



IDEAS PARA ENCONTRAR IDEAS

Small & Micro Caps del mercado español

Un análisis independiente y en profundidad de las 35 compañías del universo de cobertura de Lighthouse

27 de mayo de 2024

“... 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 de las Islas Hormigas

El faro se encuentra situado a 2,5 millas del Cabo de Palos (Cartagena, región de Murcia) en la Isla de la Hormiga, en un archipiélago situado a levante del cabo. Fue construido en 1870 y reemplaza al faro original, inaugurado en 1862 y destruido por un gran temporal la noche de difuntos de 1869. Es un faro circular de pequeña dimensión (12m de altura) y catalogado de quinto orden. Actúa como faro de apoyo al Faro de Palos. Desde la destrucción del primer faro, ya no volvió a estar habitado. El faro es el primero que se automatizó en España, en 1920.

El faro tiene como misión alertar a la navegación del peligro que suponen los islotes y rocas de los bajos de la zona, la prolongación hacia el mar del Cabo de Palos, y que es uno de los puntos de más peligrosidad de la costa mediterránea, las Islas Hormigas. Donde históricamente ha habido un gran número de naufragios y víctimas.

El 4 de agosto de 1906 el transatlántico italiano a vapor “Sirio” navegaba frente al Cabo de Palos con condiciones meteorológicas favorables. A plena luz del día (eran las cuatro de la tarde) colisionó contra el llamado Bajo de Fuera de las Islas Hormigas, encallando de popa en las rocas salientes y hundiéndose lentamente. El buque tenía una capacidad superior a los 1300 pasajeros. Se desconoce el número exacto de víctimas. La compañía aseguradora británica Lloyds estimó que fallecieron 292 personas, pero probablemente fueron muchas más. Los restos del “Sirio” descansan repartidos y a poca profundidad frente al Cabo de Palos.

El naufragio del “Sirio” es uno de los más trágicos acontecidos en el Mediterráneo. El pequeño Faro de Las Islas Hormigas, dada la hora del naufragio, nada pudo hacer para evitarlo. Aunque su sola presencia era una alerta suficiente del peligro de la zona.

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 25 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, Canarias, Baleares y Aragón, Navarra y La Rioja 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 37 compañías del mercado español. Reduciendo a la mitad la tasa de “valores huérfanos” del mercado español (que ya estaría en c.20% vs >40% en 2018).

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
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) 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/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Analisis-y-Herramientas/Analisis-de-empresas/Lighthouse>)



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	19
1.	Adolfo Domínguez	20
2.	Agile Content	28
3.	Alquiber	36
4.	Amper	44
5.	Audax Renovables	52
6.	Borges - BAIN	60
7.	Cevasa	68
8.	Clerhp Estructuras	76
9.	Cuatroochenta	84
10.	Desa	92
11.	Ecolumber	100
12.	Endurance Motive	108
13.	Energy Solar Tech	116
14.	Enerside	124
15.	Ercros	132
16.	Facephi	140
17.	GAM	148
18.	Iflex	156
19.	Inmobiliaria del Sur	164
20.	Kompuestos	172
21.	Laboratorio Reig Jofre	180
22.	Libertas 7	188
23.	Lingotes Especiales	196
24.	LLYC	204
25.	Natac	212
26.	Naturhouse Health	220
27.	Netex	228
28.	Nicolás Correa	236
29.	Pangaea Oncology	244
30.	Seresco	252
31.	Squirrel Media	260
32.	Substrate Artificial Intelligence	262
33.	Vanadi Coffee	270
34.	Vitruvio	278
6.	Tablas resumen del Universo de Cobertura de Lighthouse	287
7.	Próximas publicaciones de resultados	296
8.	Disclaimer	297



Algunas notas aclaratorias

- 1) Todos los precios utilizados en el informe (valores e índices) corresponden al cierre del 17 de mayo de 2024.
- 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 no se incluye una nota de esta compañía. Y ha sido excluida de las tablas comparativas incluidas al final de este informe. En la pg. 19 puede encontrarse una breve explicación de la situación en que se encuentra la compañía.
- 6) Las siguientes compañías del universo de cobertura de Lighthouse pertenecen a BME Growth:
 - Agile Content
 - Alquiber
 - Clerhp Estructuras
 - Cuatrochenta
 - Endurance Motive
 - Energy Solar Tech
 - Enerside
 - Facephi
 - Iflex
 - Kompuestos
 - LLYC
 - Natac
 - Netex
 - Pangaea Oncology
 - Seresco
 - Substrate Artificial Intelligence
 - Vanadi Coffee
 - Vitruvio

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 (de las que c.75 son SOCIMIs). 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 (2023 – 2026e) 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 2024 en función del comportamiento esperado de los drivers de cada negocio. Asumiendo que este factor (el EBITDA 2024e) 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 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 35 compañías de este universo que es más amplio (c.80 compañías; c.45% 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 un gran potencial 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	Financials	Healthcare
<ul style="list-style-type: none"> Media ✓ LLYC ✓ Secuoya Grupo Squirrel Media Vocento Telecom Services ✓ Parlem Telecom 	<ul style="list-style-type: none"> Consumer Discretionary Hotels, Restaurants & Leisure ✓ Vanadi Coffee Textiles, Apparel & Luxury Goods Adolfo Domínguez Nueva Expresión Textil Consumer Staples Food Products Borges - BAIN Deoleo Ecolumber ✓ Natac Personal Products Naturhouse Health 	<ul style="list-style-type: none"> Capital Markets Alantra Partners ✓ Indexa Capital Group Real Estate Management & Development Cevasa ✓ Clerhp Estructuras Inmobiliaria del Sur Libertas 7 Montebalito SOCIMIS ✓ Silicius ✓ Adriano Care ✓ All Iron ✓ Arienda Arima Real Estate ✓ GOP ✓ Hispanotels ✓ Ibervalles ✓ IBI Lion ✓ Inversa Prime ✓ Millenium Hospitality ✓ ORES ✓ Serrano 61 ✓ Trajano ✓ Vitruvio 	<ul style="list-style-type: none"> Biotechnology Atrys Health Oryzon Genomics ✓ Pangaea Oncology Healthcare Equipment & Supplies Prim Pharmaceuticals Laboratorio Reig Jofre
Industrials	Materials	Technology	Utilities
<ul style="list-style-type: none"> Auto Components Lingotes Especiales Commercial Services & Supplies ✓ Axon Partners Group ✓ Grino Ecologic Construction Grupo Empresarial San Jose OHLA Urbas Grupo Financiero Electrical Equipment ✓ Artech ✓ Endurance Motive ✓ Umbrella Solar Investment Engineering Artificial Intelligence ✓ NBI Bearings Europe Soltec Power Duro Felguera Machinery Desa Nicolás Correa Trading Companies & Distributors GAM Transportation - Road & Rail ✓ Alquiiber Other Industrials Azkoyen 	<ul style="list-style-type: none"> Chemicals Ercros ✓ Kompuestos Containers & Packaging ✓ Ifflex Metals & Mining Berkeley Energia Tubos Reunidos Paper & Forest Products Iberpapel Gestion 	<ul style="list-style-type: none"> Communications Equipment Amper Grupo Ezentis IT Services ✓ Aeternal Mentis ✓ Gigas Hosting Innovative Solutions Ecosystem⁽¹⁾ Software ✓ Agile Content ✓ Altia Consultores ✓ Cuatrochenta ✓ Facephi ✓ Izertis ✓ Knowmad Mood ✓ Making Science Group ✓ Netex ✓ Seresco ✓ Substrate Artificial Intelligence 	<ul style="list-style-type: none"> Electric Utilities Audax Renovables⁽²⁾ Energy Solar Tech Independent Power Producers (IPP) ✓ Cox Energy Ecoener ✓ Enerside ✓ Grupo Greening 2022

