ángel Fandos (Odre 2005)	12,1
3-Gutinvest, S.L.	5,0
Free Float	32,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,9	8,9	8,9	8,9
Total Ingresos	20,9	26,6	31,4	36,7
EBITDA Rec.	1,9	4,4	6,5	8,5
% Var.	100,3	129,3	47,7	29,8
% EBITDA Rec./Ing.	9,3	16,7	20,8	23,1
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	-1,3	0,7	2,8	4,8
BPA (EUR)	-0,15	0,07	0,31	0,54
% Var.	-306,3	149,7	320,5	72,8
BPA ord. (EUR)	-0,08	0,07	0,31	0,54
% Var.	n.a.	195,3	320,5	72,8
Free Cash Flow Rec.	2,2	1,2	3,0	4,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	18,9	17,8	14,8	10,3
DN / EBITDA Rec.(x)	9,8	4,0	2,3	1,2
ROE (%)	n.a.	46,2	88,2	69,2
ROCE (%)	n.a.	8,4	18,7	27,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	37,9	9,0	5,2
PER Ordinario	n.a.	37,9	9,0	5,2
P/BV	n.a.	14,2	5,5	2,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,12	1,66	1,41	1,20
EV/EBITDA Rec.	22,9	10,0	6,8	5,2
EV/EBIT	n.a.	19,5	9,0	6,0
FCF Yield (%)	8,8	4,7	12,1	17,9

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	1,4	-4,1	-10,5	80,6

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Un salto de escala en 2022. La adquisición de Virtual College (aportó EUR 5Mn en 2022; EUR 6,6Mn proforma) permitió a NTX registrar unos ingresos de EUR 20,9Mn (+70% vs 2021). El apalancamiento operativo elevó el EBITDA Rec. hasta EUR 1,9Mn (vs EUR 1Mn en 2021). El Mg. EBITDA rec. se situó en el 9,3% (+1,4p.p. vs 2021).

La integración total (y tecnológica) de Virtual College (VC) marcará el 2023e. La integración de VC aumentó el peso de las licencias (servicio con mayor margen) en el mix hasta c. 31% s/Ingresos 2022 (+6,5p.p. vs 2021), pese a ello, el Mg. bruto obtenido se redujo -3,3p.p. (vs 2021) por la "aún" pendiente integración tecnológica (de procesos) que elevará el Mg. Bruto 2023e >72,5% en 2023e.

Las sinergias del M&A y el apalancamiento operativo permitirán doblar en EBITDA. Para 2023e nuestro escenario contempla: i) la integración total del M&A (c.30% del crecimiento en 2023e) y ii) un mayor peso de licencias que mejorarán los márgenes. Estimamos para 2023e unas ventas de EUR 26,6Mn (+27,4% vs 2022), un EBITDA de EUR 4,4Mn (vs EUR 1,9Mn en 2022) y una DN elevada de EUR 17,8Mn (en una compañía en posición de generar FCF positivo con recurrencia).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Impulso del e-learning "probado". La formación online (favorecida por el Covid-19) se ha convertido en factor fundamental para el desarrollo de los trabajadores en las empresas. El driver sectorial de NTX puede considerarse "al margen" de la macro (no está condicionada la evolución de la economía ni por el escenario de inflación/tipos).

Elevado crecimiento orgánico y recurrente (+23,9% TACC 2018-2022; excluyendo M&A). Crecimiento orgánico a doble dígito -4y esencialmente por: i) apertura de nuevos mercados (EE.UU.) y ii) captación de nuevos clientes por la mayor gama de catálogos disponibles. El peso de las licencias (recurrente y de mayor margen) sobre el mix de ingresos continuará al alza hasta c.35% en 2025e (vs c.31% en 2022).

Capacidad real de mejora de márgenes. Por 3 razones: i) mayor Mg. Bruto por proyectos más rentables, ii) apalancamiento operativo derivado del componente fijo (90%) de los costes de estructura y iii) por convergencia con su sector (ya que los márgenes de NTX están por debajo de sus comparables: diferencial de c.+5p.p.).

Ante (¿el imposible?) una compañía con capacidad de crecer sin dejar de mejorar márgenes. Esperamos que hasta 2025e NTX mantenga tasas de crecimiento elevadas en ingresos (Ingresos 22-25e: +20,7% TACC), pudiendo trasladarlo a sus márgenes (EBITDA 22-25e: +63,8% TACC) y con generación de FCF positivo, al no ser un modelo de negocio muy intensivo en CAPEX ni circulante.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo comercial. La industria del e-learning está muy fragmentada, lo que supone un riesgo de pérdida de clientes (y revisión de estimaciones a la baja). Sin un crecimiento significativo orgánico de NTX el despegue del sector será (lógicamente) irrelevante para la compañía.

Elevado endeudamiento y subida de tipos de interés. NTX cerró 2022 con una DN de EUR 18,9Mn (de los cuales EUR 6,9Mn son obligaciones convertibles con Inveready; dilución máxima de c.15%). La continuidad de la subida de tipos implicaría un coste financiero aún mayor (con impacto negativo en nuestra estimación de FCF).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Múltiplos 2023e en línea, pero con un diferencial de crecimiento de c.+10p.p. en EBITDA hasta 2025e. El comportamiento de la acción -12m (-10,5%) muestra unos múltiplos EV/EBITDA 23e 10x (vs 16,9x de su sector). Aunque NTX presenta un diferencial de crecimiento de +7p.p. en Ingresos y en EBITDA con sus competidores hasta 2025e (EV/ EBITDA 25e 5,2x). FCF Yield 25e elocuente: 17,9%.



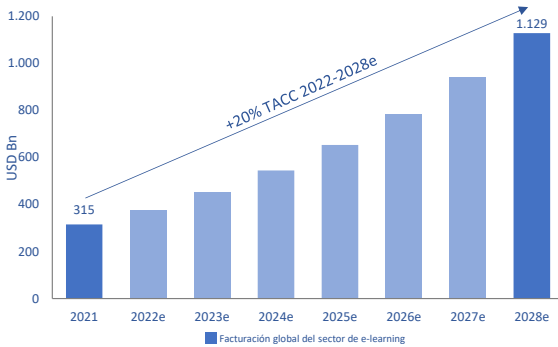
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	5,5	6,2	6,5	6,1	9,4	7,2	5,6	4,5		
Inmovilizado material	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	0,7	1,0	1,3		
Otros activos no corrientes	0,2	0,2	0,2	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3		
Inmovilizado financiero	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	5,9	5,9	5,9	5,9		
Activo circulante	4,0	4,4	3,7	7,1	8,6	10,6	12,1	13,8		
Total activo	10,4	11,4	11,1	14,3	25,9	26,0	26,2	26,9		
Patrimonio neto	2,2	2,2	1,3	2,3	1,1	1,7	4,5	9,3		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,2	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	5,3	5,8	6,8	9,0	18,9	17,8	14,8	10,3		
Pasivo circulante	2,8	3,2	2,8	2,9	5,2	5,8	6,2	6,7		
Total pasivo	10,4	11,4	11,1	14,3	25,9	26,0	26,2	26,9		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	6,7	8,7	9,8	12,3	20,9	26,6	31,4	36,7	32,8%	20,7%
Cto.Total Ingresos	31,6%	29,8%	12,4%	25,4%	70,0%	27,4%	18,4%	16,7%		
Coste de ventas	(1,5)	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(6,1)	(7,4)	(8,5)	(9,7)		
Margen Bruto	5,2	6,9	7,3	9,1	14,7	19,2	23,0	27,0	29,9%	22,4%
Margen Bruto / Ingresos	77,2%	79,5%	74,2%	74,0%	70,7%	72,1%	73,1%	73,7%		
Gastos de personal	(5,5)	(6,0)	(6,4)	(6,7)	(10,2)	(11,9)	(13,2)	(15,0)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(2,6)	(2,9)	(3,2)	(3,5)		
EBITDA recurrente	(1,8)	(0,4)	(0,5)	1,0	1,9	4,4	6,5	8,5	32,1%	63,8%
Cto.EBITDA recurrente	0,8%	77,0%	-10,8%	304,8%	100,3%	129,3%	47,7%	29,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	7,9%	9,3%	16,7%	20,8%	23,1%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,0)	0,2	0,2	(0,9)	-	-	-		
EBITDA	(1,9)	(0,4)	(0,2)	1,2	1,1	4,4	6,5	8,5	26,6%	99,4%
Depreciación y provisiones	(1,7)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(3,6)	(3,9)	(3,2)	(2,7)		
Gastos capitalizados	2,1	2,4	2,5	1,7	2,2	1,7	1,6	1,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,4)	0,2	0,3	0,6	(0,3)	2,3	4,9	7,4	31,9%	n.a.
Cto.EBIT	26,1%	111,2%	60,2%	143,8%	-149,0%	838,0%	117,7%	49,3%		
EBIT / Ingresos	n.a.	1,8%	2,6%	5,1%	n.a.	8,5%	15,7%	20,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(1,4)	(1,3)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,6)	(0,0)	0,0	0,2	(1,5)	0,9	3,7	6,4	1,2%	82,7%
Cto.Beneficio ordinario	25,1%	97,3%	128,7%	n.a.	-926,3%	156,4%	320,5%	72,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,6)	(0,0)	0,0	0,2	(1,5)	0,9	3,7	6,4	1,2%	82,7%
Impuestos	(0,0)	0,1	0,1	0,5	0,2	(0,2)	(0,9)	(1,6)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,6)	0,1	0,1	0,6	(1,3)	0,7	2,8	4,8	5,2%	77,7%
Cto.Beneficio neto	25,1%	104,6%	86,4%	358,7%	-306,3%	149,7%	320,5%	72,8%		
Beneficio ordinario neto	(1,6)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,7)	0,7	2,8	4,8	18,8%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	23,4%	98,7%	-980,1%	90,7%	n.a.	195,3%	320,5%	72,8%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						4,4	6,5	8,5	32,1%	63,8%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(1,5)	(1,1)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						3,0	5,4	7,3	34,1%	36,5%
CAPEX	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(1,4)	(1,3)	(1,0)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,9)	(1,6)		
Free Cash Flow Recurrente						1,2	3,0	4,4	29,4%	26,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						1,2	3,0	4,4	-27,3%	37,8%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,2)	(3,0)	(4,4)		

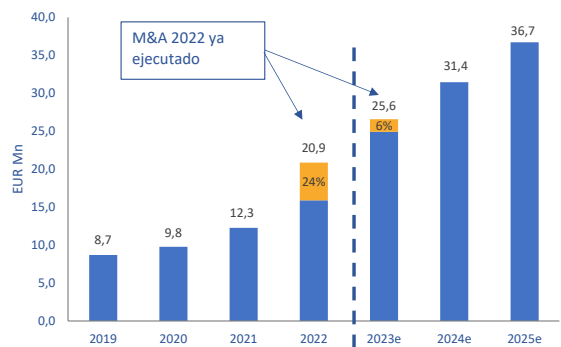


La compañía en 8 gráficos

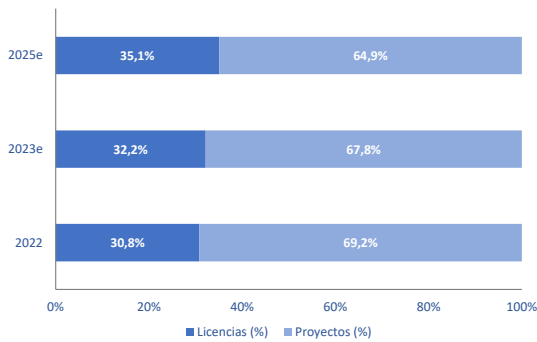
NTX se va a beneficiar de un fortísimo driver sectorial (e-learning)...



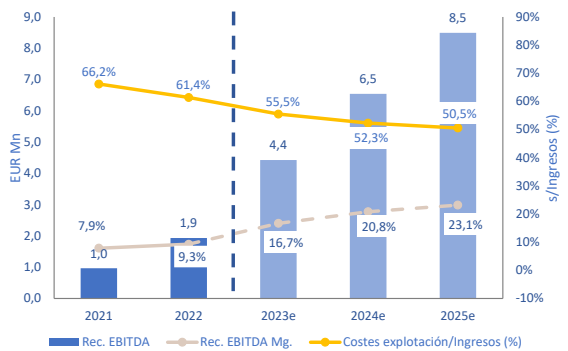
...que acelerará el crecimiento en ingresos (con el M&A a favor)



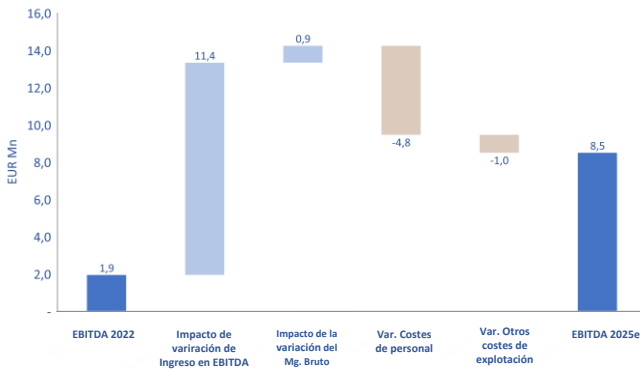
Estimamos un aumento progresivo de licencias (el negocio más rentable)...



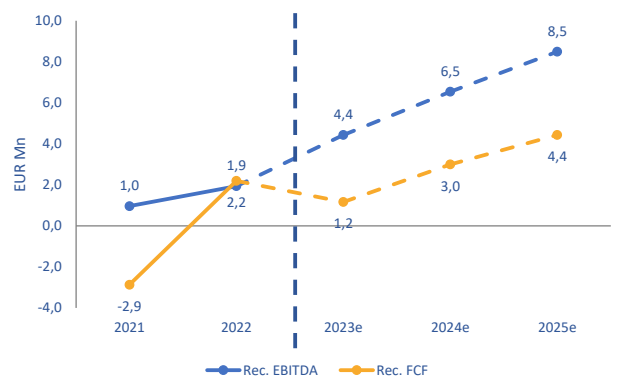
...Y un potencial elevado de apalancarse en su estructura de costes



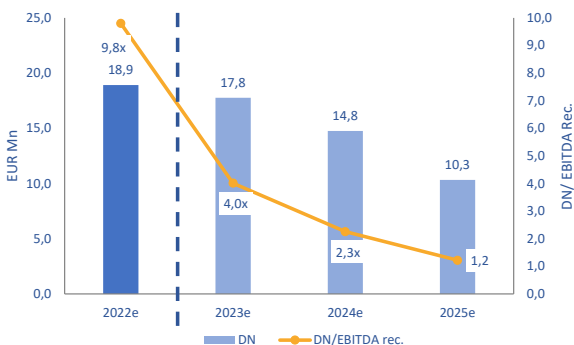
Lo que permitirá un "despegue" del EBITDA (EUR 8,5Mn en 2025e)



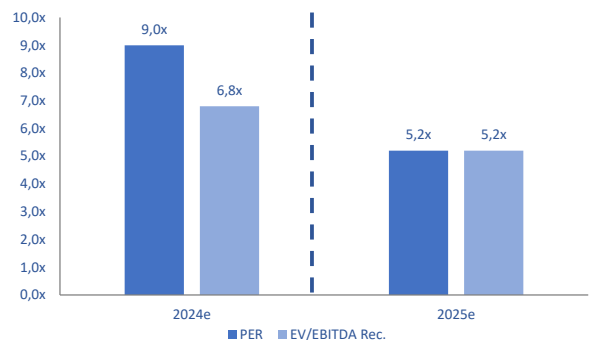
Con capacidad de generación de caja (a partir de 2023e)...



... que reducirá la deuda a la mitad, llevando la DN/EBITDA 25e a 1,2x



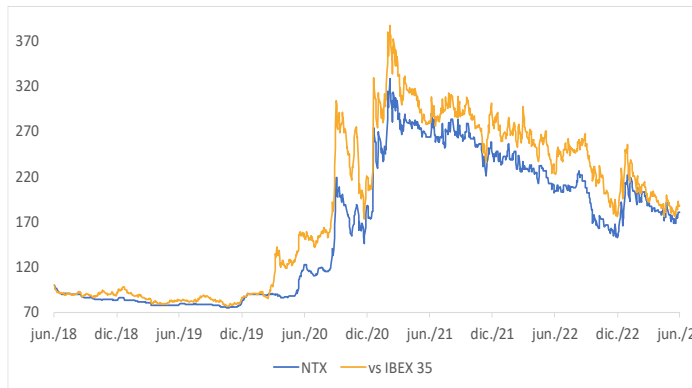
Los múltiplos, un reclamo: P/E 25e 5,2x y EV/EBITDA 25e 5,2x



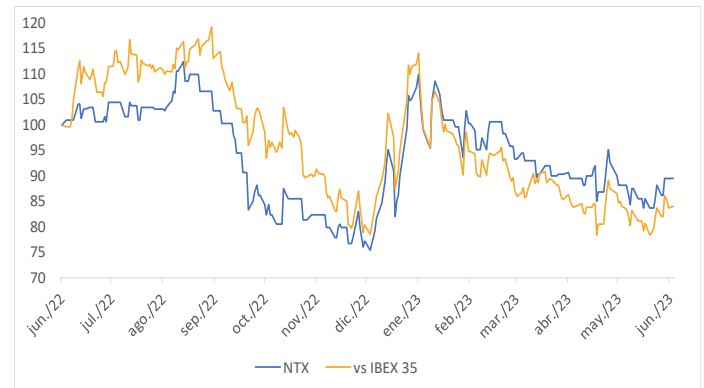


Evolución de la cotización

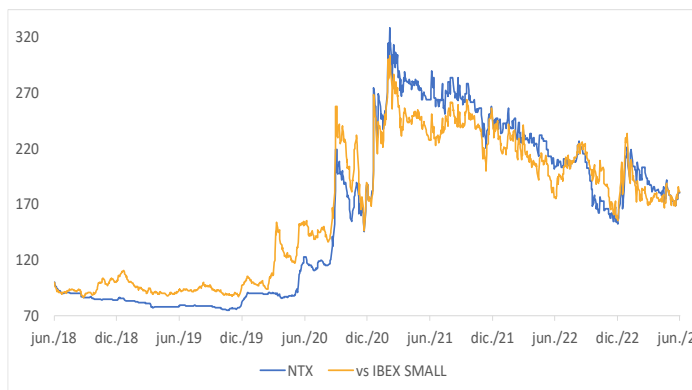
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



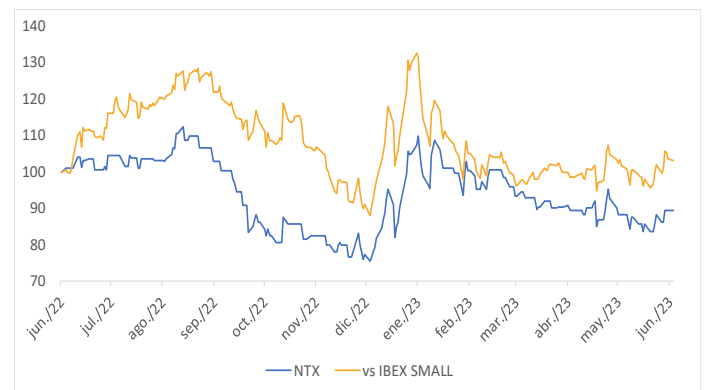
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



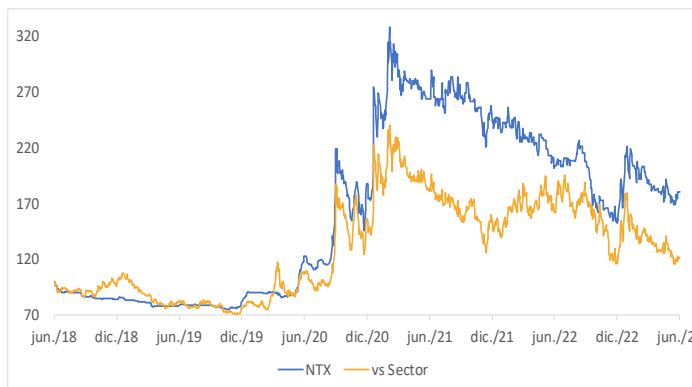
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



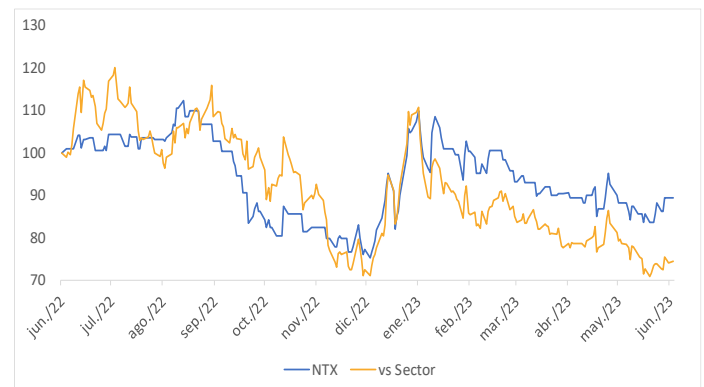
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,4	-4,1	-10,5	-14,9	47,4	80,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,1	-2,3	-16,0	-24,6	24,9	88,4
vs Euro STOXX 50	2,6	-4,1	-21,2	-24,8	16,2	45,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,2	7,1	3,1	-20,7	19,7	81,4
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	1,3	-1,2	-2,6	-21,9	4,3	68,0
vs MSCI Europe Micro Cap	3,1	1,8	2,2	-14,3	25,0	68,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-5,3	-10,8	-25,4	-31,5	13,8	21,4

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



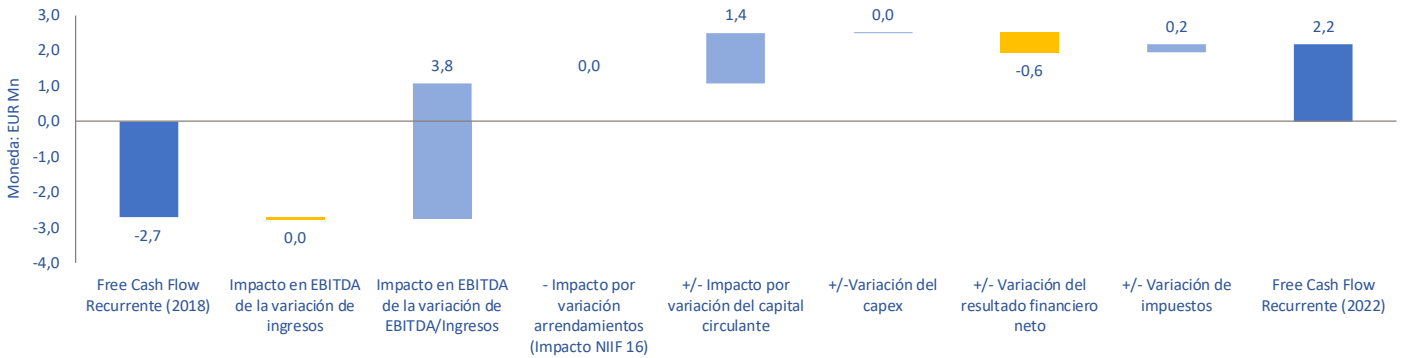
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,5)	1,0	1,9	4,4	6,5	8,5	87,1%	63,8%
Cto. EBITDA recurrente	77,0%	-10,8%	304,8%	100,3%	129,3%	47,7%	29,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	7,9%	9,3%	16,7%	20,8%	23,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	0,2	(3,4)	0,9	(1,5)	(1,1)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,3)	(0,2)	(2,4)	2,9	3,0	5,4	7,3	n.a.	36,5%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	86,1%	26,5%	-902,4%	220,3%	3,3%	82,0%	35,2%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	13,8%	11,2%	17,2%	19,9%		
- CAPEX	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,4)	(1,3)	(1,0)		
- Impuestos	-	-	-	0,2	(0,2)	(0,9)	(1,6)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,6)	(0,5)	(2,9)	2,2	1,2	3,0	4,4	78,5%	26,5%
Cto. Free Cash Flow recurrente	78,1%	22,8%	-526,6%	176,3%	-46,9%	157,8%	47,9%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	10,5%	4,4%	9,5%	12,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	0,2	0,2	(0,9)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(8,5)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(0,6)	(0,2)	(2,7)	(7,2)	1,2	3,0	4,4	n.a.	37,8%
Cto. Free Cash Flow	77,5%	63,4%	n.a.	-171,0%	116,1%	157,8%	47,9%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	8,8%	4,7%	12,1%	17,9%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,7%	12,1%	17,9%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(2,7)	(0,6)	(0,5)	(2,9)	2,2	1,2	3,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,5)	(0,1)	(0,1)	0,7	0,5	0,8	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,0	0,0	1,6	0,3	2,0	1,3	0,9		
= Variación EBITDA recurrente	1,4	(0,0)	1,4	1,0	2,5	2,1	1,9		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,6	0,1	(3,6)	4,3	(2,4)	0,3	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	2,0	0,1	(2,2)	5,3	0,1	2,4	1,9		
+/- Variación del CAPEX	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(0,3)	(0,3)	(0,6)	0,1	0,2		
+/- Variación de impuestos	0,0	-	-	0,2	(0,4)	(0,7)	(0,7)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	2,1	0,1	(2,4)	5,1	(1,0)	1,8	1,4		
Free Cash Flow Recurrente	(0,6)	(0,5)	(2,9)	2,2	1,2	3,0	4,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,2	0,3	0,6	(0,3)	2,3	4,9	7,4	-57,6%	n.a.
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,2)	(1,8)		
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,5)	1,0	1,9	4,4	6,5	8,5	87,1%	63,8%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	0,2	(3,4)	0,9	(1,5)	(1,1)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,3)	(0,2)	(2,4)	2,9	3,0	5,4	7,3	n.a.	36,5%
- CAPEX	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,2)	(1,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,4)	(0,3)	(2,4)	2,7	2,2	3,9	5,2	n.a.	24,1%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	84,5%	27,0%	-757,0%	211,9%	-18,9%	78,6%	31,9%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	13,0%	8,3%	12,5%	14,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(8,5)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,4)	(0,3)	(2,4)	(5,8)	2,2	3,9	5,2	n.a.	42,5%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	84,5%	27,0%	-757,0%	-139,5%	137,9%	78,6%	31,9%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	n.a.	n.a.	6,2%	5,0%	8,9%	11,8%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0%	8,9%	11,8%		

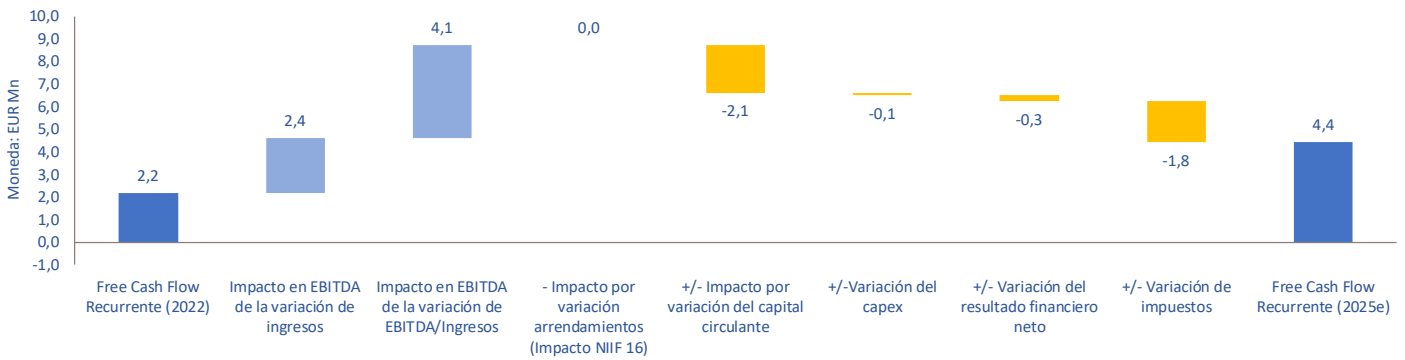


Analítica del Free Cash Flow (II)

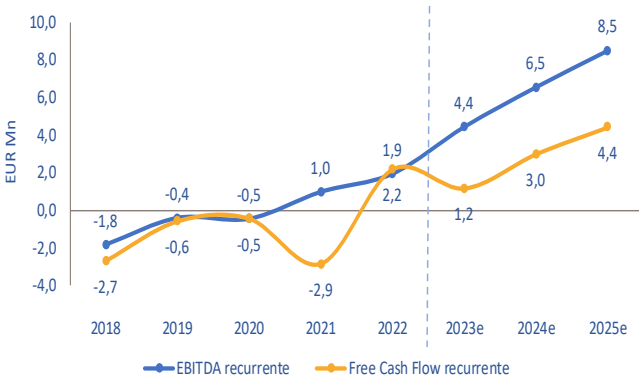
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



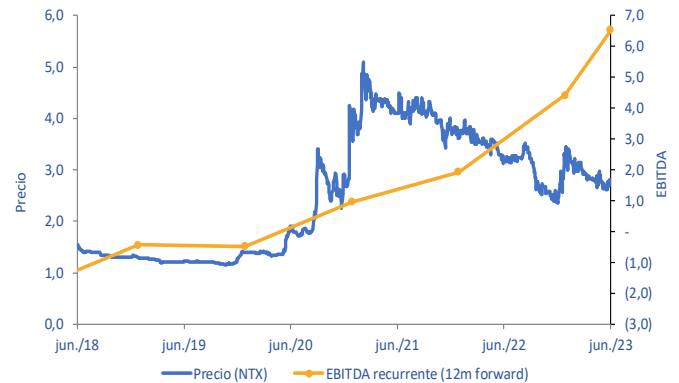
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,2	3,9	5,2	90,9			
Market Cap	24,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	18,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta			6,3%	6,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,0%	5,4%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	56,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	43,2%	D			=	=	
WACC	8,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	9,0%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	24,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	18,9	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	44,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	2,1%	3,2%	6,5%	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	19,6%			
FCF Yield - WACC	0,6%	9,6%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	22,9%	7,2	6,1x
Central	20,8%	6,5	6,8x
Min	18,7%	5,9	7,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	0,6%	0,7%		0,8%	Max	Central
7,2	3,7	3,7	3,6	Max	14,9%	14,7%	14,6%
6,5	3,0	3,0	3,0	Central	12,2%	12,1%	11,9%
5,9	2,4	2,3	2,3	Min	9,5%	9,4%	9,3%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	40,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	60,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	35,7%	37,1%	46,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,1%	4,6%	3,1%