➤ [Sombreadas las compañías en cobertura por Lighthouse.](#)

✓ [Compañías que cotizan en BME Growth.](#)

(1) Suspendida cotización desde 25/11/2022

(2) Cubierta por Lighthouse y excluida del Universo Micro Cap por Mkt Cap (EUR 889 Mn).



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.75 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% y con free cap de al menos EUR 50 Mn (14 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 y con capitalización por debajo del rango (EUR 40 Mn): Cuatroochenta, Desa, Ecolumber, Endurance Motive, Iflex, Innovative Solutions Ecosystem, Kompuestos, Libertas 7, Netex, Substrate Artificial Intelligence y Vanadi.

No se incluye en el Universo Micro Cap a Audax Renovables, única compañía en cobertura de Lighthouse con Mkt Cap superior a los EUR 360 Mn.

El Market Cap agregado del Universo Microcap España de Lighthouse capitaliza c. EUR 10.900 Mn y está integrado por 84 compañías (con un mix c.50% Mercado Continuo – c.50% BME Growth).

La suma del Mercado Continuo y BME Growth (sólo SOCIMIs con free float mayor del 50% y free cap por encima de EUR 50 Mn) son c.180 compañías y un Mkt Cap agregado de c. EUR 802.000 Mn (Mkt cap IGBM y BME Growth excluidas Airbus y Coca Cola Europacific). El Universo Microcap España representa por tanto c.45% de los valores cotizados en el mercado español. Y c.1,4% 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⁽¹⁾

Sector	Universo Micro Cap España			% s. Total	
	Nº Cias	Market cap (mn EUR)	% s. Total	Mercado Continuo (España)	Stoxx Europe 600
Communication Services	5	547	5,0%	6,2%	2,3%
Consumer Discretionary	3	173	1,6%	19,4%	14,7%
Consumer Staples	5	603	5,5%	0,9%	11,0%
Energy	0	0	0,0%	2,8%	5,7%
Financials	2	499	4,6%	26,8%	17,4%
Healthcare	5	895	8,2%	2,8%	14,1%
Industrials	18	2.264	20,8%	17,2%	14,9%
Materials	6	772	7,1%	3,7%	7,3%
Real Estate	20	2.683	24,6%	1,7%	1,3%
Technology	15	1.567	14,4%	0,5%	7,6%
Utilities	5	881	8,1%	18,1%	3,9%
Totales	84	10.885			

(1) Esta estructura excluye a Audax Renovables (Mkt Cap EUR 889 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% del número de compañías y del Mkt Cap de la muestra. Debe tomarse en cuenta que en el mercado español no hay ninguna Micro Cap cotizada en el sector Energía, y prácticamente ninguna en los sectores Financiero (2) y Consumo Cíclico (3). Todos ellos con un gran peso en el mix sectorial del total del mercado español pero sin representación en el segmento Micro Cap.
- El Universo Micro Cap España tiene un componente cíclico algo mayor que el conjunto de la Bolsa española. 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	43,9%	40,8%	44,5%
No cíclicos	56,1%	59,2%	55,5%

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

La conclusión es simple. El mercado español presenta una clara sobre exposición al segmento Micro Cap que, en número de compañías, representa casi la mitad de los valores cotizados en España. Un tipo de valores con una estructura sectorial completamente diferente a la del conjunto del mercado. De tal manera que aporta un número de compañías muy significativo en dos sectores (Tecnología y Real Estate) muy poco representados en el conjunto de la Bolsa española. Lo que es buen ejemplo de que, en muchas ocasiones, es más fácil “jugar” un determinado driver de mercado o sector a través del segmento Micro Cap que en Large Caps. Incluso que en Small & Mid Caps.