Principales comparables 2023e

E-learning

Dato	EUR Mn	Instructure Holdings, Learning Technologies					Average	NTX
		Inc.	Group	Docebo	Skillsoft	D2L, Inc		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	INST-US	LTG-GB	DCBO-CA	SKIL-US	DTOL-CA		NTX-ES
	País	USA	UK	Canada	USA	Canada		Spain
	Market cap	3.256,3	935,7	1.068,7	244,3	253,9		24,8
	Enterprise value (EV)	3.635,9	1.088,3	869,4	679,8	163,8		44,2
Información financiera básica	Total Ingresos	489,9	700,2	166,3	521,2	169,0		26,6
	Cto. Total Ingresos	10,4%	1,3%	28,7%	0,6%	10,4%	10,3%	27,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	10,1%	3,9%	23,3%	3,3%	n.a.	10,2%	17,5%
	EBITDA	190,1	147,4	12,8	96,1	4,8		4,4
	Cto. EBITDA	47,9%	-15,8%	408,1%	73,9%	145,4%	131,9%	313,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	23,0%	6,6%	77,7%	17,6%	n.a.	31,2%	38,5%
	EBITDA/Ingresos	38,8%	21,0%	7,7%	18,4%	2,9%	17,8%	16,7%
	EBIT	184,2	128,9	5,5	(55,2)	(8,0)		2,3
	Cto. EBIT	n.a.	9,8%	188,4%	50,7%	44,7%	73,4%	838,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	13,4%	6,6%	n.a.	n.a.	n.a.	10,0%	80,3%
	EBIT/Ingresos	37,6%	18,4%	3,3%	n.a.	n.a.	19,8%	8,5%
	Beneficio Neto	(33,6)	84,6	6,4	(130,1)	(7,3)		0,7
	Cto. Beneficio Neto	-5,1%	140,2%	0,7%	82,4%	56,5%	54,9%	149,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	10,7%	n.a.	40,3%	n.a.	25,5%	n.a.
	CAPEX/Ventas	1,1%	2,2%	0,6%	1,5%	1,5%	1,4%	0,7%
	Free Cash Flow	150,2	62,0	10,7	27,7	4,1		1,2
Deuda financiera Neta	145,5	96,8	(214,7)	n.a.	(108,3)		17,8	
DN/EBITDA (x)	0,8	0,7	n.a.	n.a.	n.a.	0,7	4,0	
Pay-out	0,0%	17,9%	n.a.	0,0%	n.a.	6,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	31,8	11,7	n.a.	n.a.	n.a.	21,8	37,9
	P/BV (x)	2,8	n.a.	5,6	n.a.	n.a.	4,2	14,2
	EV/Ingresos (x)	7,4	1,6	5,2	1,3	1,0	3,3	1,7
	EV/EBITDA (x)	19,1	7,4	n.a.	7,1	34,0	16,9	10,0
	EV/EBIT (x)	19,7	8,4	n.a.	n.a.	n.a.	14,1	19,5
	ROE	8,9	n.a.	5,4	n.a.	n.a.	7,2	46,2
	FCF Yield (%)	4,6	6,6	1,0	11,3	1,6	5,0	4,7
	DPA	0,00	0,02	n.a.	0,00	n.a.	0,01	0,00
	Dvd Yield	0,0%	1,6%	n.a.	0,0%	n.a.	0,5%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	Comportamiento histórico											TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos						5,1	6,7	8,7	9,8	12,3	20,9	26,6	31,4	36,7	n.a.	20,7%
Cto. Total ingresos						-6,2%	31,6%	29,8%	12,4%	25,4%	70,0%	27,4%	18,4%	16,7%		
EBITDA						(1,9)	(1,9)	(0,4)	(0,2)	1,2	1,1	4,4	6,5	8,5	n.a.	99,4%
Cto. EBITDA						n.a.	-1,3%	76,2%	46,8%	591,0%	-8,7%	313,7%	47,7%	29,8%		
EBITDA/Ingresos						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,6%	5,1%	16,7%	20,8%	23,1%		
Beneficio neto						(2,2)	(1,6)	0,1	0,1	0,6	(1,3)	0,7	2,8	4,8	n.a.	77,7%
Cto. Beneficio neto						n.a.	25,1%	104,6%	86,4%	358,7%	-306,3%	149,7%	320,5%	72,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						-	-	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9		
BPA (EUR)						n.a.	n.a.	0,01	0,02	0,07	-0,15	0,07	0,31	0,54	n.a.	77,7%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	n.a.	86,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72,8%		
BPA ord. (EUR)						n.a.	n.a.	0,00	-0,02	0,00	-0,08	0,07	0,31	0,54	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	90,7%	n.a.	n.a.	n.a.	72,8%		
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
CAPEX/Vtas %						1,1%	2,5%	0,7%	0,5%	0,3%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%		
Free Cash Flow						(1,0)	(2,7)	(0,6)	(0,2)	(2,7)	(7,2)	1,2	3,0	4,4	n.a.	37,8%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,7x	17,7x	4,0x	2,3x	1,2x		
PER (x)						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,2x	n.a.	37,9x	9,0x	5,2x		
EV/Vtas (x)						3,91x	2,48x	2,07x	4,02x	3,73x	2,29x	1,66x	1,41x	1,20x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,0x	44,6x	10,0x	6,8x	5,2x		
Comport. Absoluto						n.a.	-34,8%	7,8%	164,7%	-1,6%	-9,1%	-14,9%				
Comport. Relativo vs Ibx 35						n.a.	-23,4%	-3,6%	213,1%	-8,9%	-3,8%	-24,6%				

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

Nicolás Correa (NEA) es un grupo industrial español (Burgos), dedicado al diseño y fabricación de máquina-herramienta de arranque, y especializado en fresadoras para la industria de mecánica general (destacando sectores como: aeronáutico, defensa, energías renovables y nuclear). Actualmente (2022) las ventas en España suponen el 8% del total, con una contribución del resto de Europa de c. 50%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	70,2	75,2
EV (Mn EUR y USD)	59,0	63,2
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,86 / 5,00 / 3,97	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	9,9	
Factset / Bloomberg	NEA-ES / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Nicolás-Correa	29,0
Jose Maria Galíndez	5,4
Onchena	5,4
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	2,0
Free Float	58,2

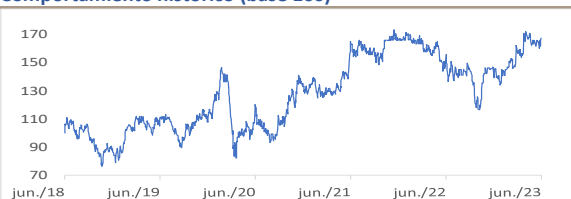
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,3	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	99,1	108,9	117,5	126,8
EBITDA Rec.	11,1	13,3	15,0	16,9
% Var.	21,3	19,5	13,0	12,7
% EBITDA Rec./Ing.	11,2	12,2	12,8	13,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,7	17,4	14,3	14,3
Beneficio neto	9,0	8,9	9,9	11,1
BPA (EUR)	0,73	0,72	0,80	0,90
% Var.	62,2	-1,7	11,1	12,3
BPA ord. (EUR)	0,75	0,72	0,80	0,90
% Var.	62,4	-3,5	11,1	12,3
Free Cash Flow Rec.	1,7	4,1	0,9	7,3
Pay-out (%)	31,0	31,0	31,0	31,0
DPA (EUR)	0,23	0,22	0,25	0,28
Deuda financiera neta	-11,4	-12,7	-10,8	-15,1
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,0	-1,0	-0,7	-0,9
ROE (%)	14,4	12,8	13,0	13,3
ROCE (%)	15,2	14,9	15,0	15,4

Ratios y Múltiplos (x)

PER	7,8	7,9	7,1	6,3
PER Ordinario	7,6	7,9	7,1	6,3
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	4,0	3,9	4,4	4,9
EV/Ventas	0,60	0,54	0,50	0,47
EV/EBITDA Rec.	5,3	4,4	3,9	3,5
EV/EBIT	6,6	5,3	4,8	4,3
FCF Yield (%)	2,4	5,8	1,2	10,5

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	2,7	4,4	11,1	67,6

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

(2) Sector: Europe Industrial Machinery.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Cartera de pedidos excelente. Se mantiene en máximos. Cartera de pedidos a abril 2023 de EUR 114Mn (+21% vs 2022, que ya se encontraba en máximos). Aunque quizás lo más interesante sea que la captación de pedidos (enero-abril 2023) ya ascendía a EUR 47Mn (lo que apunta a que continúa el buen “tono” comercial).

NEA seguirá “marcando récords” en 2023e (EBITDA 23e: +19,5%, con bajo riesgo de revisión de estimaciones a la baja). En 2023e, la inercia de una cartera de pedidos excelente debería permitir a NEA mantener crecimientos de doble dígito en ingresos (+10% vs 2022). Un crecimiento que, en una compañía con un apalancamiento operativo muy elevado, esperamos que devuelva los márgenes a niveles cercanos al 12% (+1p.p. vs 2022). EBITDA 2023e: EUR 13,3Mn (+19,5% vs 2022).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

“Nicho industrial”. NEA es un referente en la fabricación de grandes fresadoras. Lo que explica que, por negocio (liderazgo, ventajas competitivas, puntera en eficiencia, capacidad para seguir ganando cuota), esperamos que siga creciendo más que el mercado; con cierta independencia de lo que diga el cuadro macro.

Diversificación geográfica y exposición a sectores en crecimiento. NEA exporta el 92% de sus ventas, destacando su exposición a China (c. 30% s/Ingresos). Un mercado que no sólo presenta un mejor cuadro macro que Europa o USA, sino que hoy es el mayor importador de maquinaria (lo que hace que sea un mercado “clave” para NEA). Por sectores, destaca su exposición a mercados en crecimiento como renovables, defensa o energía nuclear.

Estructura de balance muy robusta (en caja neta). La elevada capacidad de generación de caja de NEA es un hecho. Y su reflejo lo encontramos en la posición de caja neta (que en 2022 ascendía a EUR 11,4Mn; 16% del market cap). Una posición de caja neta que avala la capacidad de inversión de NEA y su potencial para seguir creciendo, en una compañía donde la generación de valor es clara (ROCE 23e: 15%). Y garantiza la continuidad de la política de dividendos (dividend yield 2023e: c. 4%).

Capacidad para seguir creciendo, sin perder el foco en el margen (con rentabilidad superior a la media del sector). El momento de resultados es especialmente positivo. Y a más largo plazo el crecimiento es también sólido. La continuidad de un crecimiento en ventas similar al visto durante los últimos años (+8,6% TACC 22-25e) debería traducirse en 2025e en una compañía con capacidad de hacer EUR 17Mn en EBITDA (+16% TACC 22-25e) y un FCF de EUR 7Mn (FCF yield 25e: c. 10%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Incremento del CAPEX. Nuestros números contemplan un incremento significativo del CAPEX, especialmente en 2024e, año en que esperamos se concentre la mayor parte de la inversión destinada a la construcción de la nueva planta de mecanizado en Burgos. La nueva planta de mecanizado se situará junto a las actuales instalaciones de la matriz en una parcela de 21.000m2 adquirida en octubre 2022 (EUR 1,5Mn). Lógicamente, un incremento de las necesidades de inversión superior al estimado reducirá la generación de caja.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una combinación difícil de ignorar: buen momentum de beneficios, cotizando a múltiplos relativamente bajos. El reducido tamaño de NEA y la inercia de una cartera excelente (eso que hemos calificado de “su propio ciclo”) apunta a la continuidad del buen momentum de beneficios. Que el comportamiento de la acción ha sido bueno es un hecho: +24% YTD, +11,1% -12m, +41,3% -3y... Pero en el caso de NEA es algo que es compatible con seguir cotizando a múltiplos objetivamente atractivos (EV/EBITDA 23e: 4,4x vs c. 6x del sector), para una compañía con estas perspectivas de crecimiento: EBITDA Rec. 22-25e: +16% TACC (vs c. 9% del sector) y rentabilidad.



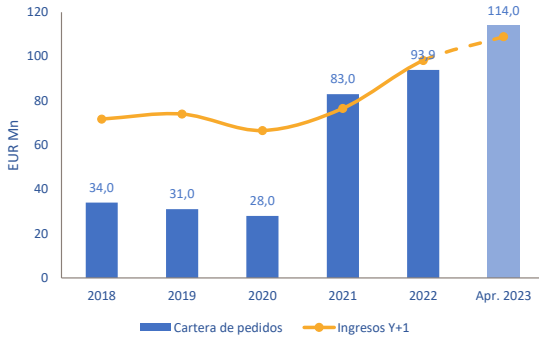
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,3	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5		
Inmovilizado material	12,7	13,8	14,8	15,3	18,9	21,3	28,1	29,6		
Otros activos no corrientes	10,8	11,6	11,6	11,0	11,4	11,4	11,4	11,4		
Inmovilizado financiero	6,0	2,0	2,1	2,5	3,0	3,6	4,2	4,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5		
Activo circulante	36,2	37,1	40,6	51,1	56,3	61,8	66,6	71,8		
Total activo	75,5	75,2	79,7	90,5	100,6	109,1	121,3	128,6		
Patrimonio neto	47,1	53,0	56,3	59,6	66,2	72,3	79,4	87,5		
Minoritarios	0,8	0,8	0,7	0,4	1,0	1,1	1,3	1,4		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,3	3,6	3,5	3,6	4,6	4,6	4,6	4,6		
Otros pasivos no corrientes	-	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7		
Deuda financiera neta	1,5	(4,9)	(1,8)	(13,1)	(11,4)	(12,7)	(10,8)	(15,1)		
Pasivo circulante	22,8	21,8	20,1	39,3	39,6	43,1	46,2	49,6		
Total pasivo	75,5	75,2	79,7	90,5	100,6	109,1	121,3	128,6		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	72,1	74,3	67,5	78,2	99,1	108,9	117,5	126,8	8,3%	8,6%
Cto.Total Ingresos	21,7%	3,0%	-9,1%	15,8%	26,7%	9,9%	7,9%	7,9%		
Coste de ventas	(32,1)	(34,0)	(29,2)	(34,2)	(45,9)	(50,4)	(54,4)	(58,7)		
Margen Bruto	40,0	40,2	38,3	44,0	53,2	58,5	63,1	68,1	7,4%	8,6%
Margen Bruto / Ingresos	55,5%	54,2%	56,7%	56,3%	53,7%	53,7%	53,7%	53,7%		
Gastos de personal	(16,9)	(17,7)	(17,8)	(18,8)	(21,9)	(23,5)	(25,0)	(26,6)		
Otros costes de explotación	(14,7)	(13,2)	(12,3)	(16,0)	(20,2)	(21,7)	(23,1)	(24,6)		
EBITDA recurrente	8,4	9,3	8,1	9,2	11,1	13,3	15,0	16,9	7,2%	15,0%
Cto.EBITDA recurrente	31,0%	11,0%	-13,0%	12,7%	21,3%	19,5%	13,0%	12,7%		
EBITDA rec. / Ingresos	11,7%	12,6%	12,0%	11,7%	11,2%	12,2%	12,8%	13,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
EBITDA	8,4	9,3	8,1	9,0	10,9	13,3	15,0	16,9	6,7%	15,7%
Depreciación y provisiones	(1,3)	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(1,8)	(2,1)	(2,6)	(3,0)		
Gastos capitalizados	0,1	0,3	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	7,2	8,2	6,5	7,3	9,0	11,1	12,4	13,9	5,7%	15,5%
Cto.EBIT	142,1%	13,4%	-20,5%	12,0%	23,7%	23,4%	11,4%	12,0%		
EBIT / Ingresos	10,0%	11,0%	9,6%	9,3%	9,1%	10,2%	10,5%	10,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	1,2	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,0	0,1	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6		
Beneficio ordinario	6,7	8,0	6,5	7,0	10,3	11,3	12,5	14,1	11,2%	10,9%
Cto.Beneficio ordinario	184,0%	18,3%	-18,9%	8,9%	46,5%	9,3%	11,1%	12,3%		
Extraordinarios	0,4	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	7,1	8,0	6,5	7,0	10,3	11,3	12,5	14,1	9,7%	10,9%
Impuestos	0,9	0,2	(0,6)	(1,4)	(1,1)	(2,3)	(2,5)	(2,8)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	9,0%	19,4%	11,1%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	7,8	8,1	5,8	5,6	9,0	8,9	9,9	11,1	3,7%	7,1%
Cto.Beneficio neto	250,0%	2,8%	-28,4%	-3,3%	62,2%	-1,7%	11,1%	12,3%		
Beneficio ordinario neto	6,6	7,8	5,8	5,7	9,2	8,9	9,9	11,1	8,8%	6,4%
Cto. Beneficio ordinario neto	51,5%	19,1%	-26,3%	-1,7%	62,4%	-3,5%	11,1%	12,3%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						13,3	15,0	16,9	7,2%	15,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						(1,9)	(1,7)	(1,9)		
Cash Flow operativo recurrente						11,3	13,2	15,0	-1,8%	34,4%
CAPEX						(4,5)	(9,4)	(4,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Impuestos						(2,3)	(2,5)	(2,8)		
Free Cash Flow Recurrente						4,1	0,9	7,3	-16,8%	62,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,1	0,9	7,3	-29,2%	80,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,8)	(2,8)	(3,1)		
Variación de Deuda financiera neta						(1,3)	1,9	(4,3)		

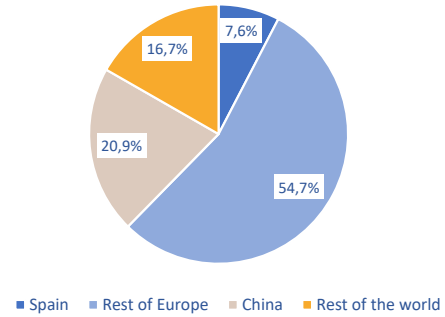


La compañía en 8 gráficos

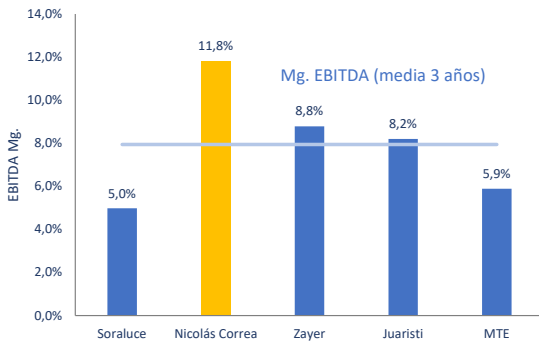
Momentum excelente, respaldado por una cartera de pedidos en máximos



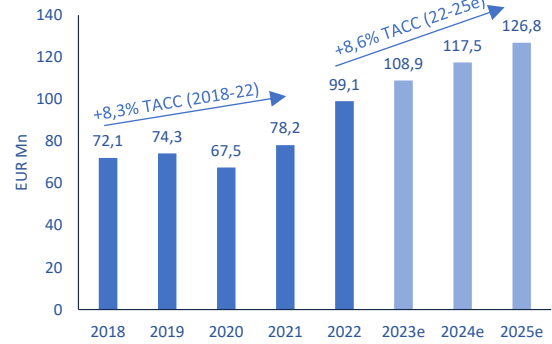
Mix de ingresos: diversificación geográfica con exposición a mercados en crecimiento



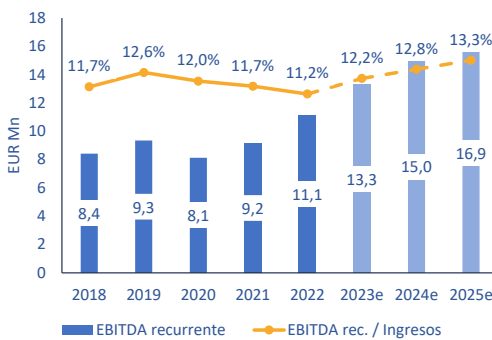
Una compañía con márgenes sistemáticamente superiores a los de sus comparables más directos



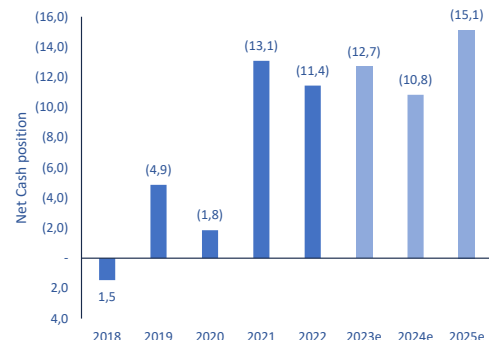
2023e-2025e: esperamos la continuidad de un crecimiento en ventas similar al visto durante los últimos años



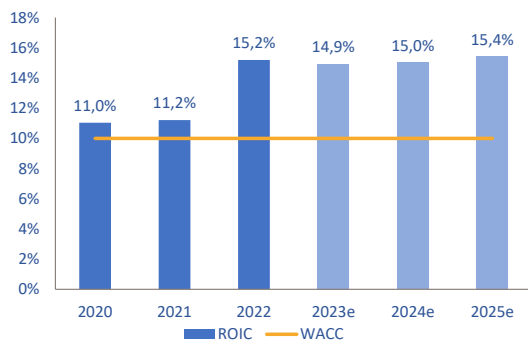
El apalancamiento operativo debería permitirle recuperar un margen EBITDA c. 13% en 2025e (+2p.p. vs 2022)



La posición de caja neta (17% s/market cap) avala la capacidad de inversión de NEA y su potencial para seguir creciendo



En una compañía en la que la creación de valor es clara y creciente: ROCE 2023e: c. 15% vs 11% en 2020



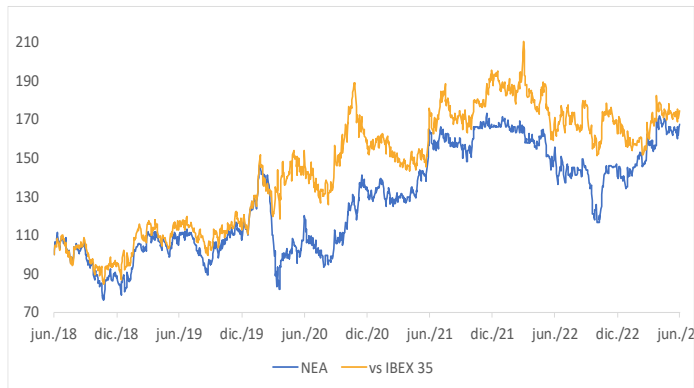
Buen momentum de resultados, cotizando a múltiplos relativamente bajos (EV/EBITDA 23e 4,4x)



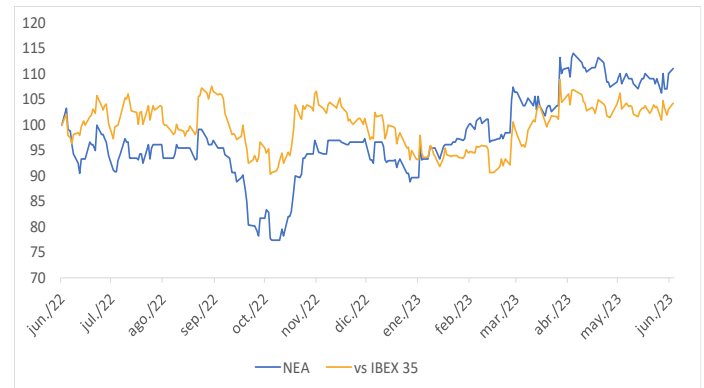


Evolución de la cotización

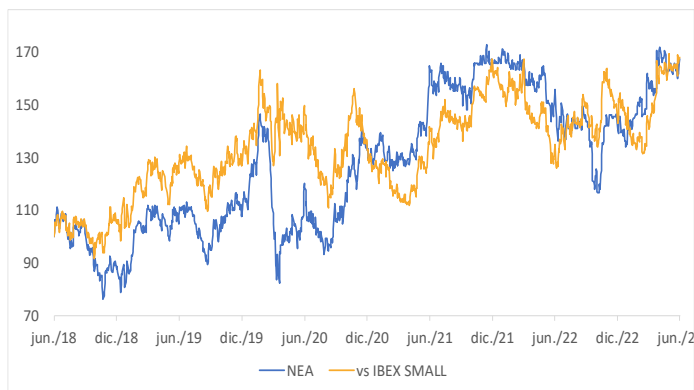
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



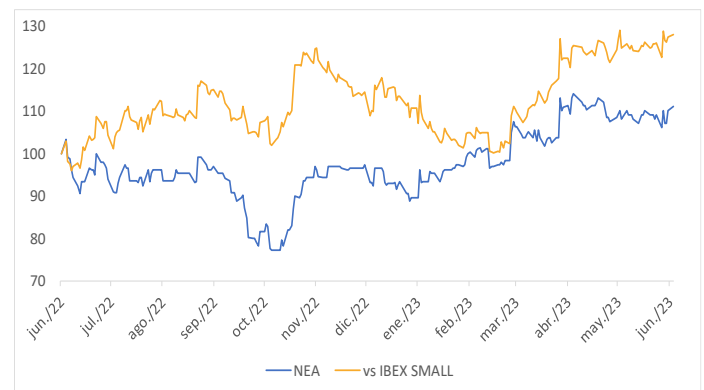
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



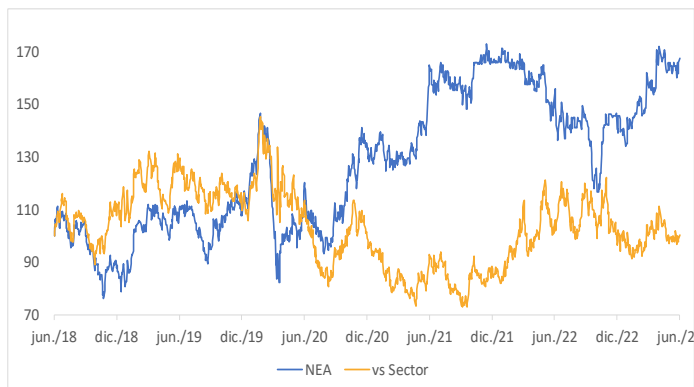
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



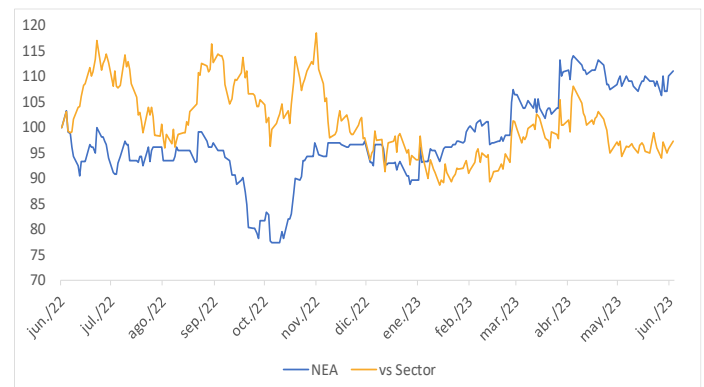
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Europe Industrial Machinery

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,7	4,4	11,1	24,0	41,3	67,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,1	6,4	4,4	9,8	19,7	74,7
vs Euro STOXX 50	3,8	4,5	-2,1	9,6	11,4	34,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,5	16,6	28,1	15,5	14,7	68,2
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	2,5	7,6	21,0	13,8	0,0	55,9
vs MSCI Europe Micro Cap	4,4	10,8	27,0	24,9	19,8	56,0
vs Sector						
vs Europe Industrial Machinery	3,2	-2,3	-2,6	3,0	-8,3	0,4

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



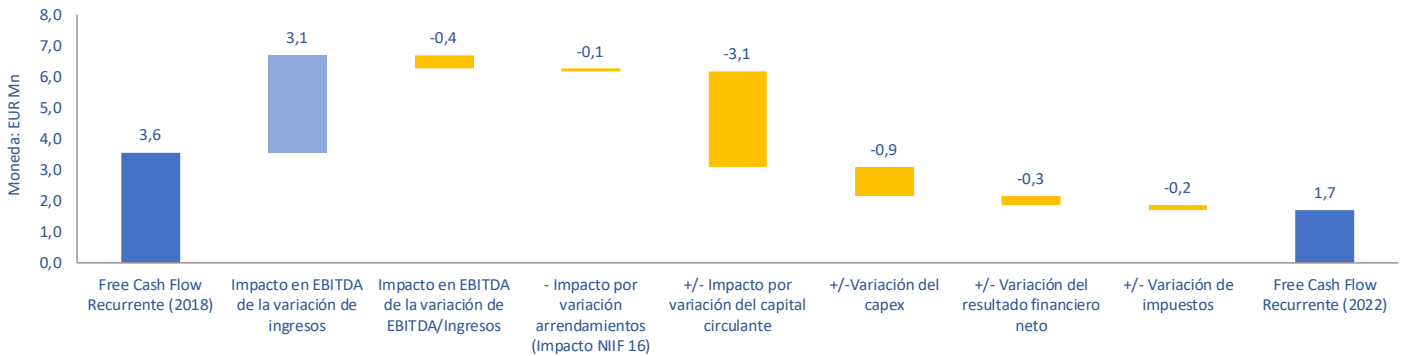
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	9,3	8,1	9,2	11,1	13,3	15,0	16,9	6,0%	15,0%
Cto. EBITDA recurrente	11,0%	-13,0%	12,7%	21,3%	19,5%	13,0%	12,7%		
EBITDA rec. / Ingresos	12,6%	12,0%	11,7%	11,2%	12,2%	12,8%	13,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	(5,2)	8,7	(4,9)	(1,9)	(1,7)	(1,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	7,2	2,8	17,6	6,2	11,3	13,2	15,0	-5,2%	34,4%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	9,0%	-61,6%	533,5%	-65,0%	82,4%	17,4%	13,4%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	9,8%	4,1%	22,6%	6,2%	10,3%	11,3%	11,8%		
- CAPEX	(1,8)	(2,8)	(2,3)	(2,9)	(4,5)	(9,4)	(4,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos	(1,0)	(0,7)	(1,4)	(1,1)	(2,3)	(2,5)	(2,8)		
= Free Cash Flow recurrente	4,4	(0,9)	13,3	1,7	4,1	0,9	7,3	-26,8%	62,7%
Cto. Free Cash Flow recurrente	22,1%	-120,7%	n.a.	-87,2%	138,8%	-78,6%	741,5%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	5,9%	n.a.	17,0%	1,7%	3,7%	0,7%	5,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(1,8)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	4,0	-	(0,1)	1,3	-	-	-		
= Free Cash Flow	8,4	(0,9)	13,2	1,2	4,1	0,9	7,3	-47,0%	80,7%
Cto. Free Cash Flow	68,1%	-110,8%	n.a.	-90,6%	227,2%	-78,6%	741,5%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	6,2%	n.a.	19,0%	2,4%	5,8%	1,2%	10,5%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	11,9%	n.a.	18,8%	1,8%	5,8%	1,2%	10,5%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	3,6	4,4	(0,9)	13,3	1,7	4,1	0,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	(0,9)	1,3	2,4	1,1	1,1	1,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,7	(0,4)	(0,2)	(0,5)	1,1	0,7	0,7		
= Variación EBITDA recurrente	0,9	(1,2)	1,0	2,0	2,2	1,7	1,9		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	0,1	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,2)	(3,2)	13,8	(13,5)	2,9	0,2	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,6	(4,5)	14,9	(11,5)	5,1	2,0	1,8		
+/- Variación del CAPEX	0,2	(1,0)	0,5	(0,5)	(1,6)	(4,9)	5,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,1)	(0,4)	0,2	0,0	(0,0)	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,3	(0,6)	0,2	(1,1)	(0,3)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,8	(5,3)	14,2	(11,6)	2,4	(3,2)	6,5		
Free Cash Flow Recurrente	4,4	(0,9)	13,3	1,7	4,1	0,9	7,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	8,2	6,5	7,3	9,0	11,1	12,4	13,9	3,3%	15,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	9,0%	19,4%	11,1%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,6)	(1,4)	(1,0)	(2,2)	(2,5)	(2,8)		
EBITDA recurrente	9,3	8,1	9,2	11,1	13,3	15,0	16,9	6,0%	15,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	(5,2)	8,7	(4,9)	(1,9)	(1,7)	(1,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	7,2	2,8	17,6	6,2	11,3	13,2	15,0	-5,2%	34,4%
- CAPEX	(1,8)	(2,8)	(2,3)	(2,9)	(4,5)	(9,4)	(4,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,6)	(1,4)	(1,0)	(2,2)	(2,5)	(2,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,5	(0,6)	13,9	2,3	4,5	1,3	7,8	-25,2%	50,2%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	16,3%	-110,8%	n.a.	-83,5%	97,7%	-70,3%	477,9%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	7,4%	n.a.	17,8%	2,3%	4,2%	1,1%	6,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(1,8)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	4,0	-	(0,1)	1,3	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	9,5	(0,6)	13,8	1,8	4,5	1,3	7,8	-42,2%	61,9%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	56,0%	-106,3%	n.a.	-86,7%	147,4%	-70,3%	477,9%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	9,3%	n.a.	23,6%	3,9%	7,7%	2,3%	13,2%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	16,1%	n.a.	23,4%	3,1%	7,7%	2,3%	13,2%		

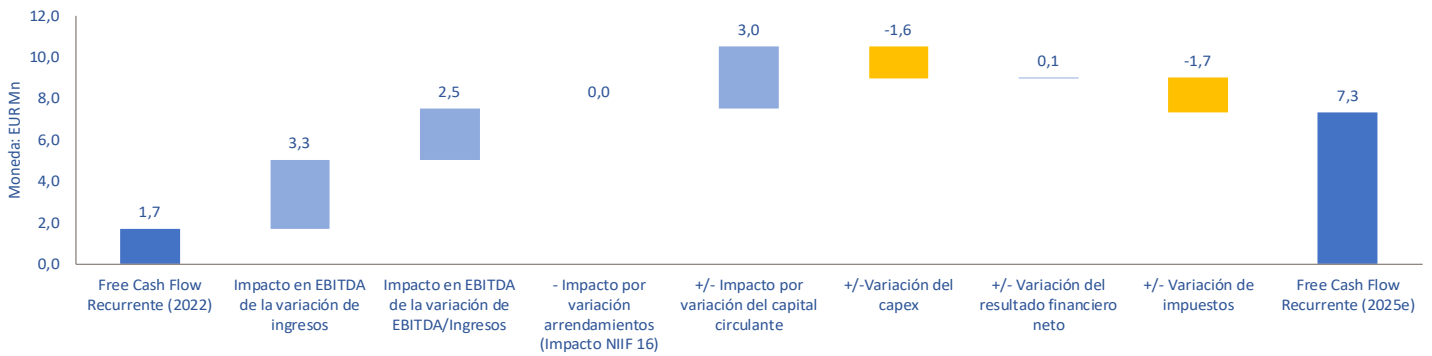


Analítica del Free Cash Flow (II)

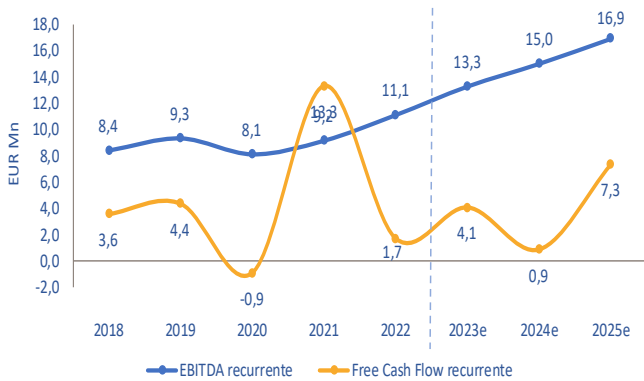
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



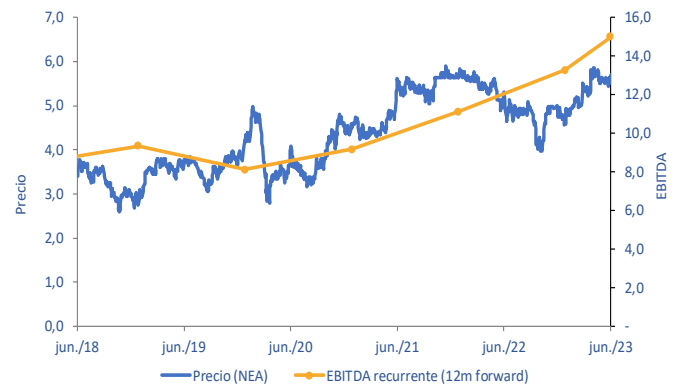
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,5	1,3	7,8	103,9			
Market Cap	70,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-11,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,4%	11,8%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	70,2	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,9	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	(11,4)	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	3,7	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	59,0	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	15,2%	16,8%	11,0%	11,2%	15,2%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	4,6%	4,9%			
FCF Yield - WACC	-8,1%	-0,1%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	14,1%	16,5	3,6x
Central	12,8%	15,0	3,9x
Min	11,5%	13,5	4,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	7,2%	8,0%		8,8%	Max	Central
16,5	3,3	2,4	1,5	Max	4,8%	3,4%	2,1%
15,0	1,8	0,9	(0,1)	Central	2,6%	1,2%	n.a.
13,5	0,3	(0,7)	(1,6)	Min	0,4%	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	14,3%	14,3%
% de otros consejeros	28,6%	28,6%	28,6%
% de mujeres en el consejo de administración	42,9%	42,9%	42,9%
% de mujeres en la plantilla	11,7%	11,4%	11,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,9%	3,4%	3,1%



Principales comparables 2023e

		Máquina-herramienta					Average	NEA
EUR Mn		Georg Fischer	Makino	Starrag	Tornos Holding	Datron AG		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	GF-CH	6135-JP	STGN-CH	TOHN-CH	DAR-DE		NEA-ES
	País	Switzerland	Japan	Switzerland	Switzerland	Germany		Spain
	Market cap	5.203,6	870,0	190,4	119,6	45,7		70,2
	Enterprise value (EV)	5.095,9	758,8	169,6	101,7	31,2		59,0
Información financiera básica	Total Ingresos	4.175,3	1.428,8	350,2	180,3	64,5		108,9
	Cto.Total Ingresos	1,4%	-6,3%	7,1%	-3,5%	7,7%	1,3%	9,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	4,1%	4,8%	5,7%	5,6%	8,0%	5,6%	7,9%
	EBITDA	534,9	153,5	32,1	15,5	7,5		13,3
	Cto. EBITDA	6,9%	-9,6%	1,0%	-27,4%	n.a.	-7,3%	21,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,8%	11,7%	5,9%	8,9%	21,1%	10,9%	12,8%
	EBITDA/Ingresos	12,8%	10,7%	9,2%	8,6%	11,7%	10,6%	12,2%
	EBIT	410,9	93,3	23,7	11,3	6,1		11,1
	Cto. EBIT	7,5%	-20,2%	-0,7%	-35,2%	0,0%	-9,7%	23,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,2%	17,6%	7,3%	10,8%	17,0%	12,2%	11,7%
	EBIT/Ingresos	9,8%	6,5%	6,8%	6,3%	9,5%	7,8%	10,2%
	Beneficio Neto	306,5	78,4	18,5	10,8	4,4		8,9
	Cto. Beneficio Neto	7,8%	-27,0%	62,0%	-27,3%	n.a.	3,9%	-1,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,9%	15,7%	8,0%	11,3%	8,5%	10,5%	11,7%
CAPEX/Ventas	4,5%	6,3%	1,5%	6,0%	n.a.	4,6%	4,1%	
Free Cash Flow	241,0	108,3	39,0	6,6	(8,8)		4,1	
Deuda financiera Neta	(277,8)	(296,6)	(51,1)	(12,3)	n.a.		(12,7)	
DN/EBITDA (x)	(0,5)	(1,9)	(1,6)	(0,8)	n.a.		(1,0)	
Pay-out	38,5%	28,2%	37,3%	44,8%	n.a.	37,2%	31,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,0	10,8	10,1	11,7	10,5	12,0	7,9
	P/BV (x)	2,8	0,6	1,0	1,2	n.a.	1,4	1,0
	EV/Ingresos (x)	1,2	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	0,5
	EV/EBITDA (x)	9,5	4,9	5,3	6,6	4,1	6,1	4,4
	EV/EBIT (x)	12,4	8,1	7,2	9,0	5,1	8,4	5,3
	ROE	16,4	5,9	9,8	10,0	n.a.	10,5	12,8
	FCF Yield (%)	4,6	12,4	20,5	5,5	n.a.	10,8	5,8
	DPA	1,44	0,92	2,06	0,25	0,20	0,97	0,22
	Dvd Yield	2,3%	2,6%	3,6%	4,0%	1,7%	2,9%	3,9%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)												TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	31,7	54,7	55,6	55,9	59,6	59,2	72,1	74,3	67,5	78,2	99,1	108,9	117,5	126,8	12,1%	8,6%
Cto. Total ingresos	-50,4%	72,7%	1,6%	0,5%	6,7%	-0,6%	21,7%	3,0%	-9,1%	15,8%	26,7%	9,9%	7,9%	7,9%		
EBITDA	(6,3)	1,4	3,0	3,7	14,1	4,3	8,4	9,3	8,1	9,0	10,9	13,3	15,0	16,9	14,1%	15,7%
Cto. EBITDA	-375,1%	122,2%	110,6%	23,4%	286,7%	-69,4%	94,5%	11,0%	-13,0%	11,3%	20,8%	21,6%	13,0%	12,7%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	2,6%	5,3%	6,5%	23,7%	7,3%	11,7%	12,6%	12,0%	11,6%	11,0%	12,2%	12,8%	13,3%		
Beneficio neto	(7,1)	(0,1)	1,4	1,4	4,1	2,2	7,8	8,1	5,8	5,6	9,0	8,9	9,9	11,1	12,6%	7,1%
Cto. Beneficio neto	n.a.	98,8%	n.a.	0,2%	203,0%	-45,6%	250,0%	2,8%	-28,4%	-3,3%	62,2%	-1,7%	11,1%	12,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3		
BPA (EUR)	-0,58	-0,01	0,11	0,11	0,33	0,18	0,64	0,65	0,47	0,45	0,73	0,72	0,80	0,90	12,6%	7,1%
Cto. BPA	n.a.	98,8%	n.a.	0,2%	n.a.	-45,6%	n.a.	2,8%	-28,4%	-3,3%	62,2%	-1,7%	11,1%	12,3%		
BPA ord. (EUR)	-0,58	-0,01	0,11	0,11	0,33	0,36	0,53	0,63	0,47	0,46	0,75	0,72	0,80	0,90	12,7%	6,4%
Cto. BPA ord.	n.a.	98,8%	n.a.	0,2%	n.a.	8,7%	47,0%	19,1%	-26,3%	-1,7%	62,4%	-3,5%	11,1%	12,3%		
CAPEX	(0,4)	(1,7)	(0,9)	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,8)	(2,3)	(2,9)	(4,5)	(9,4)	(4,4)		
CAPEX/Vtas %	1,3%	3,2%	1,7%	2,7%	1,6%	1,7%	2,7%	2,4%	4,1%	3,0%	2,9%	4,1%	8,0%	3,5%		
Free Cash Flow	(1,6)	0,3	3,2	1,9	2,8	5,0	5,0	8,4	(0,9)	13,2	1,2	4,1	0,9	7,3	10,8%	80,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	14,7x	6,1x	2,3x	0,9x	1,9x	0,2x	-0,5x	-0,2x	-1,4x	-1,0x	-1,0x	-0,7x	-0,9x		
PER (x)	n.a.	n.a.	8,6x	10,0x	4,5x	15,2x	4,4x	6,4x	9,6x	12,5x	6,3x	7,9x	7,1x	6,3x		
EV/Vtas (x)	1,10x	0,73x	0,63x	0,49x	0,57x	0,81x	0,54x	0,67x	0,81x	0,74x	0,50x	0,54x	0,50x	0,47x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	28,2x	11,7x	7,5x	2,4x	11,1x	4,7x	5,3x	6,8x	6,4x	4,5x	4,4x	3,9x	3,5x		
Comport. Absoluto	-32,4%	85,0%	-15,8%	17,0%	36,9%	83,1%	1,7%	48,5%	7,6%	25,7%	-18,6%	24,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-29,1%	52,4%	-18,8%	26,0%	39,7%	70,5%	19,6%	32,8%	27,2%	16,5%	-13,8%	9,8%				

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

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía biotecnológica española (Zaragoza) de pequeño tamaño, especializada en diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado y servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores para la industria farmacéutica). Dirigida por un equipo médico de primer nivel y que incluye a sus fundadores (c.13% del capital). La Familia Villagrà (Vidaro) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	64,0	68,6
EV (Mn EUR y USD)	63,7	68,2
Número de Acciones (Mn)	30,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,10 / 1,63 / 1,31	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	10,4	
Factset / Bloomberg	PANG-ES / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	13,8
Vidaro Inv. (Fam. Villagrà Blanco)	8,2
Mirling Europe	6,6
Hersol XXI (Familia Solans)	4,4
Free Float	12,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	27,1	30,5	30,5	30,5
Total Ingresos	4,4	10,4	15,1	16,3
EBITDA Rec.	-3,3	-1,4	0,6	1,2
% Var.	-110,5	56,8	141,0	100,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	3,9	7,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	-5,7	15,1	16,9	20,7
Beneficio neto	-2,7	-0,8	0,8	1,3
BPA (EUR)	-0,10	-0,03	0,03	0,04
% Var.	-256,1	74,0	200,1	68,4
BPA ord. (EUR)	-0,09	-0,03	0,02	0,03
% Var.	-106,2	67,2	155,8	94,9
Free Cash Flow Rec.	-3,4	-3,2	-0,7	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-4,8	0,5	1,0	1,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	1,7	0,9
ROE (%)	n.a.	n.a.	3,4	5,5
ROCE (%)	n.a.	n.a.	4,0	5,6

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	80,6	47,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	63,1
P/BV	2,8	2,8	2,7	2,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	14,58	6,11	4,21	3,90
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	44,6
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	16,7	24,3	23,9	3,6

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
 (2) Sector: Europe Biotechnology.
 (3) Otros: Fundadores 13,2%, Irigen 6,6%, Eléctrica del Oeste 6,3%, Areyhold S.L.U. 6,2%, Inv. Industriales Serpis 5,9%, Ideas de Bombero 5,8%, Inv. Orensanas 5,5%, Projecte Asfodel 5,1%.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Los resultados 2022 no muestran la “verdadera” PANG. Que cierra con unos ingresos 2022 de EUR 4,4Mn (-5,1% vs 2021) lastrados por los contratos con farmacéuticas (efecto negativo en 2022, positivo en 2023e). El cambio en el mix pesa mucho sobre los márgenes (Mg. Bruto 2022 41,3%; -25,3p.p. vs 2021) y la integración parcial de QTI (EUR 0,8Mn; EUR 1,1Mn proforma) no ha podido compensarlo, arrastrando el resto del P&L hasta el EBITDA 2022 de EUR -3,6Mn.

El M&A de 2023e convierte a PANG en líder en oncología de Cataluña. Una adquisición estratégica (IOB; mayo 2023e) que estimamos que aporte unos ingresos (proforma) de EUR 7,3Mn (50% en 2023e), aumentando la captación de nuevos pacientes (clave del modelo de negocio). La compañía ha cambiado radicalmente. Tanto en tamaño como en opciones de crecimiento a medio y largo plazo.

PANG gana momentum en 2023e. El giro estratégico, aupado por el crecimiento inorgánico (66,4% del crecimiento total) empujará los ingresos 2023e hasta EUR 10,4Mn (vs EUR 4,4Mn en 2021) permitiendo recuperar márgenes (por el repunte de servicios a empresas), aunque aún por debajo de break-even (EBITDA EUR -1,4Mn). Con una posición de balance (DN 2023e EUR 0,5Mn) saneada pese a la adquisición.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE “FIJARSE”?

Modelo circular entre sus líneas de negocio. La integración del equipo de su laboratorio de biopsia molecular con el asistencial ofrece mejoras terapéuticas para sus pacientes. La relación circular existente en su negocio (y que va a aprovechar el volumen de pacientes de IOB), retroalimenta la generación de ideas de I+D (activaciones por I+D -5y: EUR 11,3Mn) en oncología para la industria farmacéutica.

Prestigio del equipo médico. El equipo médico/científico es uno de los principales activos (intangibles) de PANG. Gracias a la adquisición de IOB, en 2023e se van a incorporar 4 médicos referentes internacionales (con cláusula de permanencia de 5 años), lo que implica alta visibilidad y reconocimiento en tratamientos oncológicos.

Mejora de los KPIs (visitas, pacientes nuevos) de actividad que se debería traducir en sinergias (y mayor rentabilidad). Por 3 razones: i) mejora de las condiciones de contratos ya firmados con QuironSalud, ii) realizar venta cruzada en servicios de mayor valor añadido (ensayos clínicos, cirugías, nuevos tratamientos) y iii) contratos relevantes con la industria farmacéutica.

Oportunidad de multiplicar 3x los ingresos hasta 2025e (+55,2% TACC 2022-2025e).

Lo más interesante de la operación será la capacidad de rentabilizar (no solo crecer) en los próximos años. Nuestro escenario para 25e prevé: Ingresos EUR 16,3Mn (+55,2% TACC 22-25e) con EBITDA claramente positivo (EUR 1,2Mn; Mg. EBITDA 25e c.7%). Sin estresar el balance pese al consumo de caja (DN 25e EUR 1Mn).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D en su balance: El riesgo inherente a la activación del I+D expone a PANG, a sus potenciales deterioros e incrementa las amortizaciones con impacto P/L y situación patrimonial.

Márgenes inestables. Los contratos con grandes farmacéuticas son cruciales en la evolución del margen. El riesgo de que el giro hacía la línea de negocio asistencial no obtenga unos niveles de rentabilidad esperados afectaría a PANG en el m/p y l/p.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Ante una auténtica renovación de la compañía que se traducirá en tamaño y crecimiento. La acción se ha revalorizado un +24% -12m. El mercado parece haber tomado nota del cambio en la dimensión de la empresa (+24,3% -3m), aunque el giro estratégico que no será visible en su totalidad hasta 2024e. Si miramos el primer año con plena consolidación de IOB, PANG cotizaría a un EV/Vtas 4,2x.



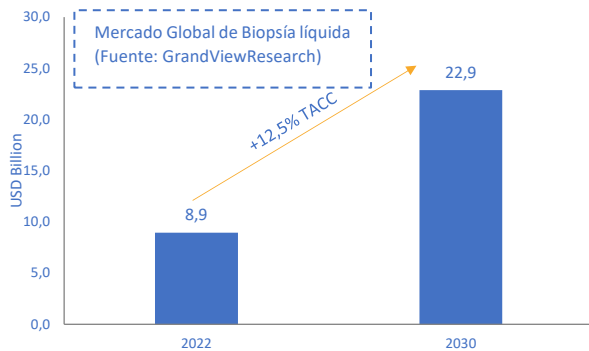
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	10,3	7,1	7,0	8,2	9,6	13,3	13,7	13,9		
Inmovilizado material	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros activos no corrientes	3,8	4,0	3,9	4,3	4,2	4,2	4,0	3,8		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	3,6	3,6	4,3	4,6	4,8	9,0	12,5	14,3		
Total activo	18,5	15,4	15,8	17,9	19,9	27,7	31,4	33,2		
Patrimonio neto	8,5	8,3	8,3	14,1	22,9	23,1	23,9	25,2		
Minoritarios	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	8,0	5,5	5,7	2,4	(4,8)	0,5	1,0	1,0		
Pasivo circulante	1,6	1,3	1,5	1,1	1,3	3,6	6,1	6,5		
Total pasivo	18,5	15,4	15,8	17,9	19,9	27,7	31,4	33,2		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	3,1	3,3	4,1	4,6	4,4	10,4	15,1	16,3	9,3%	55,2%
Cto.Total Ingresos	16,7%	8,4%	23,6%	12,3%	-5,1%	138,7%	45,2%	7,8%		
Coste de ventas	(1,4)	(1,1)	(1,6)	(1,5)	(2,6)	(4,4)	(5,1)	(5,3)		
Margen Bruto	1,7	2,2	2,5	3,1	1,8	6,0	10,1	11,0	2,0%	82,5%
Margen Bruto / Ingresos	54,5%	66,9%	61,9%	66,6%	41,3%	57,9%	66,4%	67,2%		
Gastos de personal	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(3,2)	(3,6)	(5,4)	(7,2)	(7,3)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(2,0)	(2,3)	(2,4)		
EBITDA recurrente	(2,3)	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(1,4)	0,6	1,2	-9,3%	33,0%
Cto.EBITDA recurrente	47,7%	25,3%	11,7%	-2,8%	-110,5%	56,8%	141,0%	100,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9%	7,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	0,3	0,2	(0,1)	(0,3)	0,2	0,2	0,2		
EBITDA	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(1,2)	0,8	1,4	-14,9%	33,5%
Depreciación y provisiones	(2,4)	(3,1)	(2,4)	(1,0)	(1,2)	(1,7)	(2,0)	(2,0)		
Gastos capitalizados	2,6	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,1	2,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,8)	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(2,6)	(0,6)	1,0	1,4	-9,0%	36,8%
Cto.EBIT	30,3%	-26,7%	29,3%	67,1%	-380,1%	75,3%	255,4%	45,2%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,5%	8,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	0,0	(2,5)	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,1	0,1		
Beneficio ordinario	(2,1)	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(2,8)	(0,7)	0,7	1,2	-7,5%	34,4%
Cto.Beneficio ordinario	32,4%	-134,2%	62,6%	41,1%	-158,5%	74,6%	200,1%	68,4%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(2,1)	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(2,8)	(0,7)	0,7	1,2	-7,5%	34,4%
Impuestos	0,9	0,1	0,1	0,5	0,1	(0,1)	0,1	0,1		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	-	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,3)	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(0,8)	0,8	1,3	-21,3%	35,6%
Cto.Beneficio neto	23,9%	-286,4%	63,8%	63,4%	-322,5%	70,7%	200,1%	68,4%		
Beneficio ordinario neto	(2,4)	(5,3)	(2,1)	(1,0)	(2,5)	(0,9)	0,5	1,0	-1,5%	33,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	22,9%	-123,7%	60,3%	51,1%	-144,6%	63,1%	155,8%	94,9%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(1,4)	0,6	1,2	-9,3%	33,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,8)	(1,1)	(1,3)		
Cash Flow operativo recurrente						-3,3	-0,5	-0,1	-1,5%	67,7%
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						0,2	0,3	0,3		
Free Cash Flow Recurrente						(3,2)	(0,7)	(0,3)	-2,5%	57,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(3,0)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(6,0)	(0,5)	(0,1)	-8,9%	75,7%
Ampliaciones de capital						1,0	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						5,0	0,5	0,1		

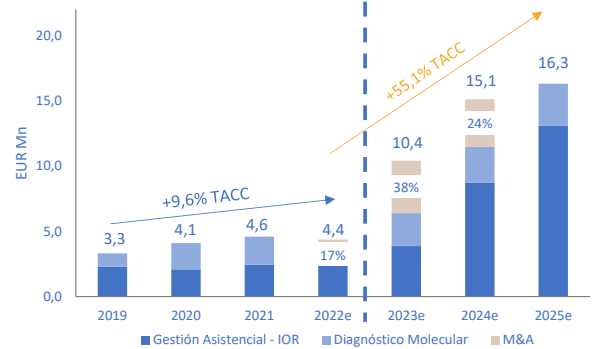


La compañía en 8 gráficos

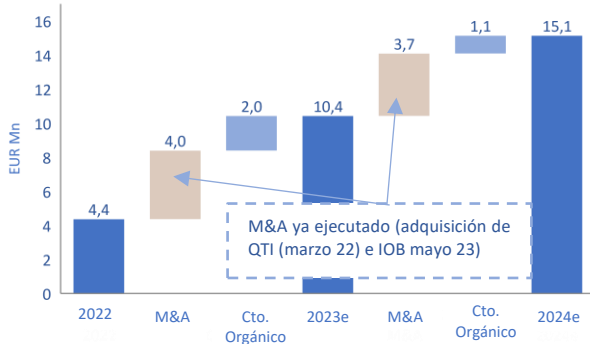
PANG apuesta por una tecnología (biopsia líquida) con expectativas racionales de alto crecimiento...



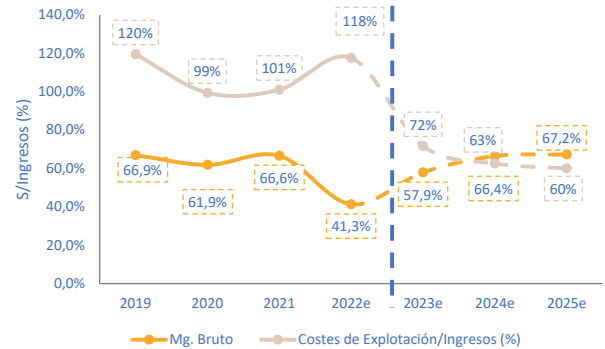
... y se encuentra ante un "auténtico" salto de escala (+55% TACC 2022-2025e)



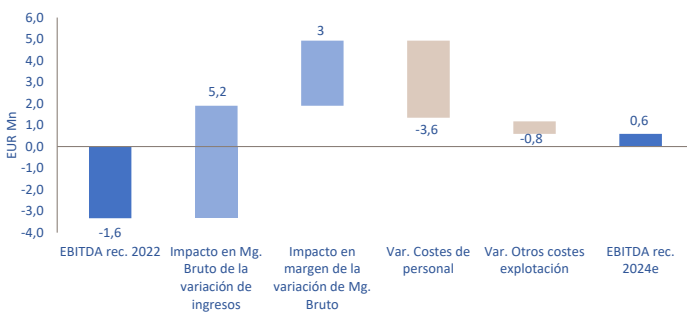
El M&A ejecutado en 2023e explica c.66% del crecimiento total del año (c.77% en 2024e)



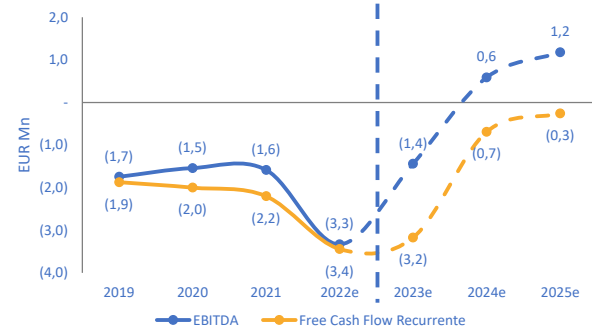
La mejora de márgenes es el gran catalizador del negocio (Mg. Bruto c.68% a partir de 2025e)



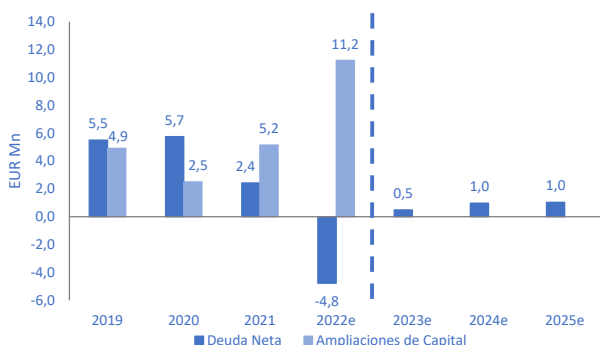
La combinación de alto crecimiento y mejora en márgenes apunta a sobrepasar el break-even en EBITDA en 2024e...