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

RIC	Compañía	Market Cap. (Mn EUR)	Sector	Industria	Mercado ⁽¹⁾	% Variación Precios				Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación ⁽²⁾ (%)
						-3M	-12M	YTD	-5Y		
SQRL-ES	Squirrel Media	145,1	Communication Services	Media	MC	8,8%	-35,0%	7,4%	-59,9%	5,33	3,7
VOC-ES	Vocento	115,6	Communication Services	Media	MC	80,8%	48,5%	75,6%	-24,6%	4,51	3,9
LLYC-ES	LLYC	111,7	Communication Services	Media	G	1,1%	-11,6%	15,0%	n.a.	2,19	2,0
SEC-ES	Secuoya Grupo	109,0	Communication Services	Media	G	-4,7%	204,5%	63,0%	52,5%	8,38	7,7
PAR-ES	Parlem Telecom	65,3	Communication Services	Telecom Services	G	22,4%	24,5%	20,2%	n.a.	0,14	0,2
VANA-ES	Vanadi Coffee	1,2	Consumer Discretionary	Hotels, Restaurants & Leisure	G	-30,5%	n.a.	-49,3%	n.a.	7,08	589,4
NXT-ES	Nueva Expresion Textil	121,3	Consumer Discretionary	Textiles, Apparel & Luxury Goods	MC	-2,8%	-29,6%	-7,4%	-48,3%	0,95	0,8
ADZ-ES	Adolfo Domínguez	50,8	Consumer Discretionary	Textiles, Apparel & Luxury Goods	MC	21,2%	1,5%	9,6%	-31,5%	17,45	34,3
NAT-ES	Natac	287,0	Consumer Staples	Food Products	G	-5,0%	-35,9%	-9,6%	-64,5%	4,21	1,5
OLE-ES	Deoleo	120,0	Consumer Staples	Food Products	MC	18,8%	-3,8%	5,3%	300,0%	48,74	40,6
BAIN-ES	Borges - BAIN	63,9	Consumer Staples	Food Products	MC	10,4%	-8,0%	7,0%	-25,0%	6,56	10,3
ECO-ES	Ecolumber	32,4	Consumer Staples	Food Products	MC	0,0%	0,0%	0,0%	-6,5%	0,52	1,6
NTH-ES	Naturhouse Health	99,9	Consumer Staples	Personal Products	MC	9,4%	4,4%	7,8%	4,3%	5,94	5,9
ALNT-ES	Alantra Partners	354,6	Financials	Capital Markets	MC	7,3%	-11,9%	9,5%	-28,4%	0,22	0,1
INDXA-ES	Indexa Capital Group	144,0	Financials	Capital Markets	G	1,0%	n.a.	-0,5%	n.a.	17,11	11,9
ATRY-ES	Atrys Health	320,0	Healthcare	Biotechnology	MC	37,1%	-15,8%	14,7%	17,3%	8,69	2,7
ORY-ES	Oryzon Genomics	127,8	Healthcare	Biotechnology	MC	8,2%	-1,5%	7,5%	-52,1%	7,46	5,8
PANG-ES	Pangaea Oncology	56,1	Healthcare	Biotechnology	G	1,1%	-10,7%	0,0%	-1,9%	97,02	172,9
PRM-ES	Prim	173,8	Healthcare	Healthcare Equipment & Supplies	MC	1,4%	-4,6%	-1,5%	8,0%	6,68	3,8
RJF-ES	Laboratorio Reig Jofre	217,4	Healthcare	Pharmaceuticals	MC	19,6%	7,5%	22,8%	15,8%	300,19	138,1
LGT-ES	Lingotes Especiales	68,8	Industrials	Auto Components	MC	-1,7%	-0,7%	12,4%	-54,5%	20,70	30,1
APG-ES	Axon Partners Group	77,5	Industrials	Commercial Services & Supplies	G	-9,9%	-21,0%	-16,6%	n.a.	7,53	9,7
GRI-ES	Grino Ecologic	43,5	Industrials	Commercial Services & Supplies	G	-3,4%	-16,5%	-6,0%	2,9%	17,74	40,8
GSJ-ES	Grupo Empresarial San Jose	302,4	Industrials	Construction	MC	24,0%	22,7%	34,4%	-29,6%	5,33	1,8
OHLA-ES	OHLA	253,6	Industrials	Construction	MC	12,9%	-14,0%	-4,6%	-57,6%	87,40	34,5
UBS-ES	Urbas Grupo Financiero	60,1	Industrials	Construction	MC	-14,6%	-31,7%	-4,7%	-55,4%	2,08	3,5
ART-ES	Arteche	277,5	Industrials	Electrical Equipment	G	33,0%	27,9%	23,7%	n.a.	0,70	0,3
USI-ES	Umbrella Solar Investment	113,2	Industrials	Electrical Equipment	G	-10,3%	-18,6%	-18,0%	n.a.	88,60	78,3
END-ES	Endurance Motive	14,1	Industrials	Electrical Equipment	G	7,3%	-26,8%	-2,1%	n.a.	7,13	50,6
SOL-ES	Soltec Power	237,6	Industrials	Engineering	MC	-14,6%	-42,9%	-24,5%	n.a.	6,81	2,9
AI-ES	Airtificial Intelligence	180,8	Industrials	Engineering	MC	-3,8%	74,3%	5,1%	-14,9%	72,01	39,8
NBI-ES	NBI Bearings Europe	56,2	Industrials	Engineering	G	1,8%	-8,4%	-8,4%	11,8%	1,73	3,1
MDF-ES	Duro Felguera	130,0	Industrials	Engineering	MC	-6,4%	-16,1%	-7,4%	1,5%	6,55	5,0
NEA-ES	Nicolás Correa	82,5	Industrials	Machinery	MC	9,7%	23,5%	6,4%	84,5%	0,14	0,2
Desa-ES	Desa	24,0	Industrials	Machinery	MC	9,2%	-2,5%	13,7%	109,9%	3,93	16,4
AZK-ES	Azkoyen	158,9	Industrials	Other Industrials	MC	9,4%	3,0%	2,2%	8,2%	0,05	0,0
GAM-ES	GAM	133,9	Industrials	Trading Companies & Distributors	MC	12,3%	-1,7%	19,9%	37,0%	5,27	3,9
ALQ-ES	Alquiber	50,0	Industrials	Transportation - Road & Rail	G	3,9%	23,7%	-10,2%	68,0%	94,38	188,9
ECR-ES	Ercros	320,0	Materials	Chemicals	MC	52,8%	4,7%	32,6%	54,2%	141,43	44,2
KOM-ES	Kompuestos	9,7	Materials	Chemicals	G	8,8%	2,6%	2,6%	n.a.	220,18	2.264,1
IFLEX-ES	Iflex	9,0	Materials	Containers & Packaging	G	-12,4%	n.a.	-9,8%	n.a.	22,79	253,3
TRG-ES	Tubos Reunidos	124,0	Materials	Metals & Mining	MC	1,4%	-6,6%	10,1%	245,5%	256,60	206,9
BKY-ES	Berkeley Energia	102,8	Materials	Metals & Mining	MC	17,9%	-14,3%	23,6%	17,4%	1,60	1,6
IBG-ES	Iberpapel Gestion	206,4	Materials	Paper & Forest Products	MC	12,3%	22,8%	6,7%	-30,6%	5,18	2,5
ISUR-ES	Inmobiliaria del Sur	149,4	Real Estate	Management & Development	MC	11,1%	16,7%	16,1%	-9,9%	43,80	29,3
CEV-ES	Cevasa	139,5	Real Estate	Management & Development	MC	0,0%	-8,3%	0,0%	-23,6%	2,19	1,6
CLR-ES	Clerhp Estructuras	57,9	Real Estate	Management & Development	G	-1,4%	36,0%	-1,9%	214,5%	0,67	1,2
MTB-ES	Montebalito	44,5	Real Estate	Management & Development	MC	2,2%	8,6%	-4,8%	4,9%	1,49	3,4
LIB-ES	Libertas 7	38,6	Real Estate	Management & Development	MC	63,0%	101,3%	72,5%	26,2%	13,00	33,7
YSIL-ES	Silicius	342,2	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	-20,1%	0,0%	n.a.	0,68	0,2
YMHRE-ES	Millenium Hospitality	315,6	Real Estate	SOCIMIS	GS	8,8%	-16,6%	3,8%	n.a.	9,37	3,0
YIBV-ES	Ibervalles	242,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	13,5%	5,0%	n.a.	10,43	4,3
ARM-ES	Arima Real Estate	236,0	Real Estate	SOCIMIS	MC	35,0%	3,8%	30,7%	-17,0%	0,11	0,0
YORE-ES	ORES	196,7	Real Estate	SOCIMIS	GS	-2,9%	-2,0%	-1,0%	42,1%	0,92	0,5
YAI1-ES	All Iron	131,5	Real Estate	SOCIMIS	GS	8,7%	-0,3%	1,5%	n.a.	6,77	5,1
YVIT-ES	Vitruvio	127,0	Real Estate	SOCIMIS	GS	2,1%	5,7%	2,8%	7,0%	10,05	7,9
YADR-ES	Adriano Care	119,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	-2,5%	-4,7%	-2,5%	n.a.	0,57	0,5
YSRR-ES	Serrano 61	107,0	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	13,02	12,2
YIPS-ES	Inversa Prime	101,1	Real Estate	SOCIMIS	GS	4,0%	4,2%	4,9%	19,7%	14,70	14,5
YGOP-ES	GOP	93,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,8%	4,2%	2,3%	14,0%	1,40	1,5
YHSP-ES	Hispanotels	65,9	Real Estate	SOCIMIS	GS	3,5%	7,0%	5,4%	21,1%	0,84	1,3
YARP-ES	Arienda	60,2	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	4,7%	0,7%	11,9%	57,99	96,3
YTRA-ES	Trajano	59,7	Real Estate	SOCIMIS	GS	-9,5%	-9,9%	-6,7%	-1,7%	16,70	28,0
YIBI-ES	IBI Lion	54,7	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	0,5%	-0,1%	n.a.	10,98	20,1