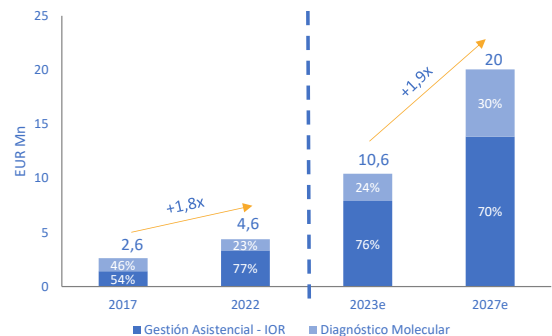
... y permitirá frenar el consumo de caja (break-even) ya en 2025e



Con una estructura de balance sólida (caja neta) que le ha permitido financiar el crecimiento inorgánico sin ampliar capital



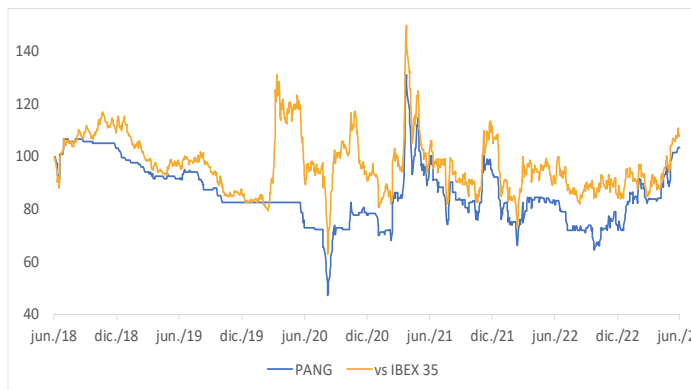
El elevado volumen de actividad permitirá aumentar la velocidad de expansión del diagnóstico molecular (biopsia líquida) en el I/p



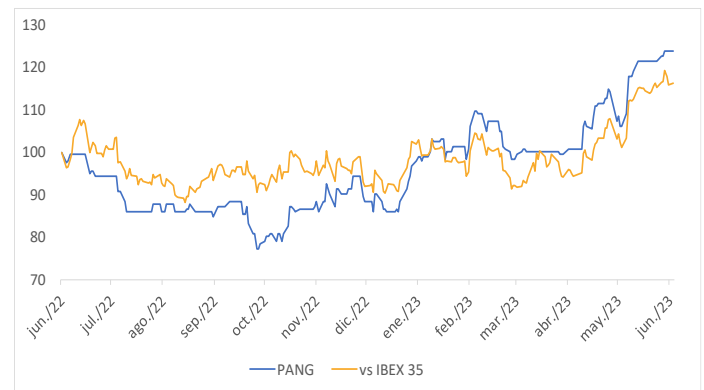


Evolución de la cotización

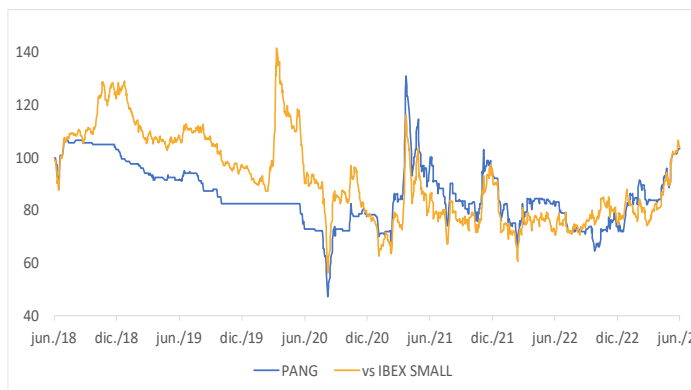
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



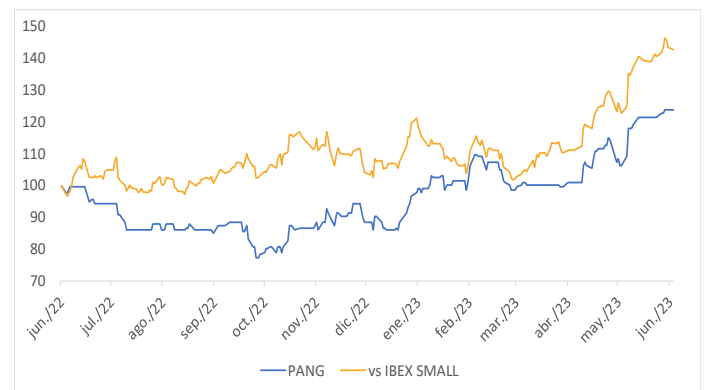
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



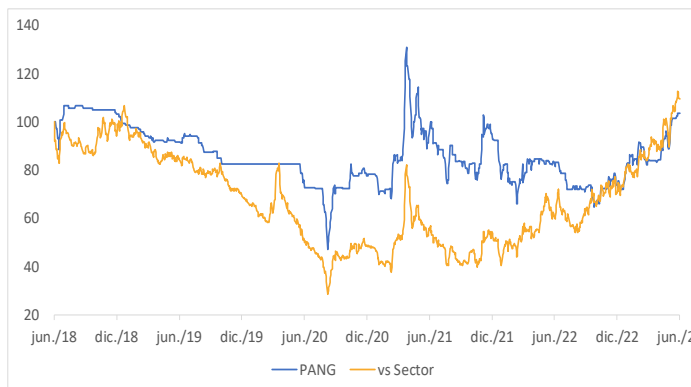
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



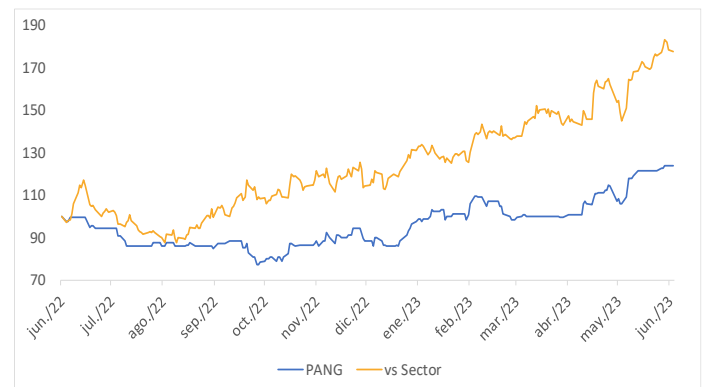
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Europe Biotechnology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	16,7	24,3	23,9	28,0	42,1	3,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	14,9	26,6	16,4	13,4	20,4	8,0
vs Euro STOXX 50	17,9	24,3	9,2	13,1	12,0	-16,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	16,4	38,8	42,8	19,3	15,3	4,0
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	16,5	28,1	34,9	17,6	0,6	-3,7
vs MSCI Europe Micro Cap	18,5	31,9	41,6	29,0	20,5	-3,6
vs Sector						
vs Europe Biotechnology	22,4	28,8	77,9	35,1	119,2	9,5

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



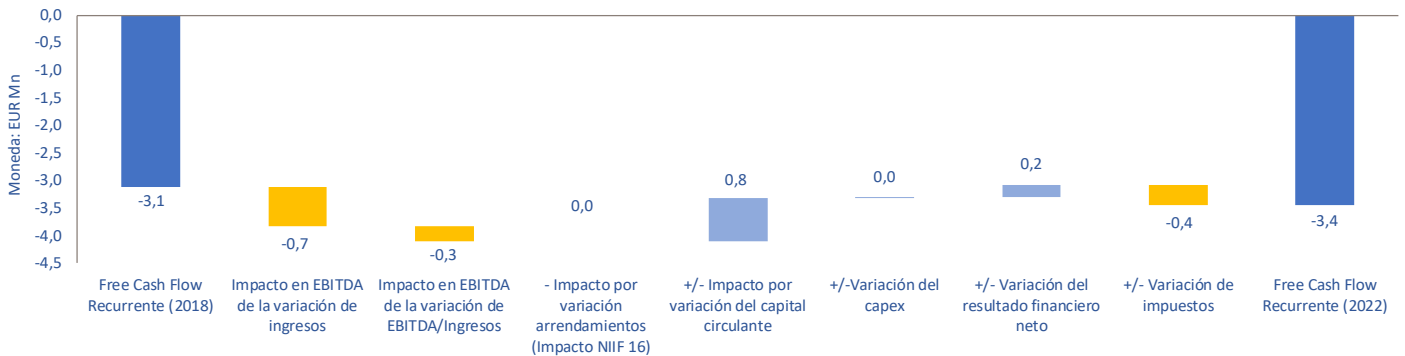
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(1,4)	0,6	1,2	-24,1%	33,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	25,3%	11,7%	-2,8%	-110,5%	56,8%	141,0%	100,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9%	7,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(1,8)	(1,1)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,1)	(2,0)	(2,3)	(3,4)	(3,3)	(0,5)	(0,1)	-17,2%	67,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	33,9%	3,2%	-11,0%	-49,7%	2,7%	84,9%	77,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	0,4	0,3	0,7	0,1	0,2	0,3	0,3		
= Free Cash Flow recurrente	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,2)	(0,7)	(0,3)	-22,5%	57,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	40,0%	-6,9%	-10,0%	-56,4%	7,9%	78,2%	62,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	(0,0)	0,1	(0,3)	0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(3,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(6,0)	(0,5)	(0,1)	-32,4%	75,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	39,4%	-41,1%	-0,8%	-63,3%	-54,5%	91,8%	88,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,1)	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,2)	(0,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	(0,4)	(0,2)	0,1	(4,6)	(0,6)	0,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,8	0,6	0,1	(1,8)	6,5	2,7	0,5		
= Variación EBITDA recurrente	0,6	0,2	(0,0)	(1,7)	1,9	2,0	0,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,5	(0,1)	(0,2)	0,6	(1,8)	0,8	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,1	0,1	(0,2)	(1,1)	0,1	2,8	0,4		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(0,1)	(0,3)	0,3	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	(0,0)	(0,2)	0,2	0,1	(0,3)	-		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,1)	0,4	(0,7)	0,2	0,0	0,1		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,2	(0,1)	(0,2)	(1,2)	0,3	2,5	0,4		
Free Cash Flow Recurrente	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,2)	(0,7)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(2,6)	(0,6)	1,0	1,4	-3,7%	36,8%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(1,4)	0,6	1,2	-24,1%	33,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(1,8)	(1,1)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,1)	(2,0)	(2,3)	(3,4)	(3,3)	(0,5)	(0,1)	-17,2%	67,7%
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,1)	(2,1)	(2,6)	(3,4)	(3,4)	(0,6)	(0,3)	-17,4%	56,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	34,5%	-0,2%	-22,5%	-31,8%	0,2%	80,9%	57,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(3,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(2,1)	(2,4)	(2,8)	(3,5)	(6,4)	(0,6)	(0,3)	-18,8%	57,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	34,5%	-15,8%	-16,1%	-24,6%	-81,9%	89,9%	57,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	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.	n.a.	n.a.		

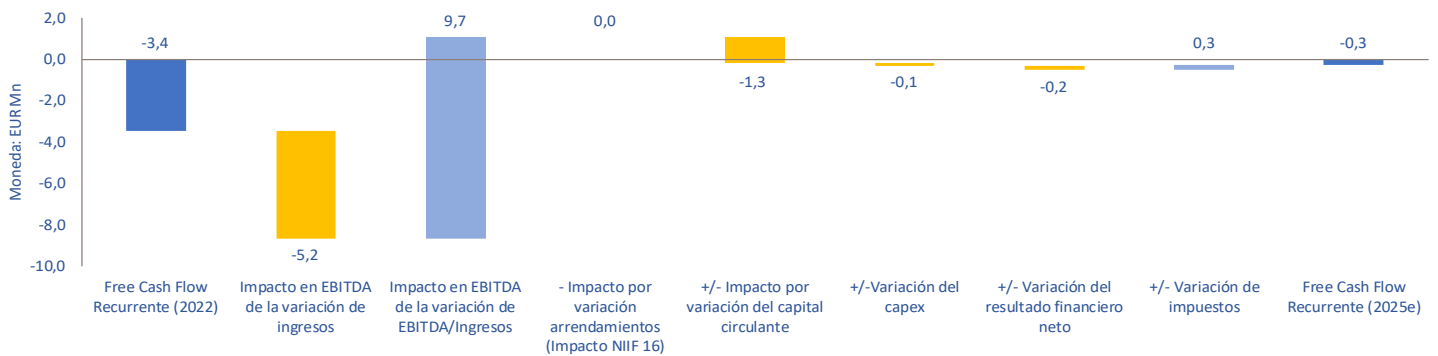


Analítica del Free Cash Flow (II)

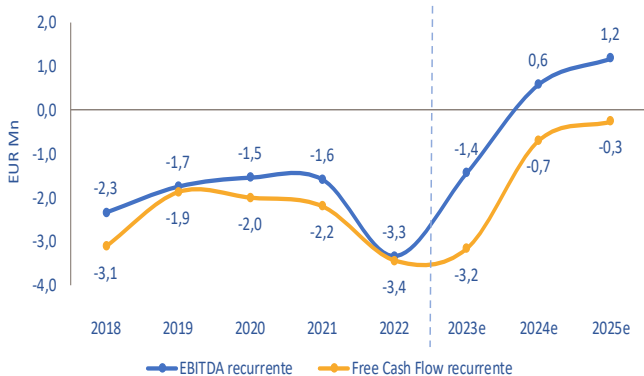
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



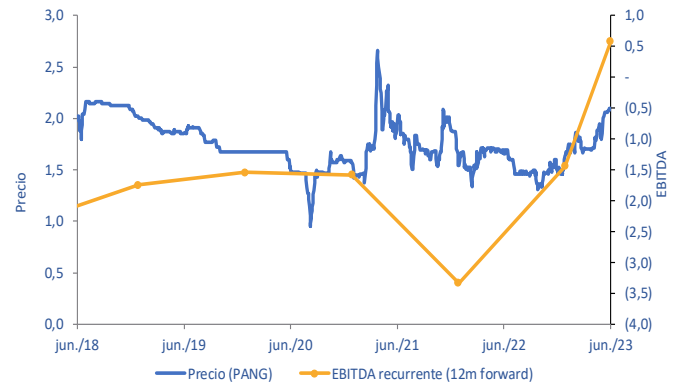
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,4)	(0,6)	(0,3)	n.a.			
Market Cap	64,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-4,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,0%	12,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	11,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			10,0%	12,5%	
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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	64,0	
+ Minoritarios	0,2	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	(4,8)	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	4,2	Rdos. 12m 2022
Enterprise Value (EV)	63,7	

(1) Bases imponibles negativas

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	-5,6%			
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	4,3%	0,6	n.a
Central	3,9%	0,6	n.a
Min	3,5%	0,5	n.a

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	0,9%	1,0%	1,1%
0,6	(0,6)	(0,6)	(0,6)
0,6	(0,7)	(0,7)	(0,7)
0,5	(0,7)	(0,8)	(0,8)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	28,6%	30,0%	27,3%
% de consejeros dominicales	42,9%	50,0%	54,5%
% de consejeros ejecutivos	28,6%	20,0%	18,2%
% de otros consejeros	0,0%	10,0%	9,1%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	10,0%	9,1%
% de mujeres en la plantilla	67,9%	69,8%	72,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	7,1%	7,8%	7,2%



Principales comparables 2023e

Dato	Laboratorios de Diagnóstico Molecular							Equipos Médicos Avanzados					Líder Global			
	EUR Mn	MDxHealth SA	Biocartis	Atrys Health	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fisher	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average	Roche	PANG
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MDXH-BE	BCART-BE	ATRY-ES	GH-US	EXAS-US	NEO-US		TMO-US	QGEN-US	DHR-US	A-US	BDX-US		ROG-CH	PANG-ES
	Pais	Belgium	Belgium	Spain	USA	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain
	Market cap	102,5	52,8	367,1	3.485,4	14.306,1	1.975,9		186.740,7	9.760,0	160.592,8	32.635,7	68.757,3		245.244,3	64,0
	Enterprise value (EV)	94,5	149,0	573,4	3.886,4	16.057,7	2.155,6		216.559,0	10.326,9	174.810,3	34.090,2	83.836,3		261.342,9	63,7
Información financiera básica	Total Ingresos	61,9	65,8	235,1	505,4	2.248,9	525,1		42.262,8	1.919,9	27.543,2	6.510,4	18.000,9		62.981,4	10,4
	Cto.Total Ingresos	75,5%	14,4%	25,7%	20,4%	15,6%	10,3%	27,0%	0,8%	-4,0%	-6,3%	1,8%	2,2%	-1,1%	-3,4%	138,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,3%	23,8%	8,1%	24,1%	13,6%	9,1%	15,1%	7,9%	7,2%	7,4%	6,2%	5,9%	6,9%	5,2%	25,1%
	EBITDA	(21,2)	(23,8)	52,1	(363,6)	91,1	(18,4)		11.071,3	655,5	8.886,7	1.953,4	5.016,9		24.250,7	(1,2)
	Cto. EBITDA	33,4%	36,6%	129,2%	21,9%	124,7%	72,5%	69,7%	-0,4%	-10,5%	-12,8%	10,2%	16,5%	0,6%	7,0%	66,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	55,9%	53,8%	14,0%	21,2%	n.a.	n.a.	36,3%	10,4%	9,9%	10,1%	8,1%	9,6%	9,6%	7,5%	76,8%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	22,2%	n.a.	4,1%	n.a.	13,1%	26,2%	34,1%	32,3%	30,0%	27,9%	30,1%	38,5%	n.a.
	EBIT	(27,3)	(29,7)	24,5	(457,0)	(361,4)	(116,4)		10.033,2	517,8	8.129,9	1.823,1	4.275,9		20.887,3	(0,6)
	Cto. EBIT	25,4%	37,5%	421,5%	8,5%	37,6%	17,3%	91,3%	26,1%	-3,8%	0,1%	23,4%	82,3%	25,6%	11,6%	75,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	42,4%	46,6%	26,3%	15,5%	53,8%	20,4%	34,2%	10,8%	10,8%	9,4%	8,1%	9,0%	9,6%	8,4%	n.a.
	EBIT/Ingresos	n.a.	n.a.	10,4%	n.a.	n.a.	n.a.	10,4%	23,7%	27,0%	29,5%	28,0%	23,8%	26,4%	33,2%	n.a.
	Beneficio Neto	(33,0)	(44,9)	10,1	(433,5)	(335,3)	(99,0)		8.583,5	455,0	6.537,8	1.554,7	3.274,7		14.712,6	(0,8)
	Cto. Beneficio Neto	21,4%	31,3%	143,6%	29,1%	42,4%	26,5%	49,0%	32,3%	15,2%	-2,9%	32,8%	114,5%	38,4%	15,0%	70,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	37,1%	50,4%	60,3%	16,5%	55,9%	27,5%	41,3%	11,1%	9,6%	10,3%	8,5%	11,5%	10,2%	10,3%	92,0%
	CAPEX/Ventas	4,7%	4,4%	6,6%	9,4%	5,1%	5,7%	6,0%	4,5%	8,1%	3,9%	6,7%	5,2%	5,6%	6,5%	-1,0%
Free Cash Flow	(25,2)	(36,9)	26,8	(349,2)	(106,8)	(4,4)		6.606,0	488,5	6.905,5	1.081,4	3.228,7		17.127,9	(6,0)	
Deuda financiera Neta	79,4	133,1	157,4	558,5	1.653,3	375,9		21.743,5	344,8	7.517,4	988,1	13.324,9		10.247,6	0,5	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	3,0	n.a.	18,1	n.a.	10,6	2,0	0,5	0,8	0,5	2,7		0,4	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,7%	0,0%	10,1%	16,2%	33,3%	13,0%	54,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	n.a.	41,2	n.a.	n.a.	n.a.	41,2	21,8	21,7	24,9	20,9	20,5	22,0	15,1	n.a.
	P/BV (x)	6,3	n.a.	1,1	n.a.	5,2	2,3	3,7	4,2	2,7	3,1	5,5	2,9	3,7	6,6	2,8
	EV/Ingresos (x)	1,5	2,3	2,4	7,7	7,1	4,1	4,2	5,1	5,4	6,3	5,2	4,7	5,3	4,1	6,1
	EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	11,0	n.a.	n.a.	n.a.	11,0	19,6	15,8	19,7	17,5	16,7	17,8	10,8	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	23,4	n.a.	n.a.	n.a.	23,4	21,6	19,9	21,5	18,7	19,6	20,3	12,5	n.a.
	ROE	n.a.	n.a.	2,7	n.a.	n.a.	n.a.	2,7	19,4	12,6	12,6	26,1	14,1	16,9	43,6	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	7,3	n.a.	n.a.	n.a.	7,3	3,5	5,0	4,3	3,3	4,7	4,2	7,0	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25	0,00	0,91	0,84	3,82	1,36	9,97	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,4%	0,8%	1,6%	0,6%	3,3%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 14-22	TACC 22-25e
Total Ingresos	2,6	3,1	1,7	1,9	2,5	2,6	3,1	3,3	4,1	4,6	4,4	10,4	15,1	16,3	12,4%	55,2%
Cto. Total ingresos	n.a.	17,7%	-44,4%	13,5%	29,1%	4,1%	16,7%	8,4%	23,6%	12,3%	-5,1%	138,7%	45,2%	7,8%		
EBITDA	(1,2)	(0,5)	(1,6)	(2,0)	(3,3)	(4,5)	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(1,2)	0,8	1,4	-10,8%	33,5%
Cto. EBITDA	n.a.	61,2%	-237,0%	-22,1%	-69,4%	-37,0%	54,0%	32,7%	8,1%	-27,6%	-120,3%	66,2%	164,5%	74,8%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,2%	8,5%		
Beneficio neto	(0,4)	0,1	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(1,6)	(1,3)	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(0,8)	0,8	1,3	-38,8%	35,6%
Cto. Beneficio neto	n.a.	124,9%	-289,1%	-147,7%	-22,2%	-177,0%	23,9%	-286,4%	63,8%	63,4%	-322,5%	70,7%	200,1%	68,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	0,2	0,2	0,2	0,2	11,9	11,9	14,5	17,1	18,9	22,8	27,1	30,5	30,5	30,5		
BPA (EUR)	-2,55	0,63	-1,06	-2,65	-0,05	-0,14	-0,09	-0,28	-0,09	-0,03	-0,10	-0,03	0,03	0,04	25,5%	34,6%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,1%	n.a.	37,6%	n.a.	67,2%	69,7%	n.a.	74,0%	n.a.	68,4%		
BPA ord. (EUR)	-2,59	0,57	-1,13	-2,93	-0,05	-0,14	-0,16	-0,31	-0,11	-0,05	-0,09	-0,03	0,02	0,03	26,8%	33,1%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,3%	n.a.	-21,0%	-89,8%	64,0%	59,5%	n.a.	67,2%	n.a.	94,9%		
CAPEX	-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
CAPEX/Vtas % ¹	0,0%	3,5%	3,5%	12,0%	21,8%	5,9%	0,9%	0,0%	1,7%	7,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(1,9)	(2,8)	(2,8)	(5,8)	(2,7)	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(6,0)	(0,5)	(0,1)	-9,4%	75,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,2x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	80,6x	47,8x		
EV/Vtas (x)	1,14x	1,19x	3,26x	4,30x	14,57x	13,67x	12,24x	10,38x	8,04x	8,21x	10,38x	6,11x	4,21x	3,90x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,1x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22,0%	-3,8%	-16,3%	-5,9%	-1,9%	6,0%	28,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-27,4%	13,2%	-25,2%	11,3%	-9,1%	12,2%	13,4%				

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

Seresco (SCO), es una compañía tecnológica española altamente diversificada: gestión de nóminas y personal, consultoría/ desarrollo de software, infraestructuras y sistemas de IT, transformación digital, cartografía y catastro. Con presencia internacional (7% s/ingresos 2022). El peso de Administraciones Públicas en ingresos 2022 fue del 37%. Cotiza en BME Growth desde diciembre 2022

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	33,0	35,4
EV (Mn EUR y USD)	37,1	39,7
Número de Acciones (Mn)	9,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,30 / 3,65 / 3,04	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	2,5	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

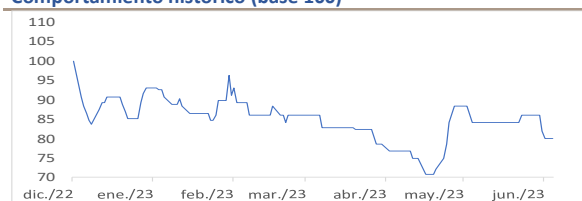
Familia Suarez García	62,0
Autocartera	7,9
Tomás Reinares Fernández	5,9
Manuel Angel Busto Riego	5,4
Free Float	12,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,6	9,6	9,6	9,6
Total Ingresos	34,0	45,0	51,0	56,0
EBITDA Rec.	3,4	5,1	6,8	7,9
% Var.	49,0	50,5	32,9	16,3
% EBITDA Rec./Ing.	10,0	11,4	13,3	14,1
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	1,9	3,0	4,3	5,2
BPA (EUR)	0,19	0,32	0,44	0,54
% Var.	-90,4	62,2	41,0	20,8
BPA ord. (EUR)	0,19	0,32	0,44	0,54
% Var.	-93,0	66,8	41,0	20,8
Free Cash Flow Rec.	1,4	1,0	3,2	3,9
Pay-out (%)	28,3	20,0	20,0	20,0
DPA (EUR)	0,06	0,06	0,09	0,11
Deuda financiera neta	4,5	5,4	3,1	0,2
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,1	0,5	0,0
ROE (%)	39,8	45,5	44,6	38,7
ROCE (%)	22,0	30,7	34,6	37,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	17,7	10,9	7,7	6,4
PER Ordinario	18,2	10,9	7,7	6,4
P/BV	6,1	4,2	2,9	2,1
Dividend Yield (%)	1,6	1,8	2,6	3,1
EV/Ventas	1,09	0,82	0,73	0,66
EV/EBITDA Rec.	10,9	7,3	5,5	4,7
EV/EBIT	13,9	8,6	6,4	5,5
FCF Yield (%)	4,4	3,1	9,8	11,9

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-5,0	-7,0	n.a.	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: Directivos 6,2%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Salto de escala en ingresos (visible desde 2023). 2022 (+11% vs 2021) es el paradigma del potencial real de crecimiento en ventas de SCO. En 2023e esperamos un crecimiento a niveles de ingresos de EUR c.45Mn (+32,4% vs 2022; +24,5% orgánicamente). Que incluye la adquisición de ELO-SI en febrero 2023.

Con una mejora progresiva en EBITDA Rec. Para 2023e estimamos un margen EBITDA Rec. del 11,4% (vs 10,0% en 2022). Gracias a la capacidad del negocio de apalancarse en su estructura (bien dimensionada). EBITDA Rec. 2023e: EUR 5,1Mn vs EUR 3,4Mn 2022. Que empujará el ROCE al 31% (gracias al carácter de negocio poco intensivo en capital).

2023e: el momento es ahora. 2023e es un año clave para entender si, como esperamos, los visto en 2022 tiene continuidad. Y ver si SCO habría entrado (desde 2022) en un período de alto crecimiento en ingresos.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Altamente diversificada y (en parte) escalable. Una cartera de productos/servicios altamente diversificada, lo que necesariamente conlleva un modelo de negocio de menor riesgo. Y que apuntala la capacidad de crecimiento orgánico en ingresos. Algunas de sus líneas de negocio (por ejemplo, administración de personal y de nóminas) son escalables y tienen un alto coste de cambio para el cliente.

Elevada fidelidad de sus clientes. Los más de 50 años de trayectoria en el sector de SCO, le ha permitido desarrollar una amplia base de clientes. El 40% en la línea de negocio de administración de nóminas y personal tiene una antigüedad de más de 15 años (lo que implica un riesgo comercial bajo).

2023e-2025e: la clave es el crecimiento orgánico en ingresos y el efecto multiplicador en márgenes. El hecho de que preveamos una fortísima mejora de márgenes y EBITDA Recurrente (EBITDA Rec/Ventas del 10% 2022 al 14,1% 2025) no deja de ser consecuencia "matemática" de la estimación de ingresos. Y siendo llamativas y muy positivas, no es donde hay que mirar. Toda la atención debe estar en la evolución de los ingresos (EUR 56,0Mn 2025e; +18,1% TACC 2022 – 2025e). El paradigma de lo que esperamos (2023e-2025e) es lo visto en 2022. Así que el momento de prestar atención a los números de SCO es ahora.

En posición de seguir generando FCF positivo. La mejora progresiva en EBITDA Rec (históricamente por encima de break-even de forma holgada) empujará la generación de FCF Rec. hasta los EUR 3,9Mn en 2025e (FCF Rec. yield 11,9%). Y que sistemáticamente reducirá la deuda neta (baja en su origen y que se reduce aún más en el largo plazo) hasta prácticamente una posición de caja neta en 2025e.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Alta concentración de la actividad: las ventas procedentes de la actividad generada en España supusieron el 93% en el 2022 (vs 94% en 2021). Una ralentización en la economía española podría tener un impacto significativo en el negocio.

Elevada concentración de clientes. En el 2022 los 5 primeros clientes representaron el 42% de la cifra de negocio consolidado (vs 43% en 2021). La pérdida de cualquiera de estos clientes tendría un impacto significativo en el nivel de ventas.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Creación de valor probada y (aún más importante, creciente), en 2023e estimamos un ROCE del 31% (22% en 2022) vs una WACC del 10,5%. El diferencial ROCE-WACC muestra una elevada capacidad de generación de valor que hace aún más creíble el modelo de negocio (de bajo riesgo) de SCO. Nuestros números de 2023e cotizarían a un EV/EBITDA Rec de 7,3x (vs c. 11x comparables).



Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,6	0,4	0,2	0,3	1,6	1,4	1,2		
Inmovilizado material	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,8	2,2	2,5		
Otros activos no corrientes	0,6	0,9	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,2	0,7	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	4,7	4,2	3,7	4,2	3,8	3,3	2,9		
Activo circulante	11,7	12,4	7,5	8,9	9,6	12,6	14,2	16,0		
Total activo	14,0	20,4	14,5	15,2	16,3	20,7	22,1	23,7		
Patrimonio neto	3,3	3,5	3,7	3,9	5,4	7,9	11,3	15,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	4,3	10,7	5,3	5,0	4,5	5,4	3,1	0,2		
Pasivo circulante	6,4	6,2	5,4	6,2	6,4	7,4	7,7	8,1		
Total pasivo	14,0	20,4	14,5	15,2	16,3	20,7	22,1	23,7		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	30,8	30,6	28,7	30,6	34,0	45,0	51,0	56,0	2,5%	18,1%
Cto.Total Ingresos	n.a.	-0,6%	-6,1%	6,7%	10,9%	32,4%	13,4%	9,7%		
Coste de ventas	(5,1)	(3,6)	(3,5)	(4,2)	(4,7)	(7,0)	(7,9)	(8,7)		
Margen Bruto	25,7	27,0	25,2	26,5	29,3	38,0	43,1	47,3	3,4%	17,3%
Margen Bruto / Ingresos	83,4%	88,2%	87,8%	86,4%	86,2%	84,5%	84,5%	84,5%		
Gastos de personal	(21,3)	(22,1)	(21,4)	(22,1)	(23,9)	(30,4)	(33,6)	(36,4)		
Otros costes de explotación	(2,3)	(2,7)	(1,8)	(2,1)	(2,0)	(2,5)	(2,7)	(3,0)		
EBITDA recurrente	2,1	2,2	2,0	2,3	3,4	5,1	6,8	7,9	13,3%	32,5%
Cto.EBITDA recurrente	n.a.	5,2%	-7,4%	13,4%	49,0%	50,5%	32,9%	16,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	6,7%	7,1%	7,0%	7,4%	10,0%	11,4%	13,3%	14,1%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-		
EBITDA	2,2	2,3	2,1	2,4	3,5	5,1	6,8	7,9	12,7%	31,6%
Depreciación y provisiones	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,7	1,2	0,9	1,6	2,7	4,3	5,8	6,7	12,0%	36,0%
Cto.EBIT	n.a.	-30,3%	-21,0%	70,4%	67,6%	60,7%	35,0%	16,0%		
EBIT / Ingresos	5,5%	3,9%	3,3%	5,2%	7,9%	9,6%	11,4%	12,0%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,5)	(0,5)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,6	0,7	0,5	1,0	2,6	3,8	5,3	6,5	12,8%	36,2%
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	-55,3%	-22,5%	76,4%	165,5%	48,2%	41,0%	20,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,6	0,7	0,5	1,0	2,6	3,8	5,3	6,5	12,8%	36,2%
Impuestos	(0,3)	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,1)	(1,3)		
Tasa fiscal efectiva	18,3%	n.a.	29,5%	52,0%	26,9%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,3	0,9	0,4	0,5	1,9	3,0	4,3	5,2	9,7%	40,3%
Cto.Beneficio neto	n.a.	-28,8%	-58,1%	20,3%	304,0%	62,2%	41,0%	20,8%		
Beneficio ordinario neto	1,2	0,6	0,3	0,6	1,8	3,0	4,3	5,2	10,5%	41,7%
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	-52,5%	-48,1%	106,4%	193,9%	66,8%	41,0%	20,8%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						5,1	6,8	7,9	13,3%	32,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,0)	(1,2)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente						3,1	5,6	6,3	30,0%	31,6%
CAPEX						(0,9)	(0,8)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,5)	(0,3)		
Impuestos						(0,8)	(1,1)	(1,3)		
Free Cash Flow Recurrente						1,0	3,2	3,9	23,5%	39,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,4)	3,2	3,9	22,8%	47,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,6)	(0,9)	(1,0)		
Variación de Deuda financiera neta						1,0	(2,4)	(2,9)		



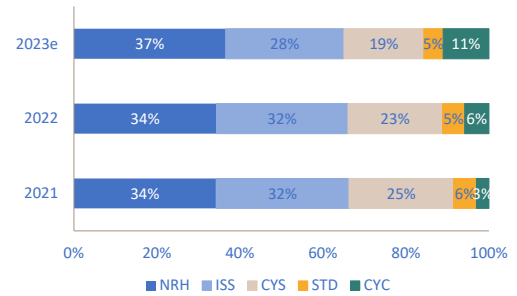
La compañía en 8 gráficos

Mercado TI Global (2,4% 2023e), con crecimiento dispar para 2023e, destacando software (9,3%) y Servicios TI (5,5%)

(USD Mn)	2022	2022 Crec. %	2023e	2023e Crec. %
Sistemas de centros de datos	212.376	12,0%	213.853	0,7%
Software	783.462	7,1%	856.029	9,3%
Dispositivos	722.181	-10,6%	685.633	-5,1%
Servicios TI	1.244.746	3,0%	1.312.588	5,5%
Servicios de comunicaciones	1.422.506	-2,4%	1.423.367	0,1%
Total TI	4.385.270		4.491.471	

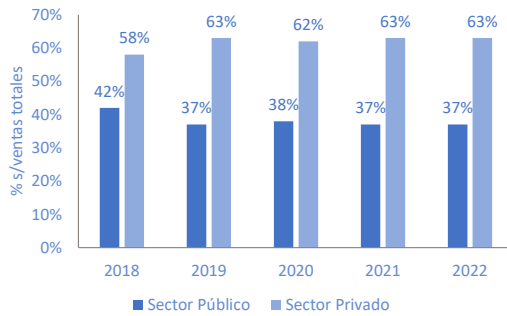
Fuente: Gartner

SCO: un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto propio bajo modalidad SaaS) ...



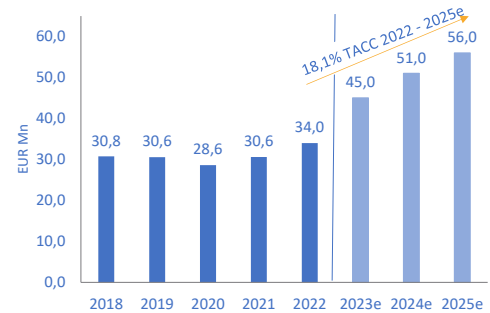
Nota: (i) NRH: Administración de personal y nóminas, (ii) ISS: Infraestructuras y servicio de TI, (iii) CYS: Consultoría y desarrollo de software, (iv) STD: Transformación digital y (v) CYC: Cartografía y Catastro

... como por tipología de cliente. En 2022 el 63% de las ventas proceden del sector privado y el resto de administraciones públicas.

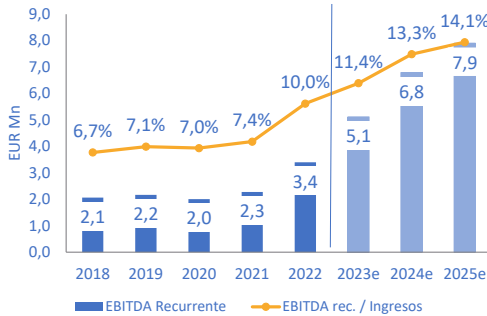


Nota: algunos de sus clientes son Ence, Airbus, Jacobs, JLL, IDEPA, FEGA...

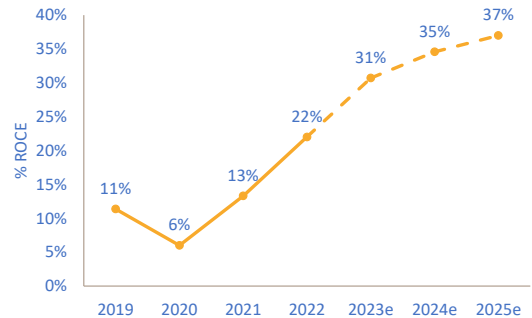
Con capacidad para crecer en ingresos orgánicamente (18% CAGR 2022 – 2025e)



Que debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo (ya visible en 2022) en el periodo 2023e – 2025e...

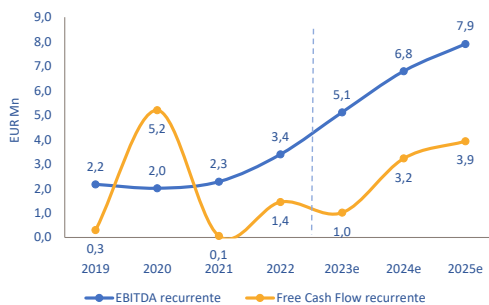


... incrementando de forma significativa el retorno sobre el capital empleado (ROCE 22% en 2022)

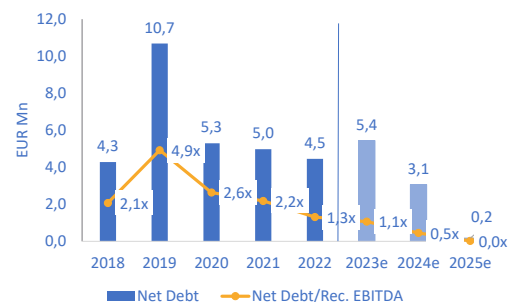


Nota: hemos excluido del capital empleado el inmovilizado financiero.

Y empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 3,9Mn en 2025e...



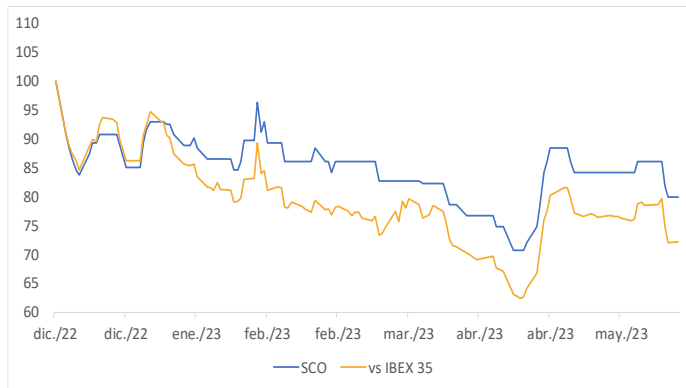
... que dejaría a la compañía prácticamente en posición de caja neta en 2025e (Deuda Neta EUR 0,2Mn)



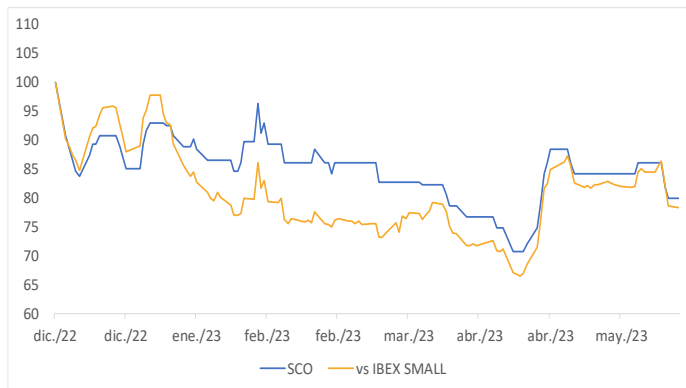


Evolución de la cotización

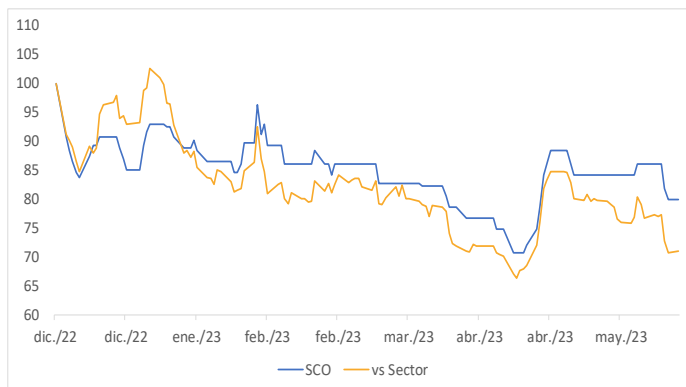
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,0	-7,0	n.a.	-14,0	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,4	-5,3	n.a.	-23,8	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-3,9	-7,0	n.a.	-24,0	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-5,2	3,8	n.a.	-19,9	n.a.	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-5,1	-4,2	n.a.	-21,0	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,4	-1,3	n.a.	-13,4	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-11,3	-13,5	n.a.	-30,8	n.a.	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



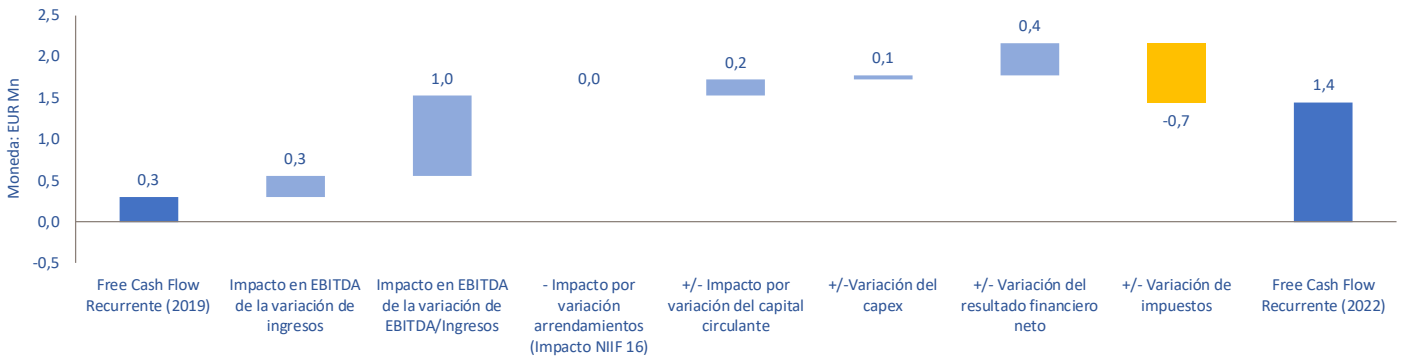
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,2	2,0	2,3	3,4	5,1	6,8	7,9	16,1%	32,5%
Cto. EBITDA recurrente	5,2%	-7,4%	13,4%	49,0%	50,5%	32,9%	16,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	7,1%	7,0%	7,4%	10,0%	11,4%	13,3%	14,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	4,1	(0,5)	(0,6)	(2,0)	(1,2)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,4	6,1	1,7	2,8	3,1	5,6	6,3	26,9%	31,6%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	141,7%	345,5%	-71,3%	59,5%	12,8%	77,7%	13,7%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	4,5%	21,1%	5,7%	8,2%	7,0%	10,9%	11,3%		
- CAPEX	(0,8)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,5)	(0,5)	(0,3)		
- Impuestos	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,3)		
= Free Cash Flow recurrente	0,3	5,2	0,1	1,4	1,0	3,2	3,9	69,2%	39,5%
Cto. Free Cash Flow recurrente	106,8%	n.a.	-98,9%	n.a.	-30,1%	218,6%	21,8%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	1,0%	18,1%	0,2%	4,3%	2,3%	6,3%	7,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	(0,2)	0,4	0,1	(1,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,3	5,0	0,5	1,2	(0,4)	3,2	3,9	63,2%	47,0%
Cto. Free Cash Flow	106,3%	n.a.	-90,9%	170,7%	-131,2%	935,9%	21,8%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	0,9%	15,7%	0,2%	4,4%	3,1%	9,8%	11,9%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	0,9%	15,3%	1,4%	3,7%	n.a.	9,8%	11,9%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(4,4)	0,3	5,2	0,1	1,4	1,0	3,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	(0,1)	0,1	0,2	1,1	0,7	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(0,0)	0,1	0,9	0,6	1,0	0,4		
= Variación EBITDA recurrente	0,1	(0,2)	0,3	1,1	1,7	1,7	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,5	4,9	(4,6)	(0,1)	(1,4)	0,8	(0,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,6	4,7	(4,3)	1,0	0,4	2,4	0,8		
+/- Variación del CAPEX	(0,3)	0,5	(0,3)	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	(0,2)	0,5	(0,4)	0,0	0,2		
+/- Variación de impuestos	0,5	(0,4)	(0,3)	0,0	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,7	4,9	(5,1)	1,4	(0,4)	2,2	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	0,3	5,2	0,1	1,4	1,0	3,2	3,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,2	0,9	1,6	2,7	4,3	5,8	6,7	31,2%	36,0%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	29,5%	30,0%	26,9%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	2,2	2,0	2,3	3,4	5,1	6,8	7,9	16,1%	32,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	4,1	(0,5)	(0,6)	(2,0)	(1,2)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,4	6,1	1,7	2,8	3,1	5,6	6,3	26,9%	31,6%
- CAPEX	(0,8)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,6	5,5	0,7	1,3	1,4	3,6	4,2	31,5%	45,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	114,6%	824,6%	-87,3%	93,9%	5,8%	152,9%	15,4%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	1,9%	19,1%	2,3%	4,0%	3,2%	7,1%	7,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	(0,2)	0,4	0,1	(1,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	0,6	5,3	1,1	1,1	0,0	3,6	4,2	25,2%	54,2%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	114,0%	821,1%	-79,5%	3,7%	-97,9%	n.a.	15,4%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	1,6%	14,8%	1,9%	3,6%	3,8%	9,7%	11,2%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	1,6%	14,4%	2,9%	3,1%	0,1%	9,7%	11,2%		

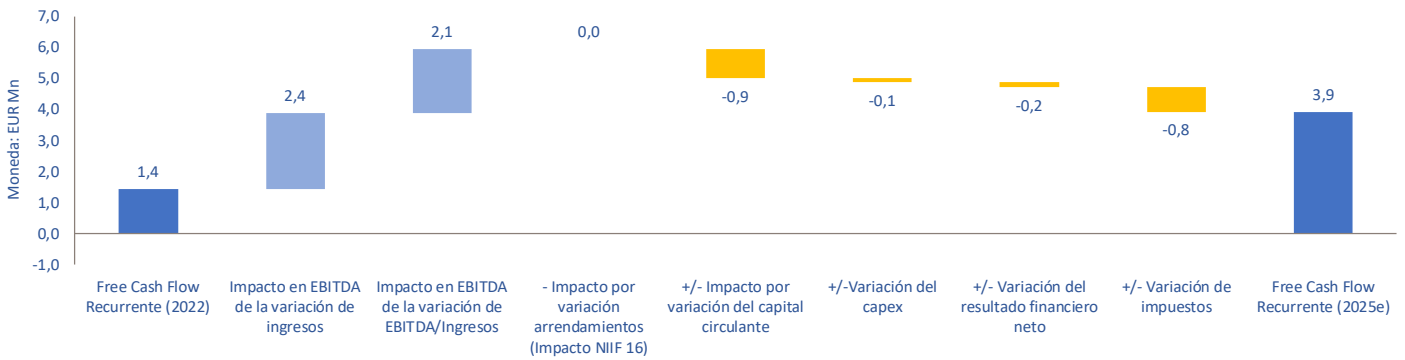


Analítica del Free Cash Flow (II)

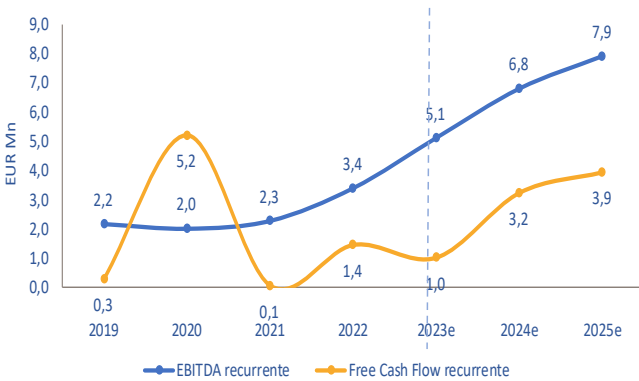
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



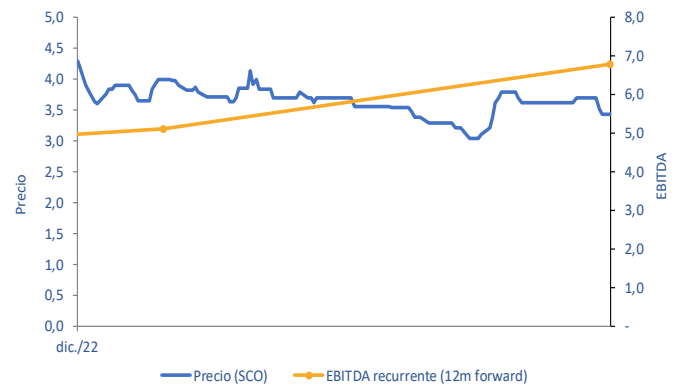
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,0	3,6	4,2	53,5			
Market Cap	33,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	4,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,1%	5,5%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,0%	12,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	88,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	11,9%	D			=	=	
WACC	10,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,4%	11,6%	
G "Razonable"	2,5%				2,5%	2,0%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	33,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	4,5	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	37,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	11,4%	6,0%	13,3%	22,0%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	11,6%	26,5%			
FCF Yield - WACC	-6,1%	1,4%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	14,6%	7,5	5,0x
Central	13,3%	6,8	5,5x
Min	12,0%	6,1	6,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	1,4%	1,6%		1,8%	Max	Central
7,5	4,0	3,9	3,8	Max	12,1%	11,8%	11,5%
6,8	3,3	3,2	3,1	Central	10,1%	9,8%	9,5%
6,1	2,7	2,6	2,5	Min	8,1%	7,8%	7,5%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	n.a.	n.a.	33,3%
% de consejeros dominicales	n.a.	n.a.	33,3%
% de consejeros ejecutivos	n.a.	n.a.	16,7%
% de otros consejeros	n.a.	n.a.	16,7%
% de mujeres en el consejo de administración	n.a.	n.a.	0,0%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	n.a.	42,2%
Remuneración del consejo/gastos de personal (%)	n.a.	n.a.	5,0%



Principales comparables 2023e

EUR Mn		Sopra Steria	ADP	Indra	Izertis	Cappgemini	Altia	SAP	AECOM	SCO
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SOP-FR	ADP-US	IDR-ES	IZER-ES	CAP-FR	ALC-ES	SAP-DE	ACM-US	SCO-ES
	País	France	United States	Spain	Spain	France	Spain	Germany	United States	Spain
	Market cap	3.649,3	83.399,8	2.045,7	194,3	28.927,5	227,0	151.204,3	10.631,7	33,0
	Enterprise value (EV)	4.172,9	84.856,7	2.085,2	216,0	32.018,5	220,2	150.556,8	12.526,0	37,1
Información financiera básica	Total Ingresos	5.595,3	16.733,5	4.008,6	156,8	22.942,0	222,0	31.279,1	6.190,8	45,0
	Cto.Total Ingresos	9,7%	8,6%	4,1%	22,9%	4,3%	4,8%	1,3%	-49,6%	32,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,0%	6,5%	4,3%	18,2%	6,9%	n.a.	9,2%	n.a.	11,5%
	EBITDA	677,8	4.626,5	426,4	21,0	3.637,8	23,0	9.145,4	899,7	5,1
	Cto. EBITDA	22,9%	14,8%	10,3%	27,2%	5,4%	10,6%	23,4%	11,2%	47,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,3%	9,3%	6,8%	17,6%	9,0%	n.a.	14,3%	6,0%	24,3%
	EBITDA/Ingresos	12,1%	27,6%	10,6%	13,4%	15,9%	10,4%	29,2%	14,5%	11,4%
	EBIT	510,3	4.166,2	324,3	12,3	2.974,3	19,4	8.710,2	775,3	4,3
	Cto. EBIT	35,2%	17,3%	13,1%	37,0%	8,9%	12,8%	57,9%	18,5%	60,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,8%	9,1%	8,3%	n.a.	9,6%	n.a.	14,4%	8,3%	25,1%
	EBIT/Ingresos	9,1%	24,9%	8,1%	7,8%	13,0%	8,7%	27,8%	12,5%	9,6%
	Beneficio Neto	301,7	3.170,6	203,8	7,1	1.937,5	14,1	6.214,3	476,8	3,0
	Cto. Beneficio Neto	21,7%	15,2%	18,6%	64,8%	25,2%	14,6%	172,1%	31,3%	62,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,7%	9,1%	10,0%	40,4%	11,0%	n.a.	15,4%	8,7%	30,5%
	CAPEX/Ventas	1,5%	1,7%	1,5%	10,2%	1,5%	n.a.	3,3%	1,6%	1,9%
Free Cash Flow	301,6	4.239,3	208,3	0,4	2.008,2	13,1	4.988,2	549,0	(0,4)	
Deuda financiera Neta	382,2	659,1	(78,4)	41,6	1.688,4	10,5	(1.462,1)	1.259,1	5,4	
DN/EBITDA (x)	0,6	0,1	n.a.	2,0	0,5	0,5	n.a.	1,4	1,1	
Pay-out	31,7%	55,2%	25,7%	0,0%	30,1%	24,4%	38,0%	10,7%	20,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,6	26,5	10,1	27,7	14,8	16,1	23,6	22,5	10,9
	P/BV (x)	1,7	n.a.	1,8	3,7	2,6	n.a.	3,3	4,5	4,2
	EV/Ingresos (x)	0,7	5,1	0,5	1,4	1,4	1,0	4,8	2,0	0,8
	EV/EBITDA (x)	6,2	18,3	4,9	10,3	8,8	9,6	16,5	13,9	7,3
	EV/EBIT (x)	8,2	20,4	6,4	17,6	10,8	11,4	17,3	16,2	8,6
	ROE	16,4	109,6	17,8	13,4	17,7	n.a.	14,1	20,0	45,5
	FCF Yield (%)	8,3	5,1	10,2	0,2	6,9	5,8	3,3	5,2	3,1
	DPA	4,71	4,18	0,30	0,00	3,43	0,05	2,02	0,36	0,06
	Dvd Yield	2,7%	2,1%	2,6%	0,0%	2,1%	1,5%	1,6%	0,5%	1,8%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Squirrel Media (SQRL), es un Grupo español con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Publicidad (50,5% s/ingresos), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 5,9%), (iii) Servicios TMT (11,8%) y Medios de Comunicación (31,2%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	199,4	213,6
EV (Mn EUR y USD)	234,4	251,1
Número de Acciones (Mn)	89,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,56 / 2,70 / 2,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	2,3	
Factset / Bloomberg	SQRL-ES / SQRL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

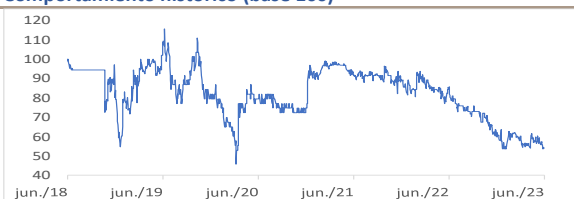
Squirrel Capital	92,6
Free Float	7,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	89,0	89,0	89,0	89,0
Total Ingresos	79,1	109,5	143,0	167,1
EBITDA Rec.	13,8	20,5	31,0	41,4
% Var.	85,3	48,6	51,3	33,7
% EBITDA Rec./Ing.	17,4	18,7	21,7	24,8
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	13,9	6,6	8,1	6,8
Beneficio neto	3,5	7,9	12,5	17,7
BPA (EUR)	0,04	0,09	0,14	0,20
% Var.	-38,6	123,5	57,7	42,1
BPA ord. (EUR)	0,03	0,09	0,14	0,20
% Var.	-39,5	160,5	57,7	42,1
Free Cash Flow Rec.	-13,1	-4,1	4,0	12,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	23,4	27,5	23,5	11,0
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	1,3	0,8	0,3
ROE (%)	9,7	16,8	21,8	24,5
ROCE (%)	10,4	11,8	17,4	21,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	56,4	25,2	16,0	11,3
PER Ordinario	65,7	25,2	16,0	11,3
P/BV	4,6	3,9	3,1	2,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,96	2,14	1,64	1,40
EV/EBITDA Rec.	17,0	11,4	7,6	5,7
EV/EBIT	29,5	18,7	11,0	7,9
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	2,0	6,3

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-4,3	-6,7	-36,2	-46,0

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Media.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

2023e: fuerte crecimiento en ingresos, explicado esencialmente por el despegue del negocio de contenidos (c. 65% del crecimiento en ingresos estimado), para el que esperamos que triplique el número de estrenos en 2023 (c. 30 estrenos frente a los 11 de 2022). Ingresos 23e: EUR 109,5Mn (+38% vs 2022).

El cambio de mix permitirá una mejora en márgenes. El negocio de contenidos, de mayor margen (margen bruto c. 40% frente a márgenes del 30% o inferiores en el resto de actividades) incrementará su peso en el mix de ingresos hasta el 25% (vs 9% en 2022). Lo que debiera permitir una mejora de la rentabilidad del negocio (Mg. EBITDA 2023e 18,9% vs 17,4% en 2022). EBITDA 23e: EUR 20,5Mn (+50,4% vs 2022).

El M&A ejecutado supondrá una palanca de crecimiento adicional, aunque no reflejada aún en nuestros números. En concreto, las adquisiciones de: i) 51% de BF distribución (marzo 2023; ingresos proforma de EUR 4,5Mn) y ii) 51% del Grupo Ganga (ingresos teóricos 2022 EUR 27Mn) al no haberse desglosado aún el precio de adquisición. Además, SQRL ha llegado a un acuerdo para la compra de Mondo TV Studios (cotizada en BME Growth; Ingresos 2022: EUR 5Mn), operación que aún se encuentra en curso (al menos el 75% de la compra se pagaría en acciones y no sería dilutiva). Las 3 operaciones anteriores totalizarían unos ingresos proforma de c. EUR 36,5Mn (33% sobre nuestra estimación de ingresos 2023e).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Contenidos, un negocio hasta ahora "casi invisible" que esperamos que alcance c. 40% del mix de ingresos en 2025e (vs 9% en 2022). Un negocio en el que aún no ha sido visible el importante esfuerzo inversor realizado por la compañía para ampliar su catálogo, acumulando una inversión de c. EUR 45Mn durante los últimos años (a cierre de 2022 contaba con 44 estrenos comprometidos en España, Italia, Portugal, Andorra y Latam frente a los 11 estrenos de 2022 sólo en España).

Recuperación del negocio publicitario (30% sobre ingresos 2025e), un negocio que consideramos que hizo un suelo en 2022 (Ingresos: EUR 36Mn; -35% vs 2021) y para el que esperamos una recuperación ya desde 2023e (explicada por la recuperación del sector turístico y entretenimiento-espectáculos (claves para SQRL).

Todas las partidas del P&L crecerán a doble dígito (EBITDA 22-25e: +40% TACC). Aunque hoy la visibilidad es reducida e "hiperdependiente" de la evolución del negocio de contenidos. En 2025e deberíamos tener una compañía con ingresos de c. EUR 170Mn (+30% TACC; sin considerar el M&A 2023) con capacidad de aspirar a un margen EBITDA de c. 25% (+6p.p. vs 23e; por el mayor peso en el mix de contenidos).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Despegue más lento de lo esperado en la línea de contenidos. Un riesgo evidente, al depender c. 70% del crecimiento de ingresos estimado para el período 2022-2025e de la evolución del negocio de contenidos (donde hoy la visibilidad es aún reducida).

M&A: impacto en EBITDA Rec. y apalancamiento. Nuestros números aún no consideran las últimas operaciones comunicadas al no ser público el precio de compra. Operaciones que una vez incorporadas tendrán un impacto significativo en P/L (c. 30% de los ingresos 2023; sin referencias de potencial impacto en márgenes y EBITDA) pero que, obviamente, también incrementarán la Deuda Neta.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Múltiplos que ya descuentan un importante crecimiento. Nuestras estimaciones son exigentes (EBITDA 22-25e: +40% TACC; ex M&A 2023) y cotizarían a 7,6x EV/EBITDA 24e (en línea con los grandes comparables de media y publicidad). Lo que explica que 2023e sea visto como "clave" para confirmar la capacidad de crecimiento y rentabilidad de SQRL, al ser la única vía para justificar los múltiplos actuales.