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

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



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

RIC	Compañía	Market Cap. (Mn EUR)	Sector	Industria	Mercado ⁽¹⁾	% Variación Precios				Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación ⁽²⁾ (%)
						-3M	-12M	YTD	-5Y		
AMP-ES	Amper	170,3	Technology	Communications Equipment	MC	41,2%	-3,8%	36,1%	-52,8%	4,77	2,8
EZE-ES	Grupo Ezentis	92,7	Technology	Communications Equipment	MC	13,9%	123,7%	123,7%	-61,2%	0,66	0,7
AMEN-ES	Aeternal Mentis	119,1	Technology	IT Services	G	0,0%	-2,7%	-3,2%	n.a.	2,19	1,8
GIGA-ES	Gigas Hosting	83,8	Technology	IT Services	G	11,1%	-5,3%	4,0%	13,8%	1,34	1,6
ALC-ES	Altia Consultores	323,3	Technology	Software	G	-3,7%	53,0%	10,3%	148,8%	46,53	14,4
IZER-ES	Izertis	237,7	Technology	Software	G	2,0%	16,0%	-2,0%	n.a.	154,15	64,9
ATSI-ES	Knowmad Mood	200,0	Technology	Software	G	25,0%	11,6%	22,7%	n.a.	27,10	13,5
AGIL-ES	Agile Content	102,1	Technology	Software	G	35,8%	22,6%	33,3%	123,2%	21,59	21,1
MAKS-ES	Making Science Group	75,3	Technology	Software	G	-3,8%	-17,9%	-10,5%	n.a.	33,83	44,9
SCO-ES	Seresco	45,1	Technology	Software	G	0,0%	31,1%	4,4%	n.a.	10,52	23,3
FACE-ES	Facephi	44,4	Technology	Software	G	4,4%	-21,9%	1,5%	-0,5%	13,24	29,8
NTX-ES	Netex	34,4	Technology	Software	G	4,9%	44,8%	-2,0%	220,7%	13,24	38,5
480S-ES	Cuatroochenta	27,3	Technology	Software	G	40,8%	7,5%	42,9%	n.a.	13,24	48,5
SAI-ES	Substrate Artificial Intelligence	11,5	Technology	Software	G	-20,2%	-53,9%	-29,7%	n.a.	13,24	115,1
ADX-ES	Audax Renovables	888,7	Utilities	Electric Utilities	MC	53,1%	51,5%	50,8%	-9,6%	13,24	1,5
ETC-ES	Energy Solar Tech	80,5	Utilities	Electric Utilities	G	-28,4%	-55,8%	-35,3%	n.a.	13,24	16,5
COX-ES	Cox Energy	300,0	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	G	-12,3%	n.a.	-1,1%	n.a.	13,24	4,4
ENER-ES	Ecoener	216,4	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	MC	-1,3%	-17,0%	-10,4%	n.a.	13,24	6,1
GGR-ES	Grupo Greening 2022	171,1	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	G	8,7%	10,9%	16,0%	n.a.	13,24	7,7
ENRS-ES	Enerside	113,5	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	G	32,2%	-38,7%	-7,0%	n.a.	13,24	11,7

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

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

(6) En el caso de Innovative Solutions Ecosystem, suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022, la compañía ha sido excluida de la Tabla.

(7) Audax Renovables (en cobertura de análisis por Lighthouse) no pertenece técnicamente al Universo Micro Cap España de Lighthouse por tener un Mkt Cap (EUR 889 Mn) muy por encima del límite superior del segmento Micro Cap (EUR 360 Mn).

Comportamiento del Universo Micro Cap España de Lighthouse

Comportamiento en Bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto ⁽¹⁾	5,5	8,0	5,1	7,8	-7,5	20,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,0	-5,7	-14,6	-3,9	-25,2	-1,0
vs Euro STOXX 50	2,4	1,6	-10,3	-3,8	-26,8	-18,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-3,4	-5,5	-8,2	-3,2	-9,5	-7,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,6	0,6	2,1	2,0	13,5	0,8

(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 (35 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...

En la primera edición de este informe anual (junio 2023) presentamos nuestra primera cartera de ideas (Alquiber, Cuatroochenta, Gam, Libertas 7, LLYC y Nicolás Correa). El comportamiento de la cartera hasta el momento ha sido excelente (+24%) y supone un fuerte aliciente para seguir “pidiendo atención” sobre el segmento Micro Cap español. Y muy especialmente sobre aquellos valores en los que indicadores de potencial infravaloración son especialmente claros.

Compañía	Ticker	Mkt Cap (EUR Mn)	Free Float (%)	Performance -12m (% Absoluto)
Alquiber	ALQ	50,0	25,4	23,7
Cuatroochenta	480S	27,3	36,0	7,5
GAM	GAM	133,9	20,7	-1,7
LLYC	LLYC	111,7	13,5	-11,6
Libertas 7	LIB 7	38,6	15,7	101,3
Nicolás Correa	NEA	82,5	49,6	23,5
Cartera LH				23,8

Nota. - Rentabilidad de la cartera calculada supuesto que hubiésemos invertido lo mismo en cada valor hace un año.

Mantenemos dos de los valores del año pasado en nuestra cartera (Alquiber y Nicolás Correa) y añadimos cuatro nuevos (Adolfo Domínguez, Clerhp, Inmobiliaria del Sur y Seresco). Los valores escogidos no deben verse como parte de una estrategia “macro” o de mercado ni de preferencia sectorial. La razón de escogerlos es siempre y exclusivamente “micro”. La única razón es su potencial individual de crecimiento y sus indicadores de potencial infravaloración.