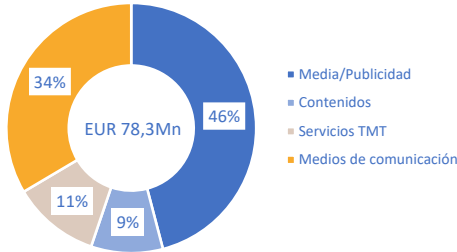
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	10,3	15,6	19,1	31,3	70,7	70,7	70,7	70,7		
Inmovilizado material	0,4	1,6	2,0	2,2	2,3	15,2	26,5	36,1		
Otros activos no corrientes	0,0	0,0	0,0	0,8	4,8	4,8	4,8	4,8		
Inmovilizado financiero	-	0,6	10,5	12,9	12,0	12,0	12,0	12,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,5	2,2	3,0	2,3	5,0	5,0	5,0	5,0		
Activo circulante	3,3	12,7	13,7	11,4	18,6	24,7	31,5	36,3		
Total activo	14,5	32,7	48,3	61,0	113,4	132,4	150,5	165,0		
Patrimonio neto	8,2	20,2	26,9	29,9	43,0	50,9	63,4	81,1		
Minoritarios	(0,6)	(0,3)	0,4	0,5	5,0	7,1	10,4	15,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	4,2	5,5	18,6	18,6	18,6	18,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2		
Deuda financiera neta	3,8	1,1	1,4	7,2	23,4	27,5	23,5	11,0		
Pasivo circulante	3,0	11,7	15,4	17,1	22,1	27,0	33,3	37,8		
Total pasivo	14,5	32,7	48,3	61,0	113,4	132,4	150,5	165,0		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	6,4	10,8	32,6	70,0	79,1	109,5	143,0	167,1	87,3%	28,3%
Cto.Total Ingresos	66,2%	67,3%	203,0%	114,7%	13,0%	38,3%	30,6%	16,9%		
Coste de ventas	(1,9)	(5,2)	(21,9)	(53,4)	(56,2)	(77,7)	(98,9)	(111,1)		
Margen Bruto	4,6	5,6	10,7	16,6	22,9	31,8	44,1	56,0	49,7%	34,6%
Margen Bruto / Ingresos	71,0%	51,8%	32,9%	23,7%	29,0%	29,0%	30,9%	33,5%		
Gastos de personal	(1,9)	(2,2)	(3,9)	(5,3)	(6,0)	(6,6)	(7,4)	(8,0)		
Otros costes de explotación	(0,2)	(2,0)	(4,2)	(3,8)	(3,2)	(4,7)	(5,7)	(6,6)		
EBITDA recurrente	2,5	1,4	2,7	7,4	13,8	20,5	31,0	41,4	54,0%	44,3%
Cto.EBITDA recurrente	292,9%	-44,8%	98,0%	177,6%	85,3%	48,6%	51,3%	33,7%		
EBITDA rec. / Ingresos	38,1%	12,6%	8,2%	10,6%	17,4%	18,7%	21,7%	24,8%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	0,5	0,7	-	-	-		
EBITDA	2,5	1,4	2,7	8,0	14,5	20,5	31,0	41,4	55,9%	41,9%
Depreciación y provisiones	(0,4)	(2,5)	(1,1)	(2,5)	(6,5)	(7,9)	(9,6)	(11,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
EBIT	2,1	(1,1)	1,6	5,5	8,0	12,5	21,4	29,7	40,1%	55,1%
Cto.EBIT	-5,9%	-154,3%	240,8%	248,3%	44,5%	57,6%	70,5%	38,9%		
EBIT / Ingresos	32,1%	n.a.	4,8%	7,9%	10,1%	11,4%	14,9%	17,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(1,4)	-	(1,6)	(1,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	2,0	(1,2)	1,5	5,4	6,5	12,5	19,8	28,1	33,8%	62,5%
Cto.Beneficio ordinario	9,2%	-157,7%	224,5%	266,4%	21,7%	91,4%	57,7%	42,1%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	2,0	(1,2)	1,5	5,4	6,5	12,5	19,8	28,1	33,8%	62,5%
Impuestos	(0,2)	(0,3)	(0,1)	0,2	(1,9)	(2,5)	(4,0)	(5,6)		
Tasa fiscal efectiva	8,2%	n.a.	7,7%	n.a.	29,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	(1,1)	(2,1)	(3,3)	(4,7)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,8	(1,5)	1,4	5,6	3,5	7,9	12,5	17,7	18,4%	71,1%
Cto.Beneficio neto	-93,5%	-182,6%	193,8%	298,0%	-36,3%	123,5%	57,7%	42,1%		
Beneficio ordinario neto	1,8	(1,2)	1,4	4,8	3,0	7,9	12,5	17,7	13,9%	80,0%
Cto. Beneficio ordinario neto	-0,9%	-165,4%	218,5%	246,4%	-37,3%	160,5%	57,7%	42,1%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						20,5	31,0	41,4	54,0%	44,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(1,2)	(0,5)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						19,2	30,5	41,0	<i>n.a.</i>	52,5%
CAPEX	-	-	-	-	-	(20,8)	(20,9)	(21,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	(1,6)	(1,6)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(2,5)	(4,0)	(5,6)		
Free Cash Flow Recurrente						(4,1)	4,0	12,5	-71,8%	43,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(4,1)	4,0	12,5	<i>n.a.</i>	35,6%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						4,1	(4,0)	(12,5)		

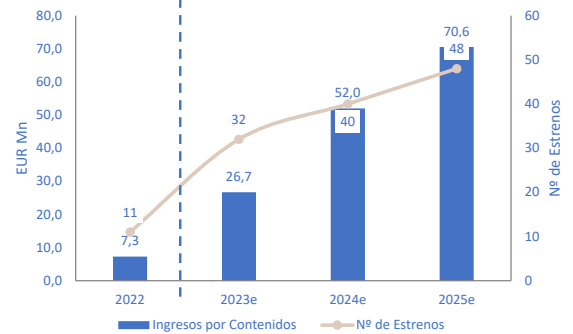


La compañía en 8 gráficos

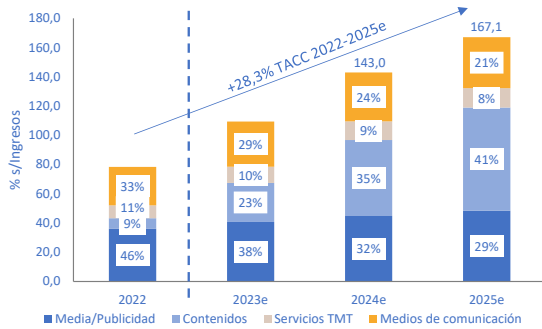
El modelo de negocio de SQRL se encuentra bien diversificado (% s/Ingresos 2022)



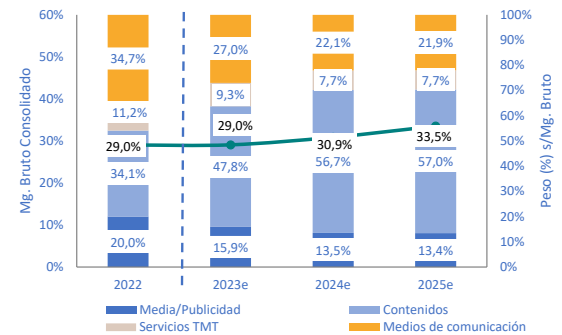
Esperamos un fuerte despegue del negocio de contenidos (explicado por el mayor número de estrenos)...



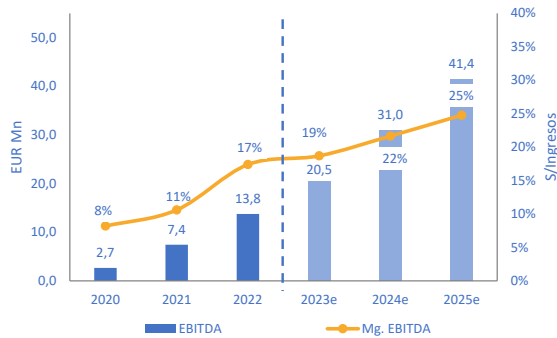
... lo que permitirá a SQRL aspirar a unos Ingresos 2025e de EUR 167,1Mn (+28,3% TACC 2022-2025e)



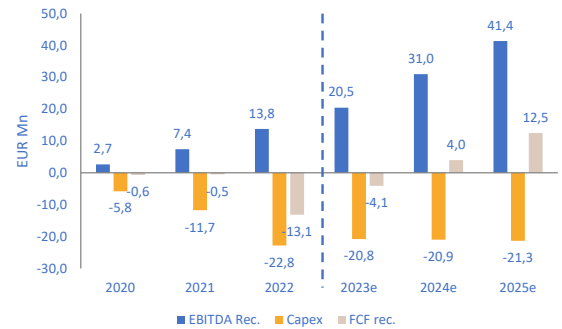
Con un margen bruto del 33,5% en 2025e (vs 29% en 2022) por el incremento de peso en el mix de los negocios más rentables



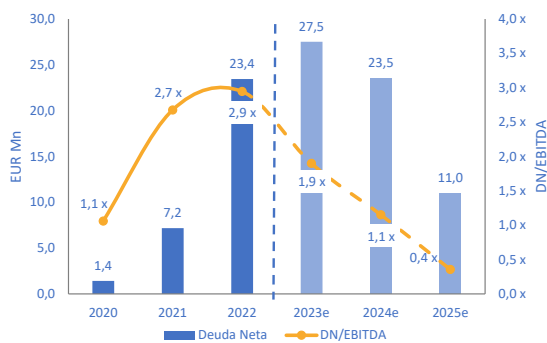
El mayor peso de Contenidos en el mix empujará el EBITDA 25e hasta EUR 41,4Mn (vs EUR 13,8Mn en 2022)...



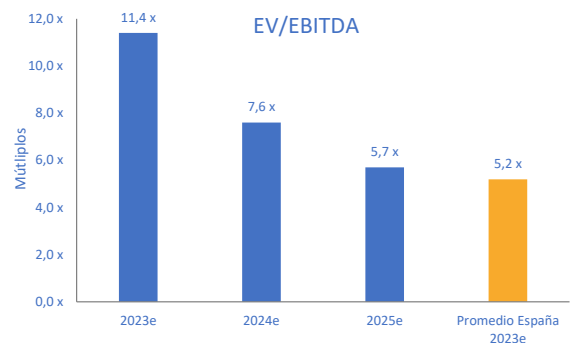
... lo que se traduce en un FCF positivo (FCF Rec. 25e: EUR 12,5Mn), pese al elevado CAPEX (necesario para la renovación de contenidos)



La generación de caja mantendrá el nivel de endeudamiento bajo control (DN/EBITDA 2023e 2x)



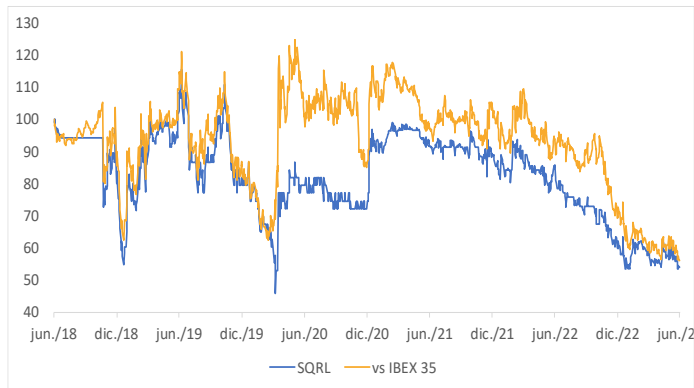
EV/EBITDA 2023e c. 11x vs c. 5x del sector en España



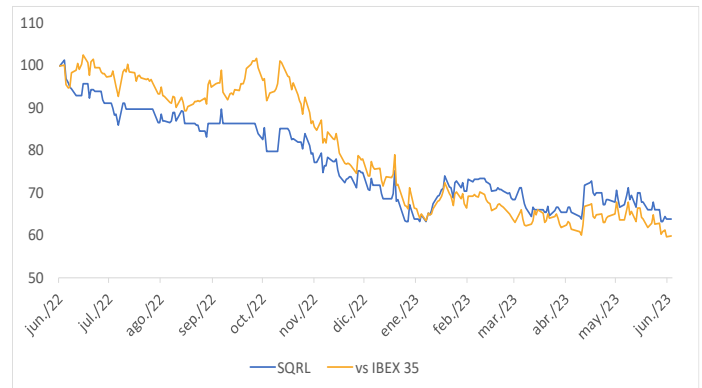


Evolución de la cotización

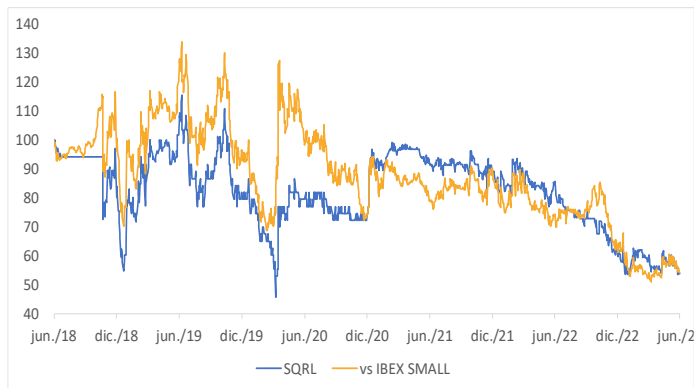
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



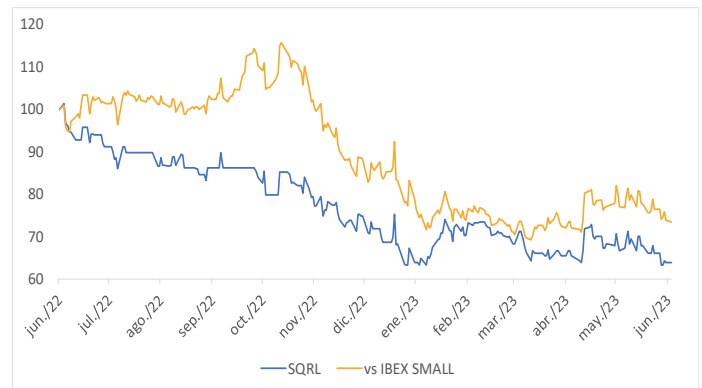
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



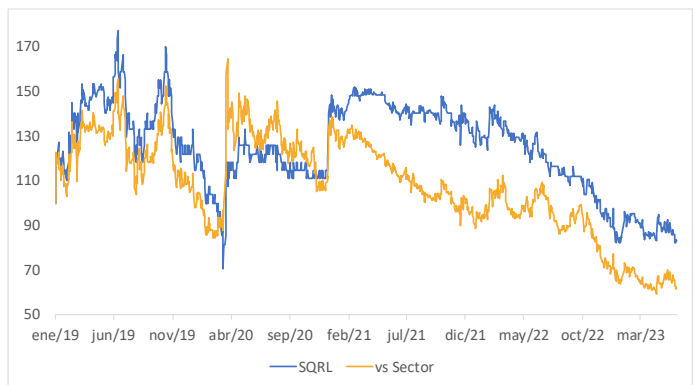
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



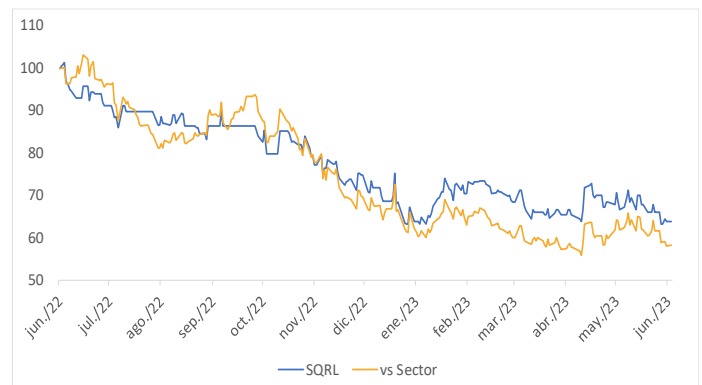
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Media

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,3	-6,7	-36,2	-5,1	-32,1	-46,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,7	-4,9	-40,1	-15,9	-42,5	-43,7
vs Euro STOXX 50	-3,2	-6,6	-43,8	-16,1	-46,5	-56,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-4,5	4,2	-26,4	-11,6	-44,9	-45,8
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-4,4	-3,8	-30,5	-12,9	-51,9	-49,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,7	-0,9	-27,1	-4,4	-42,4	-49,7
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	-5,8	-3,2	-41,7	-11,7	-50,3	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



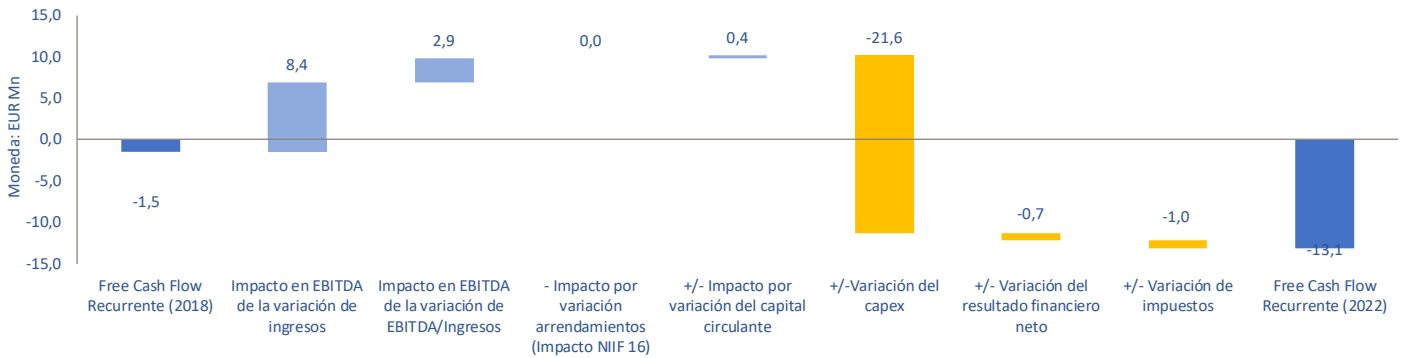
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	1,4	2,7	7,4	13,8	20,5	31,0	41,4	<i>n.a.</i>	44,3%
Cto. EBITDA recurrente	-44,8%	98,0%	177,6%	85,3%	48,6%	51,3%	33,7%		
EBITDA rec. / Ingresos	12,6%	8,2%	10,6%	17,4%	18,7%	21,7%	24,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	2,7	4,1	(2,2)	(1,2)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,6	5,4	11,5	11,6	19,2	30,5	41,0	<i>n.a.</i>	52,5%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	449,7%	756,2%	114,6%	0,6%	66,3%	58,4%	34,7%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	5,8%	16,4%	16,4%	14,6%	17,6%	21,3%	24,6%		
- CAPEX	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(20,8)	(20,9)	(21,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,8)	-	(1,6)	(1,6)		
- Impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(1,2)	(2,5)	(4,0)	(5,6)		
= Free Cash Flow recurrente	(5,4)	(0,6)	(0,5)	(13,1)	(4,1)	4,0	12,5	-34,9%	43,5%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-255,0%	87,9%	29,7%	<i>n.a.</i>	69,1%	197,8%	215,3%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	7,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(2,3)	(12,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(5,4)	(0,6)	(2,8)	(25,3)	(4,1)	4,0	12,5	-67,8%	35,6%
Cto. Free Cash Flow	-255,0%	87,9%	-329,5%	-810,3%	83,9%	197,8%	215,3%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,0%	6,3%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,0%	6,3%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,5)	(5,4)	(0,6)	(0,5)	(13,1)	(4,1)	4,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,6	2,7	3,1	1,0	5,3	6,3	5,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,7)	(1,4)	1,7	5,4	1,4	4,2	5,2		
= Variación EBITDA recurrente	(1,1)	1,3	4,8	6,3	6,7	10,5	10,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,9	3,4	1,4	(6,3)	1,0	0,7	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,8	4,7	6,1	0,1	7,7	11,2	10,6		
+/- Variación del CAPEX	(4,8)	0,1	(6,0)	(11,0)	2,0	(0,1)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,2)	(0,0)	(0,6)	0,8	(1,6)	-		
+/- Variación de impuestos	0,0	0,0	0,0	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,7)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(3,8)	4,7	0,2	(12,7)	9,1	8,0	8,6		
Free Cash Flow Recurrente	(5,4)	(0,6)	(0,5)	(13,1)	(4,1)	4,0	12,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	(1,1)	1,6	5,5	8,0	12,5	21,4	29,7	<i>n.a.</i>	55,1%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	7,7%	0,0%	29,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,1)	-	(2,3)	(2,5)	(4,3)	(5,9)		
EBITDA recurrente	1,4	2,7	7,4	13,8	20,5	31,0	41,4	<i>n.a.</i>	44,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	2,7	4,1	(2,2)	(1,2)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,6	5,4	11,5	11,6	19,2	30,5	41,0	<i>n.a.</i>	52,5%
- CAPEX	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(20,8)	(20,9)	(21,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,1)	-	(2,3)	(2,5)	(4,3)	(5,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(5,3)	(0,5)	(0,2)	(13,5)	(4,1)	5,3	13,8	-36,9%	44,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-254,5%	89,7%	56,4%	<i>n.a.</i>	70,0%	229,4%	162,8%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,7%	8,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(2,3)	(12,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,3)	(0,5)	(2,6)	(25,7)	(4,1)	5,3	13,8	-69,5%	36,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-254,5%	89,7%	-371,1%	-902,5%	84,2%	229,4%	162,8%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,2%	5,9%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,2%	5,9%		

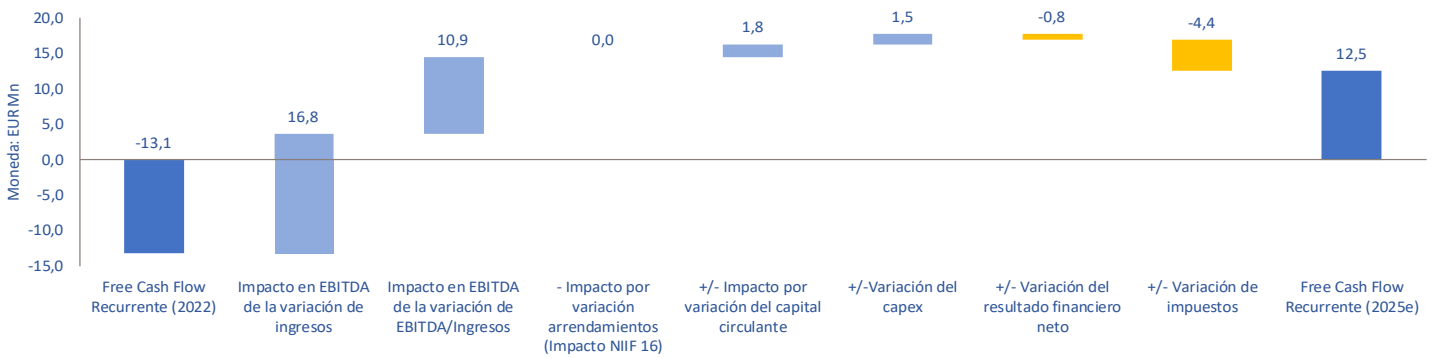


Analítica del Free Cash Flow (II)

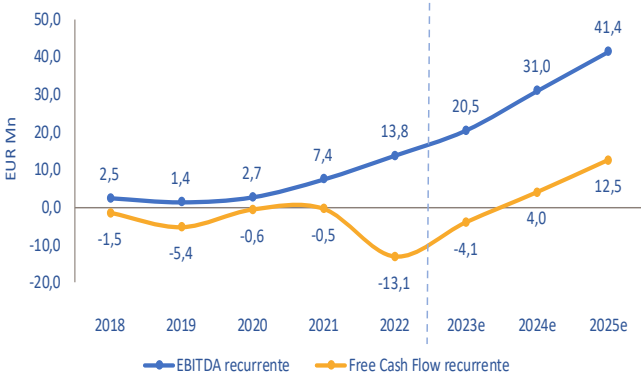
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



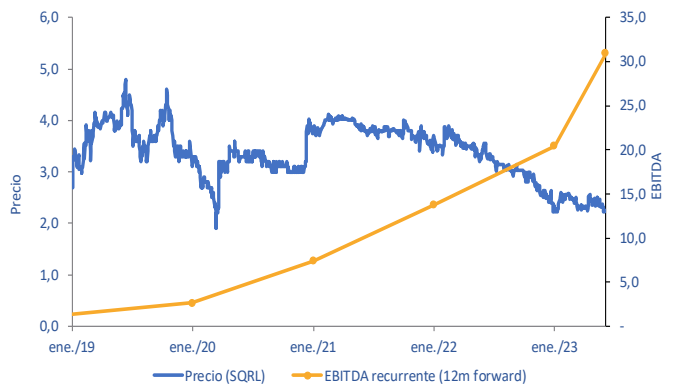
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(4,1)	5,3	13,8	n.a.			
Market Cap	199,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	23,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	89,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	10,5%	D			=	=	
WACC	9,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	10,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	199,4	
+ Minoritarios	5,0	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	18,6	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	23,4	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	12,0	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	234,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	21,4%	n.a.	6,8%	20,9%	10,4%
	2022	2025e			
ROCE - WACC	1,1%	12,5%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-3,1%			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2024e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	23,9%	34,1	6,9x
Central	21,7%	31,0	7,6x
Min	19,5%	27,8	8,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	13,2%	14,7%		16,2%	Max	Central
34,1	9,3	7,1	5,0	Max	4,6%	3,6%	2,5%
31,0	6,1	4,0	1,8	Central	3,1%	2,0%	0,9%
27,8	3,0	0,8	(1,3)	Min	1,5%	0,4%	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	57,1%	57,1%	66,7%
% de consejeros dominicales	42,9%	42,9%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	28,6%	28,6%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	54,3%	56,8%	46,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	6,0%	14,4%	11,7%



Principales comparables 2023e

Datos Mercado	EUR Mn	Publicidad (Grandes players)				Average	Sector Media en España				Average	SQRL
		Omnicom	WPP	Publicis	Interpublic		Mediaset	Atresmedia	Prisa	Vocento		
Ticker (Factset)		OMC-US	WPP-GB	PUB-FR	IPG-US		TL5-ES	A3M-ES	PRS-ES	VOC-ES		SQRL-ES
País		USA	UK	France	USA		Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
Market cap		16.959,2	10.812,4	17.677,1	13.680,4		#N/D	807,5	391,5	80,0		199,4
Enterprise value (EV)		20.736,4	16.847,8	19.141,3	16.385,3		#N/D	956,8	1.086,3	175,7		234,4
Total Ingresos		13.772,6	14.220,9	13.016,7	9.113,8		#N/D	941,1	912,0	357,8		109,5
Cto. Total Ingresos		3,2%	-14,9%	-8,3%	-10,7%	-7,7%	-1,3%	8,5%	9,8%	4,8%	5,5%	38,3%
2y TACC (2023e - 2025e)		3,5%	3,3%	3,4%	6,0%	4,0%	1,0%	0,2%	4,5%	0,9%	1,6%	23,6%
EBITDA		2.285,8	2.556,4	2.876,9	1.698,4		#N/D	162,3	159,1	33,0		20,5
Cto. EBITDA		1,3%	1,4%	-0,2%	3,5%	1,5%	-40,6%	81,8%	34,6%	9,5%	21,3%	41,4%
2y TACC (2023e - 2025e)		4,7%	4,3%	3,5%	4,7%	4,3%	-0,6%	-0,9%	12,4%	13,5%	6,1%	42,2%
EBITDA/Ingresos		16,6%	18,0%	22,1%	18,6%	18,8%	n.a.	17,2%	17,4%	9,2%	14,6%	18,7%
EBIT		2.099,3	2.145,5	2.213,6	1.445,6		#N/D	143,8	87,8	13,0		12,5
Cto. EBIT		2,4%	9,9%	7,4%	4,4%	6,0%	-1,8%	101,1%	86,2%	72,3%	64,4%	57,6%
2y TACC (2023e - 2025e)		4,8%	5,4%	4,9%	4,9%	5,0%	-0,6%	-0,9%	20,9%	37,3%	14,2%	53,9%
EBIT/Ingresos		15,2%	15,1%	17,0%	15,9%	15,8%	n.a.	15,3%	9,6%	3,6%	9,5%	11,4%
Beneficio Neto		1.398,3	1.295,2	1.467,7	1.035,9		#N/D	107,3	(2,6)	4,8		7,9
Cto. Beneficio Neto		13,8%	63,8%	20,1%	18,3%	29,0%	-11,9%	-5,0%	79,7%	27,5%	22,6%	123,5%
2y TACC (2023e - 2025e)		4,8%	6,7%	5,4%	4,7%	5,4%	-2,0%	-0,7%	n.a.	65,5%	20,9%	49,7%
CAPEX/Ventas		0,7%	2,5%	1,9%	2,0%	1,8%	8,5%	3,4%	6,4%	3,3%	5,4%	19,0%
Free Cash Flow		1.633,8	1.106,5	1.753,8	1.131,7		#N/D	102,1	6,7	8,0		(4,1)
Deuda financiera Neta		757,1	3.586,5	(503,2)	0,6		#N/D	20,7	814,7	20,5		27,5
DN/EBITDA (x)		0,3	1,4	(0,2)	0,0	0,4	n.a.	0,1	5,1	0,6	2,0	1,3
Pay-out		41,0%	39,9%	52,5%	43,8%	44,3%	n.a.	82,2%	0,0%	50,8%	44,3%	0,0%
P/E (x)		12,5	8,6	11,0	13,2	11,3	5,7	7,6	n.a.	17,7	10,3	25,2
P/BV (x)		5,1	2,2	1,8	3,8	3,2	0,7	1,2	n.a.	0,4	0,8	3,9
EV/Ingresos (x)		1,5	1,2	1,5	1,8	1,5	n.a.	1,0	1,2	0,5	0,9	2,1
EV/EBITDA (x)		9,1	6,6	6,7	9,6	8,0	n.a.	5,9	6,8	5,3	6,0	11,4
EV/EBIT (x)		9,9	7,9	8,6	11,3	9,4	n.a.	6,7	12,4	13,5	10,8	18,7
ROE		41,0	25,4	15,9	28,6	27,7	12,9	15,8	n.a.	2,2	10,3	16,8
FCF Yield (%)		9,6	10,2	9,9	8,3	9,5	n.a.	12,6	1,7	10,0	8,1	n.a.
DPA		2,79	0,47	3,07	1,16	1,87	#N/D	0,39	0,00	0,02	n.a.	0,00
Dvd Yield		3,3%	4,7%	4,4%	3,3%	3,9%	n.a.	10,9%	0,0%	3,0%	4,6%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 12-22	TACC 22-25e
Total Ingresos				3,0	4,0	3,9	6,4	10,8	32,6	70,0	79,1	109,5	143,0	167,1	n.a.	28,3%
Cto. Total ingresos				-50,2%	33,3%	-3,5%	66,2%	67,3%	203,0%	114,7%	13,0%	38,3%	30,6%	16,9%		
EBITDA				(1,8)	(0,3)	0,6	2,5	1,4	2,7	8,0	14,5	20,5	31,0	41,4	n.a.	41,9%
Cto. EBITDA				n.a.	82,8%	307,3%	292,9%	-44,8%	98,0%	197,2%	81,9%	41,4%	51,3%	33,7%		
EBITDA/Ingresos				n.a.	n.a.	16,1%	38,1%	12,6%	8,2%	11,4%	18,3%	18,7%	21,7%	24,8%		
Beneficio neto				(4,1)	(1,2)	27,9	1,8	(1,5)	1,4	5,6	3,5	7,9	12,5	17,7	n.a.	71,1%
Cto. Beneficio neto				65,3%	70,6%	n.a.	-93,5%	-182,6%	193,8%	298,0%	-36,3%	123,5%	57,7%	42,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				7,9	7,9	7,8	15,1	19,1	41,0	85,9	89,0	89,0	89,0	89,0		
BPA (EUR)				-0,53	-0,15	3,57	0,12	-0,08	0,03	0,06	0,04	0,09	0,14	0,20	n.a.	71,1%
Cto. BPA				65,3%	70,6%	n.a.	-96,6%	n.a.	n.a.	90,1%	-38,6%	n.a.	57,7%	42,1%		
BPA ord. (EUR)				-0,53	-0,15	0,23	0,12	-0,06	0,03	0,06	0,03	0,09	0,14	0,20	n.a.	80,0%
Cto. BPA ord.				65,3%	70,6%	n.a.	-48,6%	n.a.	n.a.	65,5%	-39,5%	n.a.	57,7%	42,1%		
CAPEX				(0,4)	(0,7)	(1,7)	(1,1)	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(20,8)	(20,9)	(21,3)		
CAPEX/Vtas % ¹				13,5%	16,4%	43,1%	17,7%	54,8%	17,7%	16,8%	28,8%	19,0%	14,7%	12,8%		
Free Cash Flow				4,4	(1,6)	(9,2)	(1,5)	(5,4)	(0,6)	(2,8)	(25,3)	(4,1)	4,0	12,5	n.a.	35,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	8,4x	1,6x	0,8x	0,5x	0,9x	1,6x	1,3x	0,8x	0,3x		
PER (x)				n.a.	n.a.	n.a.	20,9x	n.a.	n.a.	57,2x	59,4x	25,2x	16,0x	11,3x		
EV/Vtas (x)				11,57x	9,11x	5,29x	6,46x	5,52x	10,06x	4,55x	3,10x	2,14x	1,64x	1,40x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	32,8x	16,9x	43,9x	n.a.	40,0x	16,9x	11,4x	7,6x	5,7x		
Comport. Absoluto				0,0%	0,0%	0,0%	32,5%	23,7%	24,8%	-4,4%	-36,2%	-5,1%				
Comport. Relativo vs Ibex 35				7,7%	2,1%	-6,9%	55,8%	10,6%	47,7%	-11,4%	-32,5%	-15,9%				

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

Substrate AI (SAI), es una startup tecnológica española de inteligencia artificial basada en aprendizaje reforzado, con sede en Valencia. Desarrolla y comercializa sus propios productos y soluciones bajo un modelo SaaS. Cotiza en BME Growth desde mayo de 2022.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Capacidad para crecer a doble dígito alto (confirmado en 2022). En los resultados de 2022 SAI ha confirmado su capacidad de crecer a ritmos muy elevados (+98% vs 2021). Para 2023e esperamos que el ritmo de crecimiento (orgánico) continúe hasta los EUR 5,0Mn (+56,4% vs 2022).

Con un EBITDA Rec. muy por debajo de break-even. Pensamos que la compañía seguirá invirtiendo en su estructura para adaptarla a niveles superiores de ingresos (tendencia que se ha visto en el 2S 2022; 1,9x gastos operativos del 1S 2022). Con un efecto evidente en márgenes: EBITDA Rec 2023e -3,3Mn vs -3,4Mn 2022.

Y sin capacidad de generación de caja. Unos márgenes por debajo de break-even conducen a un 2023e con generación de caja negativa (EUR -4,5Mn) y una deuda neta de EUR 3,4Mn.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Fortísimo driver sectorial. SAI opera en el sector de la inteligencia artificial (de aprendizaje reforzado). Que se ha visto beneficiado por la pandemia, acelerando la adopción de la IA en las organizaciones. Y la ha convertido en un factor crucial en el proceso de transformación digital. En Europa se espera un 33% TACC 2022-2026e en el gasto en sistemas de IA hasta los USD 80Bn.

Con un negocio escalable. El negocio de producto de SAI cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS). Algunas soluciones están ya desarrolladas y de otras se espera su lanzamiento en el corto/medio plazo. Por tanto, una vez estén desarrolladas, no necesitarán de inversiones significativas adicionales.

2023e-2025e: no estimamos EBITDA Rec. por encima de break-even ni generación de caja. La inversión y el crecimiento pivotan sobre un sector del que se espera un potente y rápido desarrollo. Pero SAI también es una "apuesta", ya que los ingresos por soluciones de IA son todavía minoritarios (c.20% s/ventas 2022). Y el periodo 2023e-25e será decisivo para ver la capacidad de SAI de rentabilizar su estructura en el negocio de soluciones de IA, crecer y mejorar márgenes. Aprovechando la oportunidad que ofrece el sector.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Una dilución potencialmente elevada. Dado el tamaño y momento de negocio (start-up), SAI se financia vía ampliaciones de capital (bonos convertibles) mediante un acuerdo con Alpha Blue Ocean. Desde febrero de 2023 SAI ha comunicado la conversión de bonos por un importe efectivo de EUR 2,0Mn (con la emisión de 7,7Mn de acciones nuevas tipo A; c.23% s/total).

Competencia y riesgo comercial. La industria de inteligencia artificial se encuentra de por sí muy fragmentada, lo que puede suponer para SAI un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva, que puede conllevar una reducción en la actividad esperada.

Sin capacidad de generar caja. La generación de EBITDA Rec. y FCF depende en gran medida de la capacidad de SAI de apalancar su estructura creciendo en soluciones de IA. Un retraso implicaría un aumento de las necesidades de financiación vía equity (con potencial dilución) o deuda.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La relación múltiplos vs crecimiento aun no acompaña. YTD la acción ha subido un 6,3% y nuestras estimaciones 2023e cotizarían a un múltiplo EV/Ventas de 2,5x (vs c. 3x de sus comparables europeos), aunque manteniendo un EBITDA negativo durante todo el período estimado (frente a un margen EBITDA de c. 18% del sector en Europa).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	10,5	11,3
EV (Mn EUR y USD)	12,7	13,6
Número de Acciones (Mn)	34,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,95 / 0,63 / 0,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,17	
Rotación ⁽¹⁾	419,9	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Lorenzo Serratosá Gallardo	13,4
José Iván García Braulio	12,4
Francisco Javier Muñoz Sanfeliu	7,6
Fernando Villar del Prado	7,6
Free Float	51,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	22,0	31,3	34,7	34,7
Total Ingresos	3,2	5,0	6,6	8,6
EBITDA Rec.	-3,4	-3,3	-2,8	-2,0
% Var.	-204,2	2,9	13,4	29,9
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	12,8	9,9	19,9	15,7
Beneficio neto	-16,0	-3,7	-3,9	-3,8
BPA (EUR)	-0,73	-0,12	-0,11	-0,11
% Var.	-222,2	83,5	4,9	3,7
BPA ord. (EUR)	-0,75	-0,12	-0,11	-0,11
% Var.	-213,6	84,0	4,9	3,7
Free Cash Flow Rec.	-4,1	-4,5	-3,8	-3,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,9	3,4	7,2	10,5
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,6	0,6	0,8	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,93	2,52	1,93	1,48
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-16,7	33,3	-80,5	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.



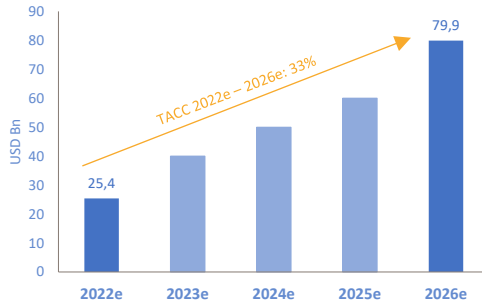
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial				1,3	2,4	3,8	4,7	5,2		
Inmovilizado material				0,1	0,1	0,2	0,3	0,3		
Otros activos no corrientes				0,3	0,9	0,9	0,9	0,9		
Inmovilizado financiero				1,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles				28,2	15,5	13,9	12,4	10,8		
Activo circulante				0,6	1,6	2,5	3,0	3,7		
Total activo				31,9	20,7	21,6	21,5	21,2		
Patrimonio neto				26,7	17,5	16,7	12,8	9,0		
Minoritarios				(0,0)	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP				-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes				-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta				5,0	1,9	3,4	7,2	10,5		
Pasivo circulante				0,3	0,8	0,9	1,0	1,2		
Total pasivo				31,9	20,7	21,6	21,5	21,2		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos				1,6	3,2	5,0	6,6	8,6	<i>n.a.</i>	38,5%
<i>Cto.Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>98,0%</i>	<i>56,4%</i>	<i>30,6%</i>	<i>30,0%</i>		
Coste de ventas				(0,0)	(0,5)	(0,7)	(1,0)	(1,2)		
Margen Bruto				1,6	2,7	4,3	5,6	7,3	<i>n.a.</i>	38,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>99,9%</i>	<i>84,9%</i>	<i>85,5%</i>	<i>85,5%</i>	<i>85,5%</i>		
Gastos de personal				(1,4)	(3,2)	(4,2)	(4,7)	(5,2)		
Otros costes de explotación				(1,4)	(2,9)	(3,4)	(3,7)	(4,1)		
EBITDA recurrente				(1,1)	(3,4)	(3,3)	(2,8)	(2,0)	<i>n.a.</i>	16,2%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>-204,2%</i>	<i>2,9%</i>	<i>13,4%</i>	<i>29,9%</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>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.				0,0	(0,1)	-	-	-		
EBITDA				(1,1)	(3,5)	(3,3)	(2,8)	(2,0)	<i>n.a.</i>	17,3%
Depreciación y provisiones				(1,3)	(2,6)	(2,4)	(2,9)	(3,4)		
Gastos capitalizados				0,4	1,5	2,3	2,3	2,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-	-		
EBIT				(2,0)	(4,6)	(3,5)	(3,5)	(3,1)	<i>n.a.</i>	12,4%
<i>Cto.EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>-131,9%</i>	<i>25,2%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>10,9%</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>		
Impacto fondo de comercio y otros				-	(11,6)	-	-	-		
Resultado financiero neto				0,1	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario				(1,9)	(16,5)	(3,7)	(3,9)	(3,8)	<i>n.a.</i>	38,7%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>-773,5%</i>	<i>77,4%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>3,7%</i>		
Extraordinarios				-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos				(1,9)	(16,5)	(3,7)	(3,9)	(3,8)	<i>n.a.</i>	38,7%
Impuestos				0,1	0,6	-	-	-		
<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>		
Minoritarios				0,0	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
Beneficio neto				(1,8)	(16,0)	(3,7)	(3,9)	(3,8)	<i>n.a.</i>	38,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>-797,3%</i>	<i>76,6%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>3,7%</i>		
Beneficio ordinario neto				(1,9)	(16,4)	(3,7)	(3,9)	(3,8)	<i>n.a.</i>	38,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>-773,6%</i>	<i>77,2%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>3,7%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(3,3)	(2,8)	(2,0)	<i>n.a.</i>	16,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,8)	(0,4)	(0,5)		
Cash Flow operativo recurrente						-4,1	-3,2	-2,5	<i>n.a.</i>	12,6%
CAPEX						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,5)	(0,7)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(4,5)	(3,8)	(3,3)	<i>n.a.</i>	6,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(4,5)	(3,8)	(3,3)	<i>n.a.</i>	6,7%
Ampliaciones de capital						3,0	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,5	3,8	3,3		



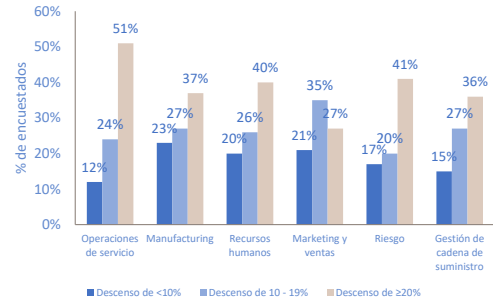
La compañía en 8 gráficos

Inteligencia Artificial: Un sector con alto potencial de crecimiento (33% TACC 2022e-2026e en Europa).



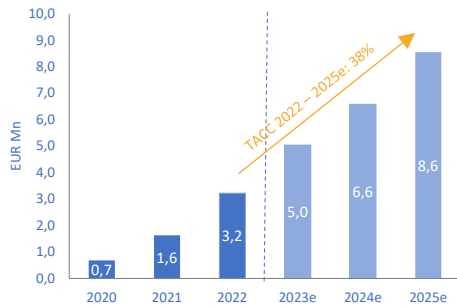
Fuente: IDC (International Data Corporation)

... teniendo cada vez más un mayor impacto en la cuenta de resultados de las compañías a nivel EBIT

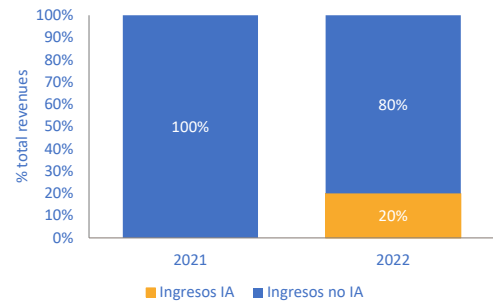


Fuente: McKinsey Technology Trends 2022

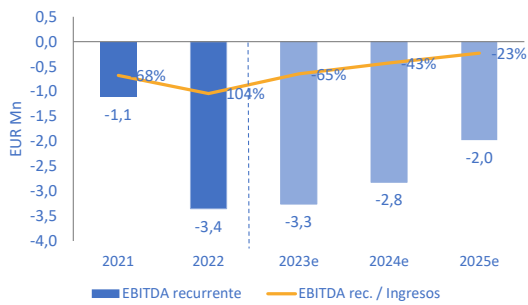
Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecer a doble dígito alto en ingresos (38,0% TACC 2022 – 2025e).



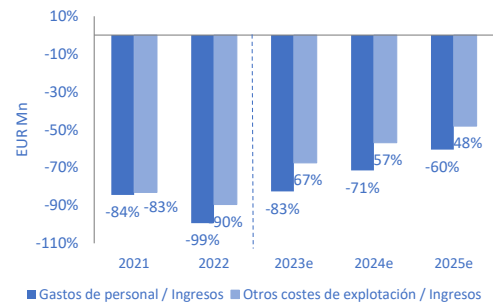
... y con unas ventas en el 2022 derivadas de la inteligencia artificial de alrededor de c.20%



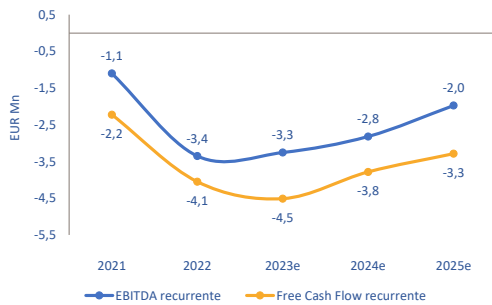
Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2025e



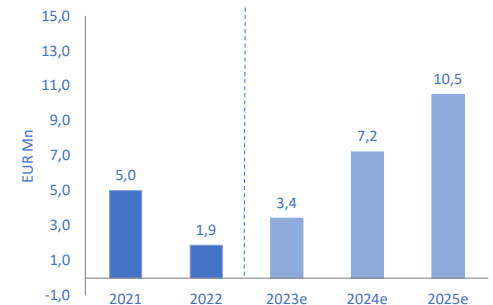
... debido a unos gastos de estructura sobredimensionados para unos niveles de ingresos muy superiores



Que impedirán la generación de flujo de caja recurrente positivo para los próximos años (2023e – 2025e)



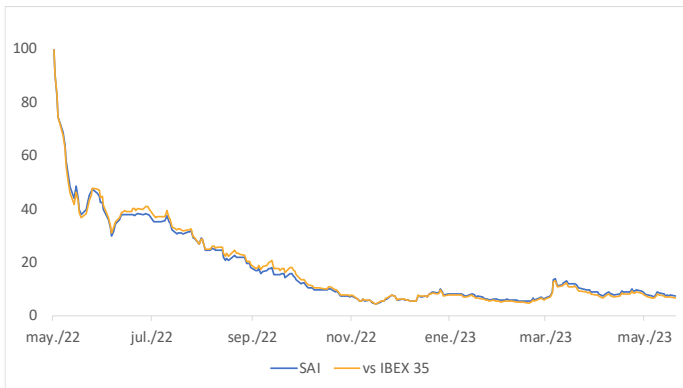
Y que situaría la Deuda Neta "Teórica" 2025e en EUR 10,5Mn. Aunque "cubierta" vía bonos convertibles



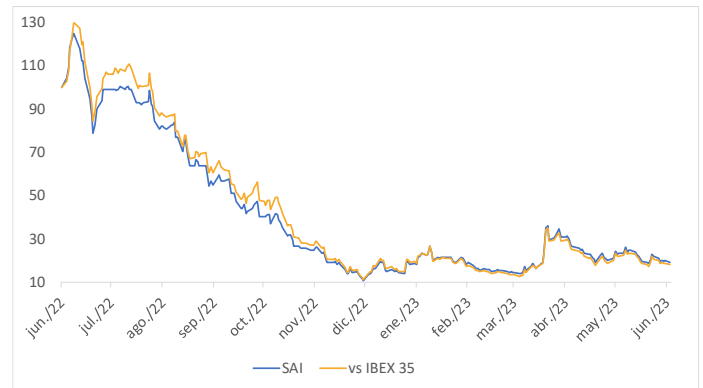


Evolución de la cotización

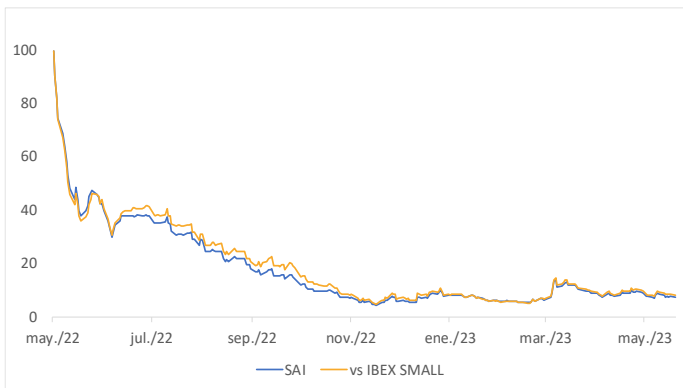
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



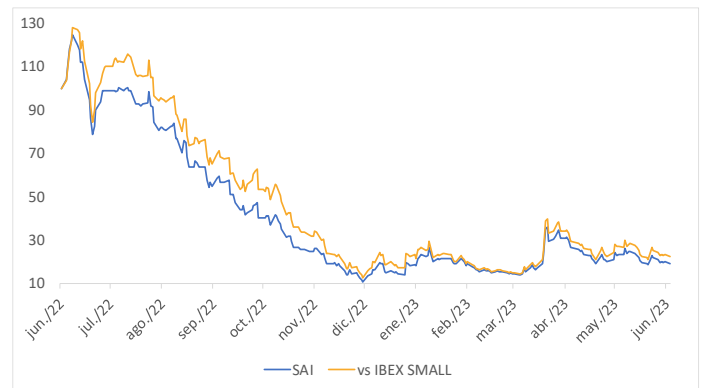
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



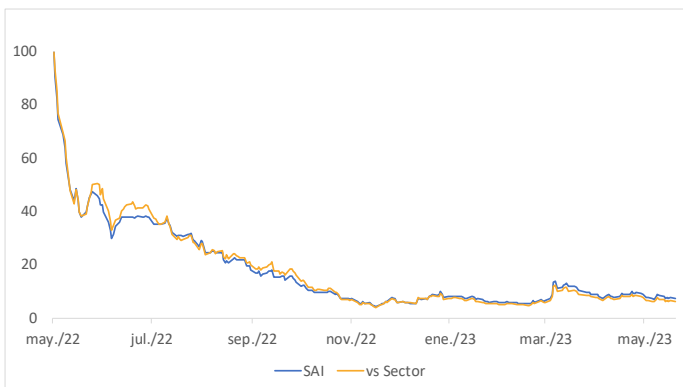
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-16,7	33,3	-80,5	6,3	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-18,0	35,8	-81,7	-5,8	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-15,8	33,4	-82,8	-6,1	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-16,9	48,9	-77,5	-1,0	n.a.	n.a.
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse ⁽¹⁾	-16,8	37,4	-78,8	-2,4	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-15,4	41,5	-77,7	7,1	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-22,3	24,0	-83,8	-14,5	n.a.	n.a.

(1) [Detalles constituyentes en Pág. 10](#)



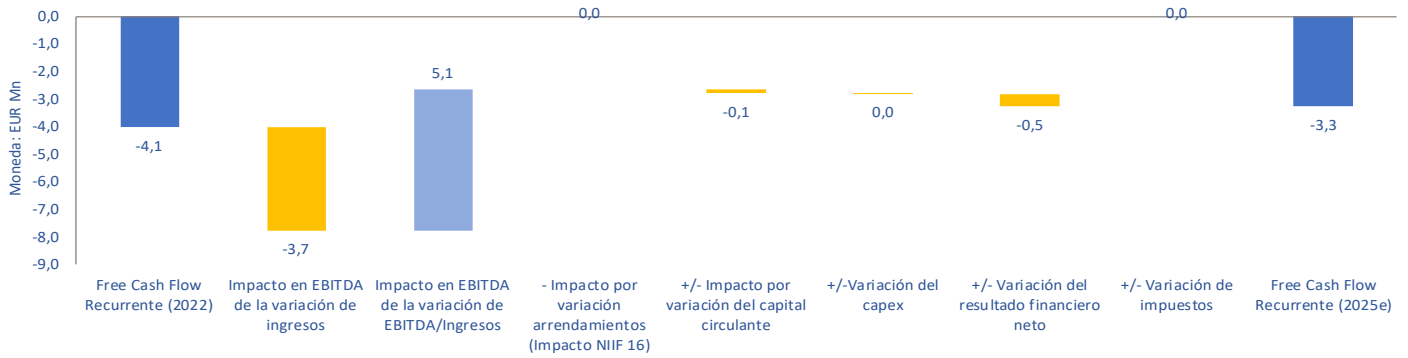
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente				(3,4)	(3,3)	(2,8)	(2,0)	n.a.	16,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>				-204,2%	2,9%	13,4%	29,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante				(0,4)	(0,8)	(0,4)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente				(3,7)	(4,1)	(3,2)	(2,5)	n.a.	12,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>				-153,6%	-9,1%	20,9%	22,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX				(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow				(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,7)		
- Impuestos				-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente				(4,1)	(4,5)	(3,8)	(3,3)	n.a.	6,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>				-82,1%	-11,4%	16,1%	13,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros				-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones				-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow				-	-	-	-		
= Free Cash Flow				(4,1)	(4,5)	(3,8)	(3,3)	n.a.	6,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>				-71,2%	-11,4%	16,1%	13,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>				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.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)				(2,2)	(4,1)	(4,5)	(3,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos				(1,1)	(1,9)	(1,0)	(0,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos				(1,2)	2,0	1,4	1,7		
= Variación EBITDA recurrente				(2,3)	0,1	0,4	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante				(0,0)	(0,4)	0,4	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente				(2,3)	(0,3)	0,9	0,7		
+/- Variación del CAPEX				0,7	(0,1)	0,1	-		
+/- Variación del resultado financiero neto				(0,2)	(0,0)	(0,2)	(0,2)		
+/- Variación de impuestos				-	-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente				(1,8)	(0,5)	0,7	0,5		
Free Cash Flow Recurrente				(4,1)	(4,5)	(3,8)	(3,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
EBIT				(4,6)	(3,5)	(3,5)	(3,1)	n.a.	12,4%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)				-	-	-	-		
EBITDA recurrente				(3,4)	(3,3)	(2,8)	(2,0)	n.a.	16,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante				(0,4)	(0,8)	(0,4)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente				(3,7)	(4,1)	(3,2)	(2,5)	n.a.	12,6%
- CAPEX				(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)				-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente				(3,8)	(4,2)	(3,3)	(2,6)	n.a.	12,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>				-72,6%	-10,8%	21,4%	21,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones				-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow				-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"				(3,8)	(4,2)	(3,3)	(2,6)	n.a.	12,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>				-62,2%	-10,8%	21,4%	21,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>				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.		

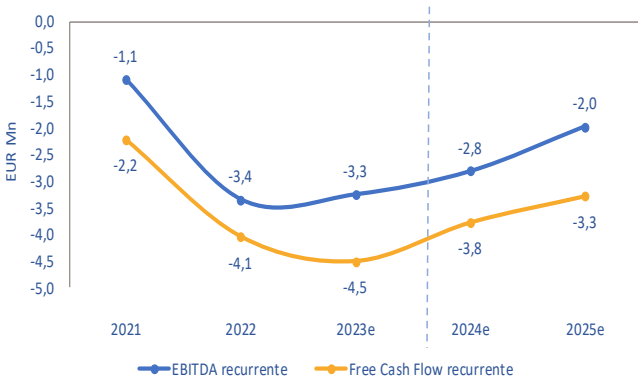


Analítica del Free Cash Flow (II)

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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(4,2)	(3,3)	(2,6)	n.a.			
Market Cap	10,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,9	Deuda bancaria neta de Caja ()					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,3%	$K_d = \text{Coste de Deuda Neta} * (1-T)$			5,1%	5,5%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,5	B (estimación propia)			1,4	1,6	
Coste del Equity	12,4%	$K_e = R_f + (R * B)$			11,1%	13,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,2%	D			=	=	
WACC	11,3%	$WACC = K_d * D + K_e * E$			10,2%	12,5%	
G "Razonable"					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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	10,5	
+ Minoritarios	0,1	Rdos 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	Rdos 12m 2022
+ Deuda financiera neta	1,9	Rdos 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	12,7	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2022	2025e			
ROCE - WACC	n.a.	n.a.			
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.			

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analítica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	n.a.	n.a.	60,0%
% de consejeros dominicales	n.a.	n.a.	0,0%
% de consejeros ejecutivos	n.a.	n.a.	40,0%
% de otros consejeros	n.a.	n.a.	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	n.a.	n.a.	70,4%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	n.a.	36,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	n.a.	21,9%



Principales comparables 2023e

		Europa					Estados Unidos				
EUR Mn		Sidetrade SA	Median Technologies	Linedata Services	Lectra	Artificial Solutions	Average	C3.ai	Palantir Technologies	Average	SAI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ALBFR-FR	ALMDT-FR	LIN-FR	LSS-FR	ASAI-SE		AI-US	PLTR-US		SAI-ES
	País	France	France	France	France	Sweden		USA	USA		Spain
	Market cap	206,9	88,1	248,0	1.060,0	11,3		4.008,5	30.635,8		10,5
	Enterprise value (EV)	186,3	84,7	352,2	1.091,3	24,7		3.386,6	28.224,7		12,7
Información financiera básica	Total Ingresos	42,8	28,7	174,2	502,9	5,6		288,6	2.064,0		5,0
	Cto.Total Ingresos	16,5%	21,1%	0,9%	-3,7%	42,3%	15,4%	15,6%	15,8%	15,7%	56,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,4%	41,3%	n.a.	8,4%	59,6%	31,2%	28,2%	18,3%	23,3%	30,3%
	EBITDA	4,6	(18,2)	49,2	84,5	(5,9)		(49,5)	499,9		(3,3)
	Cto. EBITDA	184,2%	19,1%	-3,7%	-7,4%	n.a.	48,1%	80,9%	643,3%	362,1%	6,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-1,4%	17,2%	n.a.	18,0%	48,0%	20,4%	n.a.	28,2%	28,2%	22,1%
	EBITDA/Ingresos	10,8%	n.a.	28,2%	16,8%	n.a.	18,6%	n.a.	24,2%	24,2%	n.a.
	EBIT	4,4	(19,0)	32,4	59,1	(7,2)		(59,7)	491,5		(3,5)
	Cto. EBIT	440,4%	18,5%	-7,7%	-3,8%	n.a.	111,8%	78,0%	425,9%	252,0%	25,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	25,7%	14,6%	n.a.	25,4%	78,3%	36,0%	56,9%	26,7%	41,8%	5,2%
	EBIT/Ingresos	10,2%	n.a.	18,6%	11,8%	n.a.	13,5%	n.a.	23,8%	23,8%	n.a.
	Beneficio Neto	4,0	(20,6)	21,9	33,3	(5,7)		(223,2)	435,6		(3,7)
	Cto. Beneficio Neto	17,5%	-1,7%	-17,4%	-25,0%	n.a.	-6,7%	11,2%	224,6%	117,9%	76,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	22,0%	12,2%	n.a.	41,3%	46,2%	30,4%	62,3%	28,2%	45,2%	-0,8%
	CAPEX/Ventas	2,4%	3,1%	8,0%	1,7%	0,0%	3,0%	8,5%	1,5%	5,0%	3,0%
Free Cash Flow	4,5	(18,6)	24,6	60,0	(4,6)		(77,9)	396,2		(4,5)	
Deuda financiera Neta	(13,4)	18,0	75,4	(10,1)	19,9		(633,4)	(2.495,0)		3,4	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	1,5	n.a.	n.a.	1,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	42,3%	56,5%	n.a.	24,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	51,2	n.a.	12,3	24,8	n.a.	29,4	n.a.	73,0	73,0	n.a.
	P/BV (x)	6,6	n.a.	1,8	2,3	n.a.	3,6	5,1	10,9	8,0	0,6
	EV/Ingresos (x)	4,4	3,0	2,0	2,2	4,4	3,2	11,7	13,7	12,7	2,5
	EV/EBITDA (x)	40,2	n.a.	7,2	12,9	n.a.	20,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	42,7	n.a.	10,9	18,5	n.a.	24,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	12,9	n.a.	14,8	9,3	n.a.	12,3	n.a.	14,9	14,9	n.a.
	FCF Yield (%)	2,2	n.a.	9,9	5,7	n.a.	5,9	n.a.	1,3	1,3	n.a.
	DPA	0,00	0,00	1,50	0,50	0,00	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	3,0%	1,8%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

- (1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
- (2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

(Página dejada intencionadamente en blanco)



Tablas resumen del Universo de Cobertura de Lighthouse
(Performance, generación de EBITDA y FCF, ratios, múltiplos).