**Sector: Textiles, Apparel & Luxury Goods**

Market Cap (Mn EUR y USD)	50,8	55,3
EV (Mn EUR y USD)	91,2	99,2
Free Float	22,6	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Mercado	Mercado Continuo	

Sector: Industrials / Transportation - Road & Rail

Market Cap (Mn EUR y USD)	50,0	54,3
EV (Mn EUR y USD)	252,2	274,3
Free Float	25,4	
Factset / Bloomberg	ALQ-ES / ALQ SM	
Mercado	BME Growth	

Sector: Mangement & Development

Market Cap (Mn EUR y USD)	57,9	63,0
EV (Mn EUR y USD)	67,8	73,7
Free Float	44,3	
Factset / Bloomberg	CLR-ES / CLR SM	
Mercado	BME Growth	

Sector: Mangement & Development

Market Cap (Mn EUR y USD)	149,4	162,4
EV (Mn EUR y USD)	389,2	423,2
Free Float	31,1	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Mercado	Mercado Continuo	

B) Adolfo Domínguez

- ✓ ADZ vuelve a la senda del crecimiento rentable (EBITDA 2023: +58,5%) por el éxito en la reestructuración de puntos de venta (con +21 aperturas netas -1y; 360 tiendas en 2023 vs 695 en 2012) y la mejora del online (12,5% s/Ingresos 2023), aún con espacio para seguir creciendo.
- ✓ Hasta 2026e, el crecimiento de doble dígito en ingresos (+10% TACC 23-26e) motivado especialmente por la internacionalización de la marca, debiera, también, verse reflejado en EBITDA (+16% TACC 23-26e).
- ✓ ADZ parece haber recuperado su “brillo”. Y, pese al reciente comportamiento de la acción (+22,6% -1m), nuestras estimaciones indican que, sobre el papel, todavía queda mucho recorrido: EV/Vtas y EV/EBITDA 2024, 0,6x y 4,3x respectivamente (muy por debajo del su sector).

C) Alquiber

- ✓ El renting flexible continúa imparable y seguirá empujando los resultados en 2024e (EBITDA: +17,1%) apoyado por la inercia del crecimiento de la flota (+10,2% TACC 23-26e).
- ✓ Las expectativas de crecimiento a doble dígito se mantienen intactas (EBIT 2023-2026e: +19,5%), acercando la generación de FCF positivo (por primera vez y gracias la venta de Vehículo de Ocasión) a partir de 2025e.
- ✓ PER ordinario 2024e 5,1x (vs 8,1x de Northgate, su principal comparable) que sigue siendo una llamada de atención (incluso en un momento en el que el Beneficio Neto se encuentra presionado por los tipos de interés).

D) Clerhp Estructuras

- ✓ Un negocio en fase de despegue en ingresos hasta los EUR 145,9Mn en 2026e (+103% TACC 23-26e) gracias al proyecto Larimar (promoción inmobiliaria en República Dominicana). Cambiando el mix de negocio de forma casi total (la compañía “cambia” de sector y pasa a ser una promotora). Con un salto adicional en 2024e en el negocio tradicional de estructuras. Ingresos 2024e EUR 29,3Mn (+68% vs 2023).
- ✓ En 2024e deberíamos ver una mejora significativa del EBITDA Rec.: EUR 12,0Mn (vs EUR 4,4Mn en 2023). Con recorrido hasta los EUR 33,9Mn en 2026e (por el negocio de promoción).
- ✓ Fuerte momentum de resultados cotizando a múltiplos bajos. Nuestros números para 2024e (sin impacto del proyecto Larimar) estarían cotizando a un EV/EBITDA Rec. 5,7x (5,1x 2025e; 2,0x 2026e...).

E) Inmobiliaria del Sur

- ✓ La cartera de preventas y las viviendas en construcción (en máximos históricos) anticipan un “salto de tamaño” del negocio promotor. Mientras que la cartera patrimonialista mantiene una elevada ocupación (88,7%) y aporta recurrencia (reduciendo el riesgo del negocio promotor).
- ✓ Nuestro escenario central apunta a una compañía a punto de materializar un despegue hasta alcanzar en 2025e unos ingresos de EUR 244,1Mn (+42,85% TACC 23-25e) y un EBITDA de EUR 46,5Mn (2x EBITDA 2023). Dividend Yield 2025e: 8,6%.
- ✓ El NAV (1T24) se situó en EUR 358,5Mn. ISUR mantiene un descuento de c.-60% vs NAV (vs -40% promotoras y SOCIMIs). Hoy cotiza a un PER 2024e 12,9x (vs 19x del sector).



Sector: Industrials / Machinery

Market Cap (Mn EUR y USD)	82,5	89,8
EV (Mn EUR y USD)	71,2	77,4
Free Float	49,6	
Factset / Bloomberg	NEA-ES / NEA SM	
Mercado	Mercado continuo	

Sector: Software

Market Cap (Mn EUR y USD)	45,1	49,1
EV (Mn EUR y USD)	52,6	57,2
Free Float	19,3	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Mercado	BME Growth	

F) Nicolás Correa

- ✓ La cartera de pedidos vuelve a marcar máximos (EUR 107Mn; 97% s/ingresos 2023) y augura un 2024e de récord (por encima de 2008). Un crecimiento que se acelerará a partir de 2026e con la mejora de capacidad/eficiencia tras la construcción de la nueva fábrica (EBITDA rec. 23-26e: +12,3% TACC).
- ✓ Con un nivel de caja neta significativo (Caja Neta 2023: EUR 11,4M; 15% s/Mkt Cap) y una llamativa capacidad de generación de caja (FCF Yield 26e: 10,6%). Lo que permitirá acometer inversiones de calado y deja abierta la puerta al M&A.
- ✓ Bajos múltiplos: EV/EBITDA 24e 4,7x y PER 7,9x (vs 6,6x y 12,6x del sector, respectivamente) en una compañía donde la generación de valor es clara (ROCE 24e: 14,9%) y unos niveles de rentabilidad de los más altos del sector en el que opera (Mg. EBITDA c.13%).

G) Seresco

- ✓ Momentum excelente (EBITDA Rec. 2024e EUR 7Mn; 2x EBITDA Rec. 2023) gracias a la consolidación del M&A ejecutado. Y con capacidad para seguir creciendo (EBITDA Rec. 24e-26e: +15% TACC).
- ✓ Estructura de balance sana (deuda neta de EUR 7,6Mn; 2,2x DN/EBITDA Rec. 2023) para una compañía en "fase de despegue" y con generación de caja recurrente positiva, que deja abierta la posibilidad de invertir en crecimiento orgánico o M&A.
- ✓ Bajos múltiplos: EV/EBITDA 24e de 7,6x y un FCF Yield 24e de 8,3% (vs 12x y 4,8% de sus principales comparables, respectivamente).



(Página dejada intencionadamente en blanco)



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 (2023- 2026e) y analítica del FCF
 - Performance
 - Datos de comparables
 - Inputs de valoración
 - Principales KPI's de Gobierno Corporativo
 - Visión del analista sobre la compañía: momentum 2024, pilares de su equity story, riesgos e indicadores de valoración
- Todas las notas han sido actualizadas con precios de cierre del 17 de mayo de 2024.
- La hora de distribución del informe es las 12h del 27 de mayo de 2024.
- En el caso de Squirrel Media (SQRL) la compañía ha anunciado (21 de mayo de 2024) una adquisición muy significativa sin haberse detallado aún sus condiciones e impacto. Por lo que en la ficha de la compañía incluida en este informe no se ofrecen proyecciones financieras ni múltiplos.
- Innovative Solutions Ecosystem (ISE) se encuentra suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022 al no presentar las cuentas anuales auditadas (ISE cierra su ejercicio contable el 30 de junio de cada año). A fecha de publicación de este informe ISE sigue suspendida de cotización.

A cierre de 2023 (fuente compañía; cuentas anuales no auditadas), ISE obtuvo unos ingresos de EUR 9,5Mn (vs EUR 6,2Mn en 2022; excluyendo gastos capitalizados). Y un EBIT de EUR -4,7Mn (vs EUR -5,2Mn en 2022). Con un patrimonio neto negativo de EUR -10,4Mn (vs EUR -8,3Mn en 2022). Adicionalmente, el 27 de marzo de 2024, ScytI (filial de ISE) presentó la solicitud de concurso voluntario de liquidación, dada la imposibilidad de la compañía de hacer frente a sus necesidades corrientes y dar continuidad a su negocio. Lo que impactará negativamente (por el correspondiente deterioro) en P/L y Balance.

Lighthouse inició cobertura de ISE en diciembre de 2020. ISE forma parte, por tanto, del universo de cobertura de Lighthouse a fecha de publicación de este informe. Sin embargo, el largo período de suspensión de la acción y la ausencia de cuentas anuales auditadas impide presentar proyecciones financieras de ISE ni actualizar el equity story de la compañía, por lo que en este informe no incluimos una ficha de ISE. Una vez la compañía vuelva a cotizar Lighthouse retomará su cobertura.

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 2024E?

Un 2023 que superó expectativas... cerrando con un crecimiento a doble dígito (+12,4% vs 2022) en ingresos, alcanzando EUR 129,6Mn, que se amplificó en EBITDA rec. hasta EUR 17,3Mn (+58,5% vs 2022). El margen bruto (+2,6p.p.) fue el principal catalizador de la mejora en el margen EBITDA 2023 (13,4% vs 9,5% en 2022).

... **confirmando el éxito de su reestructuración y estrategia comercial.** Tras >10 años dedicada a la reestructuración de sus puntos de venta (360 en 2023 vs 695 en 2012), la venta media/tienda ha mejorado +70% desde 2012 y la evolución del canal online (12,5% 2023 vs c.2,6% en 2012) han devuelto a ADZ a la senda del crecimiento rentable.

Esperamos que en 2024e mantenga un tono similar. La reducción de los períodos promocionales continuará en 2024, empujando el margen EBITDA 2024e c.15% (vs 13,4% en 2022). Y las aperturas/relocalizaciones (netas), c. 20 tiendas anuales, deberían llevar a unos ingresos totales de EUR 143,8Mn. Aunque el Beneficio Neto seguirá bajo presión, esencialmente, por el aumento del gasto por arrendamientos, en consonancia con la expansión de la red de tiendas abiertas (Mg. EBIT 2024e 3.5%).

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

La marca Adolfo Domínguez. La apuesta por la moda de autor de nicho, la estrategia de menor duración en las colecciones (más exclusividad), el foco en la sostenibilidad y la expansión (internacional) de nuevas tiendas, deberían garantizar un crecimiento estable en ingresos (>9% a/a) y mejorar el posicionamiento de la marca.

Potenciar la omnicanalidad. El rejuvenecimiento de la marca es uno de los ejes de la estrategia a m/p y l/p de ADZ, por lo que el canal online juega un papel crucial. Identificamos el desarrollo de campañas específicas (ecosistema ADN) y la alianza con socios estratégicos como drivers de crecimiento del online, que esperamos alcance c.15% s/ingresos en 2026e (vs 9,5% 2019; media de 20% del sector).

Capacidad de consolidar los niveles de rentabilidad... Nuestras hipótesis recogen un período de ramp-up de las nuevas aperturas de 2-3 años (mejorando el rendimiento por tienda). Que, junto a la reorganización de la cadena de suministro y las eficiencias operativas, deberían incrementar el Mg. EBITDA hasta el 16% en 2026e.

...**y de generar cash flow positivo. ¿FCF Yield 2026e 4,6%?** Estimamos un crecimiento de doble dígito para el 2023-2026e tanto en Ingresos (+10,3% TACC 23-26e) como en EBITDA (+16,7% TACC 23-26e). Que, sin necesidades extraordinarias de CAPEX (c.3% s/ventas), se traduciría en un FCF rec. 2026e EUR 2,3Mn.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo inflacionario. Pese a la reducción gradual de la inflación -2y, el aumento de los precios aún podría afectar las cifras de ADZ, especialmente en la parte inferior del P&L con los gastos de arrendamiento vinculados al IPC y el coste de la deuda. Y con efecto negativo sobre el consumo privado y la renta disponible, clave para ADZ.

Riesgo divisa. Tanto a nivel de ingresos, dónde está principalmente expuesto al peso mexicano y al yen (el 19% y 4% de los ingresos 2023, respectivamente) como en costes (c. 80% de los productos comercializados se adquieren en USD). Sin realizar coberturas que mitiguen el impacto de las divisas en el P&L.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

A las puertas de un “despegue”. ADZ ha encadenado el segundo año con resultado neto positivo (y el tercero mejorando márgenes, ya por encima de las cifras pre-Covid). El buen comportamiento de la acción (+21,2% -3m) no recoge (todavía) el potencial derivado del giro estratégico de ADZ. Cotizando EV/Ventas 24e de 0,6x (vs 1,3x de sus comparables). Si miramos a 2025e: PER 15x. ADZ gana momentum.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	50,8	55,3
EV (Mn EUR y USD)	91,2	99,2
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,80 / 5,24 / 4,38	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación ⁽¹⁾	7,5	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

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

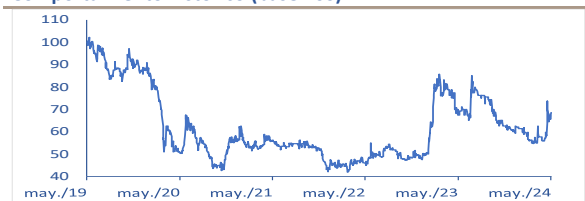
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	129,6	143,8	158,4	173,7
EBITDA Rec.	17,3	21,5	25,0	27,6
% Var.	58,5	23,7	16,6	10,3
% EBITDA Rec./Ing.	13,4	14,9	15,8	15,9
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	0,4	1,7	14,6	8,6
Beneficio neto	0,7	2,2	3,5	4,3
BPA (EUR)	0,08	0,24	0,37	0,47
% Var.	357,4	203,9	55,9	25,6
BPA ord. (EUR)	0,08	0,24	0,37	0,47
% Var.	160,0	217,7	55,9	25,6
Free Cash Flow Rec.	-1,4	0,6	1,9	2,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,8	10,3	9,1	7,5
DN / EBITDA Rec.(x)	0,6	0,5	0,4	0,3
ROE (%)	4,1	11,2	15,3	16,4
ROCE (%)	9,9	11,5	13,2	14,1

Ratios y Múltiplos (x)

PER	69,6	22,9	14,7	11,7
PER Ordinario	72,8	22,9	14,7	11,7
P/BV	2,7	2,4	2,1	1,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,70	0,63	0,58	0,53
EV/EBITDA Rec.	5,3	4,3	3,6	3,3
EV/EBIT	26,4	18,1	14,7	12,8
FCF Yield (%)	n.a.	1,1	3,8	4,6