Capitalización, free float, liquidez y comportamiento de la acción

Compañía	Ticker	Sector	Market Cap. (Mn EUR)	Free Float	Free Cap. (Mn EUR)	Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación ^{1,2} ? (%)	Precios -12m (EUR)			Ult. Precio vs Medio -12m
								Mín.	Med.	Máx.	
Adolfo Domínguez	ADZ-ES	Textiles, Apparel & Luxury Goods	51,9	22,6	11,8	4,31	8,3	3,79	4,71	6,86	18,8%
Agile Content	AGIL-ES	Software	88,7	54,5	48,4	10,59	11,9	3,23	4,33	5,68	-11,4%
Alquiber	ALQ-ES	Transportation - Road & Rail	47,4	27,6	13,1	3,84	8,1	5,80	7,42	8,60	13,9%
Amper	AMP-ES	Communications Equipment	114,4	87,0	99,5	60,99	53,3	0,09	0,17	0,25	-38,3%
Audax Renovables	ADX-ES	Electric Utilities	538,0	27,9	150,0	156,09	29,0	0,70	1,06	1,40	15,1%
Borges - BAIN	BAIN-ES	Food Products	68,5	10,7	7,3	0,51	0,7	2,52	2,90	4,16	1,9%
Cevasa	CEV-ES	Management & Development	157,0	5,0	7,8	0,68	0,4	6,00	7,01	7,45	-3,7%
Cuatroochenta	480S-ES	Software	24,0	40,5	9,7	2,12	8,8	8,65	11,57	16,60	-23,9%
Desa	DESA-ES	Machinery	25,9	24,9	6,5	0,04	0,2	12,10	14,08	14,62	3,0%
Ecolumber	ECO-ES	Food Products	32,4	32,9	10,7	0,22	0,7	1,00	1,01	1,05	-1,5%
Endurance Motive	END-ES	Electrical Equipment	17,0	37,8	6,4	6,01	35,4	1,62	2,36	3,80	-21,7%
Enerside	ENRS-ES	Independent Power Producers (IPP)	185,1	28,3	52,4	22,43	12,1	4,03	5,47	6,80	-9,3%
Ercros	ECR-ES	Chemicals	325,5	80,9	263,3	147,04	45,2	2,68	3,52	4,80	-4,3%
Facephi	FACE-ES	Software	43,8	64,6	28,3	16,05	36,7	2,00	2,57	3,49	-5,3%
GAM	GAM-ES	Trading Companies & Distributors	136,2	21,5	29,3	5,22	3,8	1,03	1,24	1,51	16,1%
IFFE Futura	IFF-ES	Food Products	40,8	70,8	28,9	6,59	16,2	0,49	0,78	1,20	38,3%
Inmobiliaria del Sur	ISUR-ES	Management & Development	130,7	35,6	46,5	13,05	10,0	6,91	7,49	8,10	-6,6%
Innovative Solutions Ecosystem	ISE-ES	IT Services	32,5	23,8	7,7	0,74	2,3	0,51	0,57	0,65	-0,9%
Kompuestos	KOM-ES	Chemicals	10,0	36,2	3,6	1,66	16,7	0,75	1,19	1,87	-31,0%
Libertas 7	LIB-ES	Management & Development	21,0	16,2	3,4	0,51	2,4	0,84	0,97	1,38	-1,2%
Lingotes Especiales	LGT-ES	Auto Components	80,8	34,0	27,4	7,14	8,8	5,12	7,33	9,78	10,2%
LLYC	LLYC-ES	Media	125,7	10,7	13,5	2,18	1,7	9,20	10,49	11,80	3,0%
Mondo Tv Studios	MONI-ES	Media	6,0	16,4	1,0	0,91	15,2	0,21	0,30	0,41	0,4%
Naturhouse Health	NTH-ES	Personal Products	107,1	22,3	23,8	6,74	6,3	1,51	1,70	2,06	4,9%
Netex	NTX-ES	Software	24,8	32,3	8,0	1,35	5,5	2,36	2,94	3,52	-4,7%
Nicolás Correa	NEA-ES	Machinery	70,2	58,2	40,9	6,93	9,9	3,97	5,00	5,86	13,9%
Pangaea Oncology	PANG-ES	Biotechnology	64,0	12,4	7,9	6,65	10,4	1,31	1,63	2,10	28,8%
Seresco	SCO-ES	Software	33,0	12,6	4,2	0,82	2,5	3,04	3,65	4,30	-5,7%
Squirrel Media	SQRL-ES	Media	199,4	7,4	14,8	4,57	2,3	2,22	2,70	3,56	-17,1%
Substrate Artificial Intelligence	SAI-ES	Software	10,5	51,6	5,4	44,25	419,9	0,17	0,63	1,95	-52,1%

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

(2) En el caso de Innovative Solutions Ecosystem, suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022, el performance se ha calculado en base al último precio (0,56 EUR/acc.).

➤ **Sombreadas las 5 compañías con el mayor diferencial negativo frente a su precio medio de los últimos 12 meses.**



Comportamiento absoluto y relativo (vs IBEX 35)

Compañía	Comportamiento Absoluto (%)					Comportamiento vs IBEX 35 (%)				
	-1M	-3M	-12M	-3Y	YTD	-1M	-3M	-12M	-3Y	YTD
Adolfo Domínguez	0,0	-18,4	44,0	19,7	39,0	-1,5	-16,8	35,2	1,4	23,1
Agile Content	-2,0	-16,9	-31,9	3,2	-11,9	-3,5	-15,3	-36,1	-12,5	-22,0
Alquiler	9,0	15,8	38,5	60,8	12,7	7,4	17,9	30,1	36,3	-0,2
Amper	-26,8	-37,8	-58,2	-40,0	-30,8	-27,9	-36,7	-60,8	-49,1	-38,7
Audax Renovables	11,5	-10,4	-1,8	-36,7	63,0	9,8	-8,7	-7,8	-46,4	44,4
Borges - BAIN	8,0	-6,9	9,6	7,2	8,0	6,4	-5,2	3,0	-9,1	-4,3
Cevasa	0,0	-3,6	-4,1	-0,7	-1,5	-1,5	-1,8	-9,9	-15,9	-12,7
Cuatroochenta	-5,4	-17,0	-44,5	n.a.	-6,4	-6,8	-15,4	-47,9	n.a.	-17,1
Desa	9,8	9,8	-0,4	95,2	1,0	8,2	11,9	-6,5	65,5	-10,5
Ecolumber	0,0	0,0	-4,8	-4,8	0,0	-1,5	1,9	-10,5	-19,3	-11,4
Endurance Motive	-14,7	-7,5	-48,0	n.a.	-11,5	-16,0	-5,8	-51,2	n.a.	-21,6
Enerside	-5,0	-4,2	-20,0	n.a.	20,7	-6,4	-2,4	-24,9	n.a.	6,9
Ercros	-6,8	-19,4	-1,2	64,5	4,0	-8,2	-17,9	-7,2	39,4	-7,9
Facephi	-18,5	-9,3	-20,1	-52,5	-2,8	-19,7	-7,6	-24,9	-59,8	-13,9
GAM	0,7	16,1	12,9	23,6	35,2	-0,8	18,3	6,1	4,8	19,8
IFFE Futura	-1,8	-10,0	89,5	-41,6	74,2	-3,3	-8,3	78,0	-50,5	54,3
Inmobiliaria del Sur	-1,4	-6,7	-10,8	19,6	-0,2	-2,9	-4,9	-16,2	1,3	-11,6
Innovative Solutions Ecosystem	0,0	0,0	-12,7	41,0	0,0	-1,5	1,9	-18,0	19,5	-11,4
Kompuestos	2,5	-25,5	-56,1	-67,2	-5,7	0,9	-24,0	-58,8	-72,2	-16,5
Libertas 7	8,1	8,8	-29,4	-28,3	7,0	6,5	10,8	-33,7	-39,2	-5,2
Lingotes Especiales	12,5	-3,1	-18,5	-21,8	49,6	10,8	-1,3	-23,5	-33,7	32,6
LLYC	-3,6	-3,1	-5,7	n.a.	8,0	-5,0	-1,3	-11,4	n.a.	-4,3
Mondo Tv Studios	7,2	-15,8	-25,5	69,3	1,4	5,6	-14,2	-30,0	43,5	-10,2
Naturhouse Health	4,7	-6,8	4,7	19,2	13,3	3,1	-5,0	-1,6	1,0	0,4
Netex	1,4	-4,1	-10,5	47,4	-14,9	-0,1	-2,3	-16,0	24,9	-24,6
Nicolás Correa	2,7	4,4	11,1	41,3	24,0	1,1	6,4	4,4	19,7	9,8
Pangaea Oncology	16,7	24,3	23,9	42,1	28,0	14,9	26,6	16,4	20,4	13,4
Seresco	-5,0	-7,0	n.a.	n.a.	-14,0	-6,4	-5,3	n.a.	n.a.	-23,8
Squirrel Media	-4,3	-6,7	-36,2	-32,1	-5,1	-5,7	-4,9	-40,1	-42,5	-15,9
Substrate Artificial Intelligence	-16,7	33,3	-80,5	n.a.	6,3	-18,0	35,8	-81,7	n.a.	-5,8

(1) En el caso de Innovative Solutions Ecosystem, suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022, el performance se ha calculado en base al último precio (0,56 EUR/acc.).

➤ **Sombreadas las 5 compañías con peor comportamiento absoluto durante los últimos 12 meses.**



Beneficio Neto, BPA y PER

Compañía	Beneficio neto ord. / Ingresos 2022	Beneficio neto Ord. / EBITDA 2022	PER Ord. 2022	BPA Ord. 23e/22	TACC BPA Ord. 25e/22	PER Ord. 2023e	BPA Ord. 24e/23e
Adolfo Domínguez	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72,7%	44,5	n.a.
Agile Content	n.a.	n.a.	n.a.	38,2%	32,8%	n.a.	15,1%
Alquiber	8,8%	15,7%	5,4	5,9%	14,9%	5,1	9,7%
Ampér	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48,8	n.a.
Audax Renovables	0,1%	5,2%	n.a.	n.a.	n.a.	29,1	79,2%
Borges - BAIN	n.a.	n.a.	n.a.	42,5%	0,0%	n.a.	59,7%
Cevasa	40,5%	47,2%	18,9	4,1%	5,3%	18,1	6,2%
Cuatroochenta	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32,4	n.a.
Desa	7,1%	68,6%	7,2	-38,1%	-4,8%	11,7	19,4%
Ecolumber	n.a.	n.a.	n.a.	44,9%	26,2%	n.a.	53,0%
Endurance Motive	n.a.	n.a.	n.a.	47,6%	31,0%	n.a.	67,9%
Enerside	n.a.	78,1%	n.a.	-17,1%	34,2%	n.a.	28,8%
Ercros	8,3%	71,3%	3,7	-51,8%	-17,1%	7,6	10,2%
Facephi	7,8%	n.a.	21,1	-20,6%	32,4%	26,5	69,9%
GAM	3,1%	13,7%	19,8	95,7%	55,6%	10,1	40,3%
IFFE Futura	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,1%	n.a.	52,2%
Inmobiliaria del Sur	7,2%	40,9%	15,3	13,9%	45,8%	13,4	53,4%
Kompuestos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	43,9%	55,0	n.a.
Libertas 7	13,0%	79,8%	13,5	-40,3%	20,9%	22,7	12,0%
Lingotes Especiales	2,2%	28,3%	32,3	79,2%	44,4%	18,0	51,2%
LLYC	8,4%	52,1%	16,7	29,2%	17,7%	13,0	12,0%
Mondo Tv Studios	2,3%	n.a.	53,5	n.a.	n.a.	23,4	n.a.
Naturhouse Health	19,1%	66,3%	10,7	-10,4%	-1,9%	11,9	1,0%
Netex	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	37,9	n.a.
Nicolás Correa	9,3%	84,2%	7,6	-3,5%	6,4%	7,9	11,1%
Pangaea Oncology	n.a.	69,8%	n.a.	67,2%	33,1%	n.a.	n.a.
Seresco	5,3%	52,4%	18,2	66,8%	41,7%	10,9	41,0%
Squirrel Media	3,8%	21,0%	65,7	n.a.	80,0%	25,2	57,7%
Substrate Artificial Intelligence	n.a.	n.a.	n.a.	84,0%	47,2%	n.a.	4,9%

➤ **Sombreadas las 5 compañías con PER 2023 más bajo (que tengan crecimiento BPA 24e/23e positivo).**



EBITDA y EV/EBITDA

Análisis del crecimiento en EBITDA

Compañía	EV/EBITDA	Cto. Ingresos		Var. Mg. EBITDA		EBITDA Rec.	TACC 25e/22	EV/EBITDA	EBITDA Rec.
	Rec. 2022	23e/22	23e vs 22	23e vs 22 (p.p.)	23e/22	EBITDA Rec.	Rec. 23e	24e/23e	
Adolfo Domínguez	8,1	5,7%	20,0%	1,9	26,9%	17,3%	6,4	19,0%	
Agile Content	31,6	8,9%	27,1%	0,9	38,4%	34,7%	22,9	31,3%	
Alquiber	3,7	17,7%	-0,6%	-0,3	17,0%	15,2%	3,2	14,7%	
Amper	30,9	9,0%	57,2%	1,2	71,4%	71,2%	18,0	80,4%	
Audax Renovables	18,4	-8,1%	72,0%	1,4	58,0%	27,1%	11,6	24,4%	
Borges - BAIN	n.a.	6,7%	n.a.	n.a.	528,7%	0,0%	n.a.	95,9%	
Cevasa	22,5	3,0%	1,5%	1,0	4,6%	4,8%	21,5	5,0%	
Cuatroochenta	44,9	25,0%	144,9%	5,6	206,2%	n.a.	14,7	73,1%	
Desa	6,9	-4,5%	-5,6%	-0,6	-9,8%	3,0%	7,6	11,1%	
Ecolumber	n.a.	18,7%	n.a.	n.a.	68,3%	37,5%	n.a.	162,7%	
Endurance Motive	n.a.	45,9%	n.a.	n.a.	44,2%	31,9%	n.a.	68,4%	
Enerside	n.a.	10,2%	n.a.	n.a.	17,0%	45,9%	n.a.	91,6%	
Ercros	2,6	-21,3%	-21,3%	-2,9	-38,1%	-11,9%	4,2	5,4%	
Facephi	n.a.	20,9%	238,6%	5,2	309,2%	n.a.	26,4	85,1%	
GAM	6,6	21,4%	6,9%	1,5	29,8%	18,2%	5,1	15,7%	
IFFE Futura	n.a.	10,0%	n.a.	n.a.	-12,5%	75,4%	n.a.	126,3%	
Inmobiliaria del Sur	18,9	24,3%	5,4%	1,0	31,0%	34,0%	14,4	27,2%	
Kompuestos	11,6	7,3%	65,1%	2,4	77,2%	33,1%	6,6	9,9%	
Libertas 7	13,8	0,6%	10,3%	1,7	10,9%	32,6%	12,5	6,7%	
Lingotes Especiales	12,4	-7,0%	49,1%	3,5	38,6%	23,7%	9,0	27,6%	
LLYC	8,0	16,7%	8,0%	1,4	26,0%	16,0%	6,4	12,6%	
Mondo Tv Studios	n.a.	5,9%	n.a.	n.a.	23,3%	42,7%	n.a.	174,5%	
Naturhouse Health	6,3	-7,2%	-0,6%	-0,2	-7,7%	-2,2%	6,9	-0,8%	
Netex	22,9	27,4%	79,9%	7,4	129,3%	63,8%	10,0	47,7%	
Nicolás Correa	5,3	9,9%	8,7%	1,0	19,5%	15,0%	4,4	13,0%	
Pangaea Oncology	n.a.	138,7%	n.a.	n.a.	56,8%	33,0%	n.a.	141,0%	
Seresco	10,9	32,4%	13,7%	1,4	50,5%	32,5%	7,3	32,9%	
Squirrel Media	17,0	38,3%	7,5%	1,3	48,6%	44,3%	11,4	51,3%	

➤ **Sombreadas las 5 compañías con EV/EBITDA rec. 2023e más bajo (que tengan crecimiento EBITDA 24e/23e positivo).**



EBIT y EV/EBIT

Compañía	EV/EBIT	EBIT	EBIT	EV/EBIT	
	2022	23e/22	TACC 25e/22	23e	EBIT 24e/23e
Adolfo Domínguez	29,9	5,0%	30,0%	28,5	78,4%
Agile Content	n.a.	77,5%	27,3%	n.a.	30,3%
Alquiler	13,4	22,4%	17,5%	11,0	12,5%
Amper	n.a.	93,0%	93,4%	26,0	114,9%
Audax Renovables	29,4	86,7%	35,9%	15,8	30,1%
Borges - BAIN	n.a.	63,2%	n.a.	n.a.	134,9%
Cevasa	9,0	-58,4%	-17,0%	21,6	5,0%
Cuatroochenta	n.a.	354,3%	n.a.	28,3	137,7%
Desa	8,9	-13,8%	3,9%	10,3	15,5%
Ecolumber	n.a.	55,2%	31,6%	n.a.	86,0%
Endurance Motive	n.a.	43,4%	36,4%	n.a.	92,3%
Enerside	n.a.	79,5%	61,9%	n.a.	780,1%
Ercros	4,0	-38,4%	-11,5%	6,4	6,5%
Facephi	30,2	48,0%	56,2%	20,4	57,7%
GAM	19,5	78,6%	39,5%	10,9	24,5%
IFFE Futura	n.a.	-96,1%	82,6%	n.a.	99,5%
Inmobiliaria del Sur	21,0	23,1%	34,7%	17,1	32,1%
Kompuestos	n.a.	502,0%	n.a.	14,4	35,3%
Libertas 7	13,2	-7,0%	28,0%	14,2	7,6%
Lingotes Especiales	22,3	51,1%	33,8%	14,7	44,5%
LLYC	10,4	36,7%	19,6%	7,6	12,1%
Mondo Tv Studios	45,9	127,9%	79,8%	20,1	113,7%
Naturhouse Health	7,7	-5,9%	-0,3%	8,2	1,0%
Netex	n.a.	838,0%	n.a.	19,5	117,7%
Nicolás Correa	6,6	23,4%	15,5%	5,3	11,4%
Pangaea Oncology	n.a.	75,3%	36,8%	n.a.	255,4%
Seresco	13,9	60,7%	36,0%	8,6	35,0%
Squirrel Media	29,5	57,6%	55,1%	18,7	70,5%
Substrate Artificial Intelligence	n.a.	25,2%	12,4%	n.a.	-0,8%

➤ **Sombreadas las 5 compañías con EV/EBIT 2023e más bajo (que tengan crecimiento EBIT 24e/23e positivo).**



Crecimiento de ingresos, EBITDA y FCF to Equity

Compañía	Crecimiento Ingresos				Crecimiento EBITDA rec.				FCF Equity
	23e/22	24e/23e	25e/24e	TACC 25e/22	23e/22	24e/23e	25e/24e	TACC 25e/22	TACC 25e/22
Adolfo Domínguez	5,7%	4,3%	4,4%	4,8%	26,9%	19,0%	7,0%	17,3%	27,4%
Agile Content	8,9%	8,4%	8,4%	8,6%	38,4%	31,3%	34,3%	34,7%	4,3%
Alquiler	17,7%	11,6%	16,1%	15,1%	17,0%	14,7%	13,9%	15,2%	27,2%
Amper	9,0%	13,8%	13,1%	12,0%	71,4%	80,4%	62,2%	71,2%	50,5%
Audax Renovables	-8,1%	-0,1%	2,1%	-2,2%	58,0%	24,4%	4,3%	27,1%	-56,6%
Borges - BAIN	6,7%	6,4%	n.a.	n.a.	528,7%	95,9%	n.a.	n.a.	n.a.
Cevasa	3,0%	4,1%	4,2%	3,8%	4,6%	5,0%	5,0%	4,8%	-22,8%
Cuatroochenta	25,0%	16,7%	15,4%	19,0%	206,2%	73,1%	54,4%	n.a.	34,5%
Desa	-4,5%	5,8%	5,0%	2,0%	-9,8%	11,1%	9,0%	3,0%	83,3%
Ecolumber	18,7%	14,3%	11,6%	14,8%	68,3%	162,7%	200,7%	37,5%	48,0%
Endurance Motive	45,9%	34,4%	20,9%	33,3%	44,2%	68,4%	268,4%	31,9%	64,8%
Enerside	10,2%	43,5%	44,8%	31,8%	17,0%	91,6%	n.a.	45,9%	-24,7%
Ercros	-21,3%	2,0%	1,9%	-6,5%	-38,1%	5,4%	4,8%	-11,9%	24,2%
Facephi	20,9%	19,9%	19,9%	20,2%	309,2%	85,1%	61,6%	n.a.	67,7%
GAM	21,4%	10,2%	8,1%	13,1%	29,8%	15,7%	10,0%	18,2%	36,6%
IFFE Futura	10,0%	755,7%	134,6%	n.a.	-12,5%	126,3%	n.a.	75,4%	30,7%
Inmobiliaria del Sur	24,3%	35,6%	33,4%	31,0%	31,0%	27,2%	44,4%	34,0%	30,7%
Kompuestos	7,3%	7,5%	6,3%	7,0%	77,2%	9,9%	21,2%	33,1%	53,7%
Libertas 7	0,6%	-2,8%	96,9%	24,4%	10,9%	6,7%	97,0%	32,6%	3,1%
Lingotes Especiales	-7,0%	5,0%	5,0%	0,8%	38,6%	27,6%	7,1%	23,7%	78,0%
LLYC	16,7%	11,0%	8,9%	12,1%	26,0%	12,6%	10,0%	16,0%	36,0%
Mondo Tv Studios	5,9%	21,2%	10,7%	12,4%	23,3%	174,5%	58,3%	42,7%	33,0%
Naturhouse Health	-7,2%	-2,4%	0,4%	-3,1%	-7,7%	-0,8%	2,2%	-2,2%	75,8%
Netex	27,4%	18,4%	16,7%	20,7%	129,3%	47,7%	29,8%	63,8%	37,8%
Nicolás Correa	9,9%	7,9%	7,9%	8,6%	19,5%	13,0%	12,7%	15,0%	80,7%
Pangaea Oncology	138,7%	45,2%	7,8%	55,2%	56,8%	141,0%	100,4%	33,0%	75,7%
Seresco	32,4%	13,4%	9,7%	18,1%	50,5%	32,9%	16,3%	32,5%	47,0%
Squirrel Media	38,3%	30,6%	16,9%	28,3%	48,6%	51,3%	33,7%	44,3%	35,6%
Substrate Artificial Intelligence	56,4%	30,6%	30,0%	38,5%	2,9%	13,4%	29,9%	15,0%	6,7%

P/BV, FCF yield, ROCE y Creación de Valor

Compañía	P/BV				FCF rec. to Equity yield (%)				ROCE (%)				Diferencial ROCE 23e vs WACC ⁽¹⁾
	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	
Adolfo Domínguez	3,0	2,8	2,4	2,1	n.a.	n.a.	n.a.	0,8	17,3	10,5	15,5	15,8	1,3%
Agile Content	2,2	2,5	2,7	2,9	4,6	3,6	3,4	5,9	n.a.	n.a.	n.a.	0,5	n.a.
Alquiber	1,3	1,1	0,9	0,7	n.a.	n.a.	n.a.	3,6	6,7	7,1	7,0	7,7	1,4%
Ampér	1,8	1,7	1,5	1,2	3,2	n.a.	0,9	9,3	2,9	5,5	8,5	14,0	-2,8%
Audax Renovables	4,4	3,8	3,1	2,6	21,8	1,1	0,1	1,2	4,1	9,8	12,2	11,8	2,1%
Borges - BAIN	1,2	1,2	1,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4	n.a.	n.a.
Cevasa	0,4	0,4	0,4	0,4	5,1	n.a.	n.a.	9,9	5,0	2,1	2,1	2,7	-6,1%
Cuatroochenta	2,4	2,2	1,9	1,4	n.a.	n.a.	3,6	10,6	n.a.	4,8	10,9	18,2	-4,4%
Desa	1,4	1,3	1,3	1,2	n.a.	11,6	8,6	10,4	10,3	8,1	9,5	10,5	-0,1%
Ecolumber	3,2	3,9	4,2	4,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3	n.a.
Endurance Motive	15,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,4	n.a.
Enerside	4,2	4,6	3,6	2,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,1	12,5	n.a.
Ercros	0,9	0,9	0,8	0,8	12,7	9,5	8,9	11,4	16,4	9,5	9,9	10,2	0,2%
Facephi	2,9	2,4	2,1	1,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,3	7,9	10,8	15,2	-1,5%
GAM	1,5	1,3	1,1	0,9	n.a.	n.a.	5,1	7,9	6,0	7,3	8,4	9,8	0,2%
IFFE Futura	1,0	1,0	1,1	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	1,4	n.a.	n.a.	n.a.	4,9	n.a.
Inmobiliaria del Sur	1,0	0,9	0,9	0,8	n.a.	n.a.	n.a.	6,5	4,0	4,4	5,5	7,9	-1,3%
Kompuestos	0,7	0,7	0,7	0,6	n.a.	11,2	10,6	13,8	n.a.	4,8	6,7	9,7	-3,0%
Libertas 7	0,2	0,2	0,2	0,2	n.a.	2,6	5,7	7,4	1,6	1,7	1,8	3,7	-3,5%
Lingotes Especiales	1,7	1,7	1,6	1,5	0,7	5,6	7,1	8,1	5,3	7,7	11,0	11,9	-1,1%
LLYC	3,7	3,0	2,5	2,1	3,7	5,0	7,0	7,7	27,0	27,4	25,5	26,7	18,1%
Mondo Tv Studios	6,3	5,0	3,0	2,0	n.a.	n.a.	3,3	6,4	2,9	8,0	15,6	17,1	-0,2%
Naturhouse Health	3,9	4,2	4,0	3,8	4,8	8,8	8,6	8,8	60,4	44,7	46,5	49,3	35,3%
Netex	n.a.	14,2	5,5	2,7	8,8	4,7	12,1	17,9	n.a.	8,4	18,7	27,8	0,2%
Nicolás Correa	1,1	1,0	0,9	0,8	2,4	5,8	1,2	10,5	15,2	14,9	15,0	15,4	4,4%
Pangaea Oncology	2,8	2,8	2,7	2,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,0	5,6	n.a.
Seresco	6,1	4,2	2,9	2,1	4,4	3,1	9,8	11,9	22,0	30,7	34,6	37,0	20,2%
Squirrel Media	4,6	3,9	3,1	2,5	n.a.	n.a.	2,0	6,3	10,4	11,8	17,4	21,8	2,4%
Substrate Artificial Intelligence	0,6	0,6	0,8	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para ver detalle del cálculo del WACC ver epígrafe de "Input de Valoración" de la nota de cada compañía.

➤ Sombreadas las 5 compañías con mayor FCF Rec. to Equity yield 2023e.



Apalancamiento y riesgo financiero

Compañía	Deuda Neta /		DN/EBITDA Rec.	DN/EV	Dividend yield 2023	Payout 2023e	Cto. Ingresos TACC 22/19	Dividendo	Núm. de años con dividendo - 5y
	Deuda Neta 2023e	Fondos Propios 2023e						Acumulado 2022/2019 (EUR Mn)	
Adolfo Domínguez	12,3	66,8%	0,9	13,9%	0,0%	0,0%	-0,3%	0,0	0
Agile Content	17,1	47,1%	3,5	15,2%	0,0%	0,0%	109,9%	0,0	0
Alquiler	181,5	412,8%	2,7	85,9%	0,0%	0,0%	25,4%	2,4	2
Amper	69,1	101,6%	5,5	30,7%	0,0%	0,0%	24,9%	0,0	0
Audax Renovables	339,5	240,8%	4,2	35,7%	0,0%	0,0%	36,1%	15,0	2
Borges - BAIN	39,8	71,4%	21,7	32,7%	0,0%	0,0%	-7,7%	0,0	0
Cevasa	61,5	15,9%	4,4	20,7%	3,0%	53,5%	2,6%	18,5	5
Cuatroochenta	6,9	63,1%	3,2	21,5%	0,0%	0,0%	46,5%	0,0	0
Desa	12,0	61,9%	2,5	33,2%	5,8%	67,6%	5,9%	4,5	3
Ecolumber	19,5	231,5%	n.a.	38,3%	0,0%	0,0%	10,8%	0,0	0
Endurance Motive	5,3	n.a.	n.a.	25,6%	0,0%	0,0%	167,4%	0,0	0
Enerside	42,8	106,4%	n.a.	21,4%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Ercros	62,3	16,8%	0,7	17,1%	3,5%	22,0%	15,8%	27,2	4
Facephi	9,6	52,1%	4,8	18,1%	0,0%	0,0%	39,8%	0,0	0
GAM	210,9	197,1%	3,2	63,7%	0,0%	0,0%	16,4%	0,0	0
IFFE Futura	17,4	44,3%	n.a.	35,3%	0,0%	0,0%	-16,7%	0,0	0
Inmobiliaria del Sur	264,6	187,6%	9,7	67,0%	4,6%	40,0%	-1,4%	20,4	5
Kompuestos	11,4	82,9%	3,3	50,7%	0,0%	0,0%	3,6%	0,0	0
Libertas 7	31,7	34,3%	15,5	124,1%	3,6%	82,7%	27,5%	1,8	3
Lingotes Especiales	18,2	38,5%	1,6	18,2%	5,0%	89,1%	-0,3%	11,0	3
LLYC	4,0	9,6%	0,2	3,3%	2,0%	23,0%	22,9%	2,8	4
Mondo Tv Studios	5,4	455,2%	n.a.	59,4%	0,0%	0,0%	25,0%	0,0	0
Naturhouse Health	-8,2	n.a.	-0,6	n.a.	7,2%	85,0%	-13,9%	39,4	5
Netex	17,8	1015,8%	4,0	40,2%	0,0%	0,0%	33,8%	0,0	0
Nicolás Correa	-12,7	n.a.	-1,0	n.a.	4,4%	31,0%	10,1%	9,7	5
Pangaea Oncology	0,5	2,1%	n.a.	0,8%	0,0%	0,0%	9,6%	0,0	0
Seresco	5,4	69,2%	1,1	14,7%	2,6%	20,0%	3,6%	0,8	2
Squirrel Media	27,5	54,0%	1,3	11,7%	0,0%	0,0%	94,4%	0,0	0
Substrate Artificial Intelligence	3,4	20,5%	n.a.	27,1%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0



Próximas publicaciones de resultados

Compañía	Cierre fiscal	Próximos resultados	Fecha de publicación ⁽¹⁾
Adolfo Domínguez	28-feb	1T23	1ª quincena de julio 2023
Agile Content	31-dic	1S23	1ª quincena de octubre 2023
Alquiber	31-dic	1S23	2ª quincena de octubre 2023
Amper	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
Audax Renovables	31-dic	1S23	1ª quincena de octubre 2023
Borges - BAIN	31-may	12M22	2ª quincena de julio 2023
Cevasa	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
Cuatrochenta	31-dic	1S23	1ª quincena de septiembre 2023
Desa	31-dic	1S23	1ª quincena de octubre 2023
Ecolumber	31-dic	1S23	1ª quincena de octubre 2023
Endurance Motive	31-dic	1S23	2ª quincena de octubre 2023
Enerside	31-dic	1S23	2ª quincena de octubre 2023
Ercros	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
Facephi	31-dic	Avance 1S23	1ª quincena de agosto 2023
GAM	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
IFFE Futura	31-dic	1S23	2ª quincena de octubre 2023
Inmobiliaria del Sur	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
Innovative Solutions Ecosystem	30-jun	12M23	1ª quincena de septiembre 2023
Kompuestos	31-dic	1S23	1ª quincena de agosto 2023
Libertas 7	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
Lingotes Especiales	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
LLYC	31-dic	Avance 1S23	2ª quincena de julio 2023
Mondo Tv Studios	31-dic	1S23	2ª quincena de septiembre 2023
Naturhouse Health	31-dic	1S23	2ª quincena de septiembre 2023
Netex	30-sep	1S23	2ª quincena de julio 2023
Nicolás Correa	31-dic	1S23	1ª quincena de septiembre 2023
Pangaea Oncology	31-dic	1S23	2ª quincena de octubre 2023
Seresco	31-dic	1S23	2ª quincena de septiembre 2023
Squirrel Media	31-dic	1S23	2ª quincena de julio 2023
Substrate Artificial Intelligence	31-dic	1S23	1ª quincena de octubre 2023

(1) Se da como referencia la quincena en la que se estima la compañía publicará sus próximos resultados. Estimación de Lighthouse.



INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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



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

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del 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.