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	22,6	21,2	1,5	-31,5

(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%, Solventis 4,5%, Autocartera 0,5%



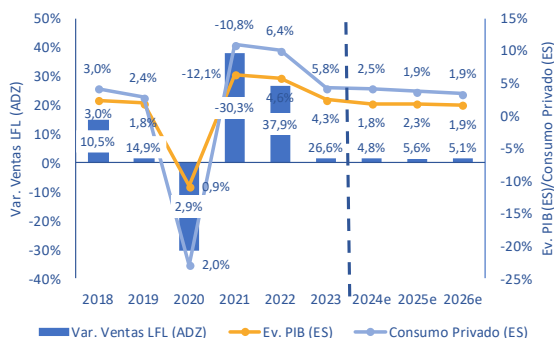
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	34,9	28,3	27,8	33,5	41,1	39,6	38,0	36,3		
Inmovilizado material	10,2	9,7	7,5	9,3	9,0	12,3	15,5	19,0		
Otros activos no corrientes	0,7	1,2	2,4	2,7	12,7	12,7	12,7	12,7		
Inmovilizado financiero	5,9	4,7	5,7	5,6	7,0	7,0	7,0	7,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	38,0	30,6	26,5	35,6	37,3	40,8	44,3	48,0		
Total activo	89,6	74,5	69,8	86,7	107,1	112,5	117,5	123,1		
Patrimonio neto	44,2	24,0	15,5	17,2	18,7	20,9	24,4	28,7		
Minoritarios	0,9	1,0	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	1,4	1,5	1,4	10,0	10,0	10,0	10,0		
Otros pasivos no corrientes	34,2	28,2	29,0	32,7	40,2	40,2	40,2	40,2		
Deuda financiera neta	(9,9)	(0,8)	1,7	8,1	9,8	10,3	9,1	7,5		
Pasivo circulante	18,8	20,7	22,1	27,4	28,4	31,1	33,8	36,7		
Total pasivo	89,6	74,5	69,8	86,7	107,1	112,5	117,5	123,1		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	116,2	66,8	93,2	115,3	129,6	143,8	158,4	173,7	2,8%	10,3%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	12,4%	10,9%	10,1%	9,7%		
Coste de ventas	(50,6)	(35,3)	(40,5)	(49,3)	(52,0)	(57,2)	(62,4)	(68,4)		
Margen Bruto	65,6	31,5	52,7	66,0	77,6	86,6	96,0	105,2	4,3%	10,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	56,5%	47,2%	56,6%	57,3%	59,9%	60,2%	60,6%	60,6%		
Gastos de personal	(36,7)	(22,7)	(28,7)	(33,0)	(34,7)	(37,0)	(40,1)	(43,3)		
Otros costes de explotación	(18,7)	(18,8)	(19,5)	(22,1)	(25,6)	(28,1)	(30,9)	(34,4)		
EBITDA recurrente	10,3	(10,0)	4,5	10,9	17,3	21,5	25,0	27,6	14,0%	16,7%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	n.a.	-197,0%	145,2%	142,9%	58,5%	23,7%	16,6%	10,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,8%	n.a.	4,8%	9,5%	13,4%	14,9%	15,8%	15,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	1,1	3,1	(4,1)	2,4	0,0	-	-	-		
EBITDA	11,3	(6,8)	0,4	13,4	17,4	21,5	25,0	27,6	11,3%	16,6%
Depreciación y provisiones	(1,5)	(2,1)	(1,2)	(1,3)	(2,8)	(3,1)	(3,2)	(3,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(11,1)	(13,3)	(15,6)	(17,2)		
EBIT	1,0	(17,6)	(8,6)	3,0	3,5	5,0	6,2	7,1	38,0%	27,3%
<i>Cto.EBIT</i>	259,0%	n.a.	50,9%	134,3%	16,8%	45,6%	23,6%	14,5%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	0,8%	n.a.	n.a.	2,6%	2,7%	3,5%	3,9%	4,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,9)	(1,7)	(1,4)	(1,7)	(2,5)	(2,1)	(1,6)	(1,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,0	(19,3)	(10,0)	1,3	1,0	3,0	4,6	5,8	n.a.	81,5%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	105,5%	n.a.	47,9%	112,6%	-23,6%	205,2%	55,9%	25,6%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,0	(19,3)	(10,0)	1,3	1,0	3,0	4,6	5,8	n.a.	81,5%
Impuestos	(8,2)	(0,0)	0,8	(1,1)	(0,2)	(0,7)	(1,2)	(1,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	n.a.	n.a.	n.a.	87,5%	24,7%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	0,7	2,2	3,5	4,3	20,2%	81,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	360,2%	203,9%	55,9%	25,6%		
Beneficio ordinario neto	(1,2)	(22,5)	(5,9)	(1,2)	0,7	2,2	3,5	4,3	26,9%	83,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	-106,4%	n.a.	73,7%	80,4%	160,4%	217,7%	55,9%	25,6%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						21,5	25,0	27,6	14,0%	16,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(13,3)	(15,6)	(17,2)		
Var.capital circulante						(0,9)	(0,8)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						7,2	8,6	9,7	91,1%	20,4%
CAPEX						(4,9)	(4,8)	(5,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(0,8)	(0,7)		
Impuestos						(0,7)	(1,2)	(1,4)		
Free Cash Flow Recurrente						0,6	1,9	2,3	21,2%	53,8%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						0,6	1,9	2,3	14,9%	54,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(0,6)	(1,9)	(2,3)		

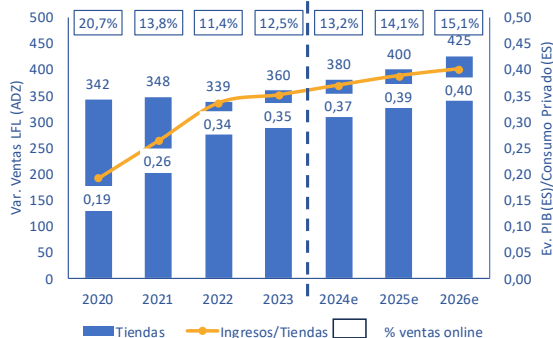


La compañía en 8 gráficos

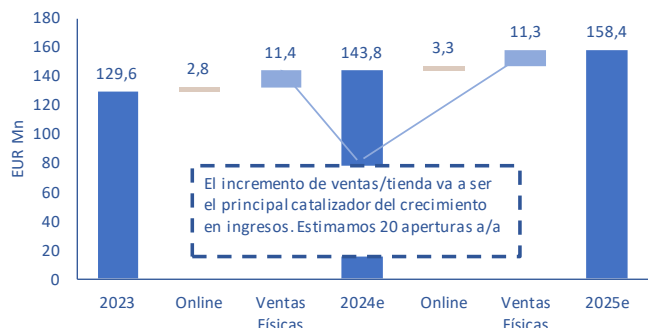
El sector en el que opera ADZ está caracterizado por una elevada ciclicidad



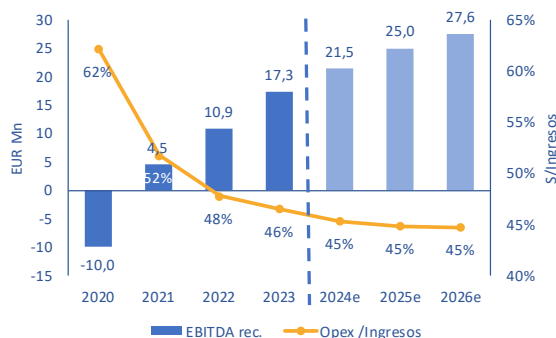
El redimensionamiento de la superficie comercial eleva la rentabilidad/centro (impulsada por el online: 12,5% s/Ingresos 23)...



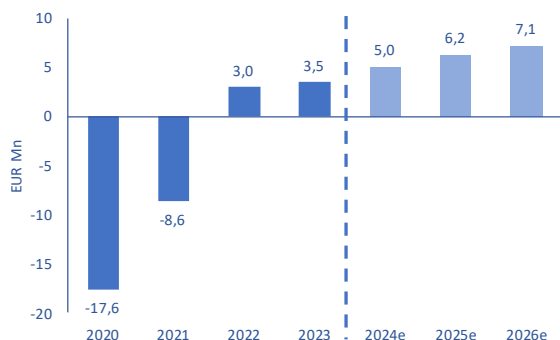
...principal driver sobre el que se basa nuestro crecimiento en ingresos para 2024e y 2025e (20 aperturas a/a)



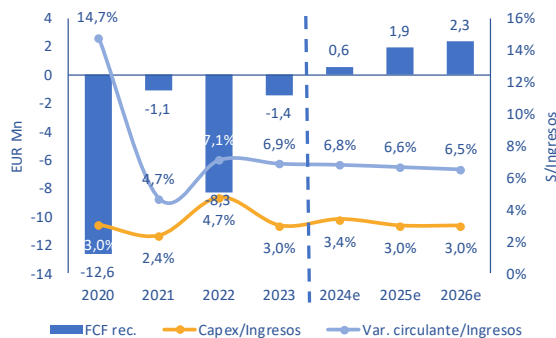
El foco en la reducción de costes permitirá a ADZ apalancarse sobre su estructura



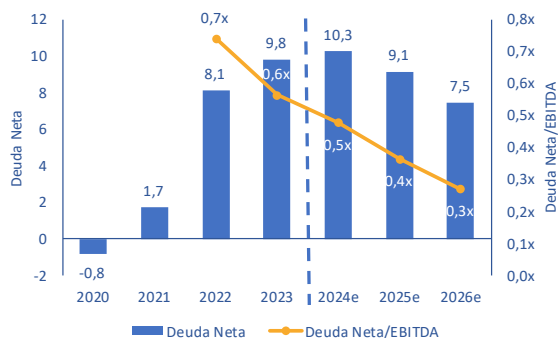
El crec. en ingresos (+10,3% TACC 23-26e) y la contención de costes llevarán el EBIT 26e hasta EUR 7,1Mn (vs EUR -17,6Mn en 20)



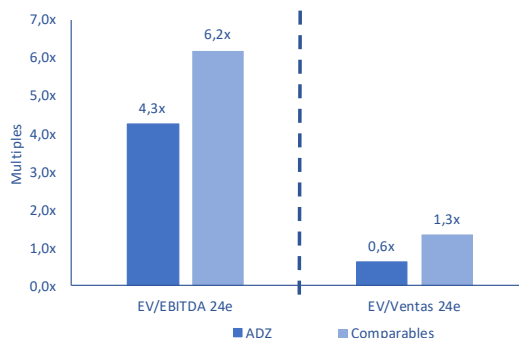
Lo que hará posible el break-even en FCF rec. 2024e, pese al CAPEX y el circulante



Con un nivel de endeudamiento bajo control (DN 2024e: EUR 10,3Mn; DN/EBITDA 24e 0,5x)



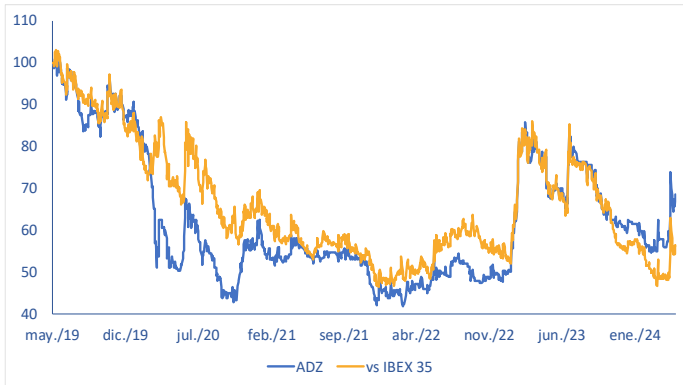
Cotizando a unos múltiplos EV/EBITDA 24e 4,3x y EV/Ventas 24e 0,6x (EV/EBITDA 24e 6,2x y EV/Ventas 24e 1,3x del sector)



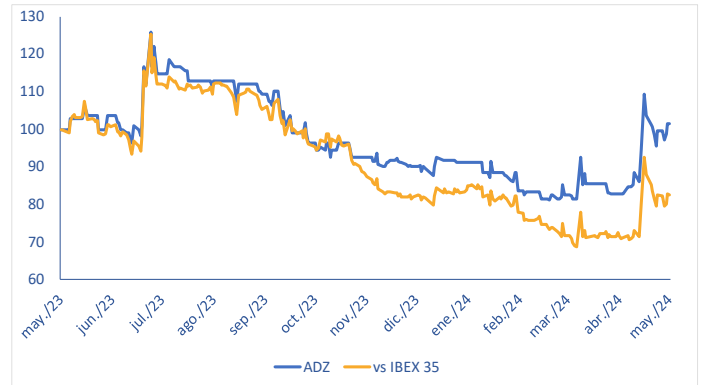


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



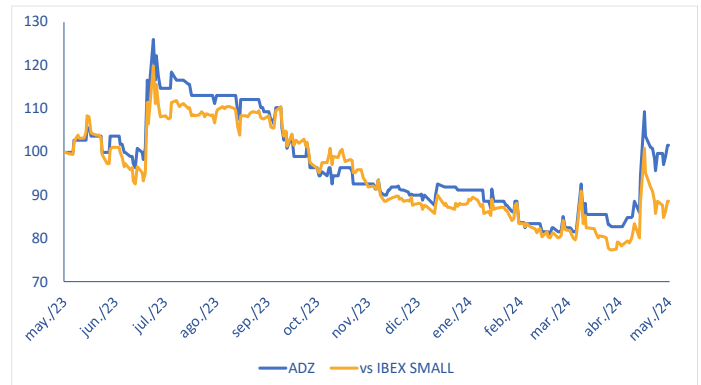
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



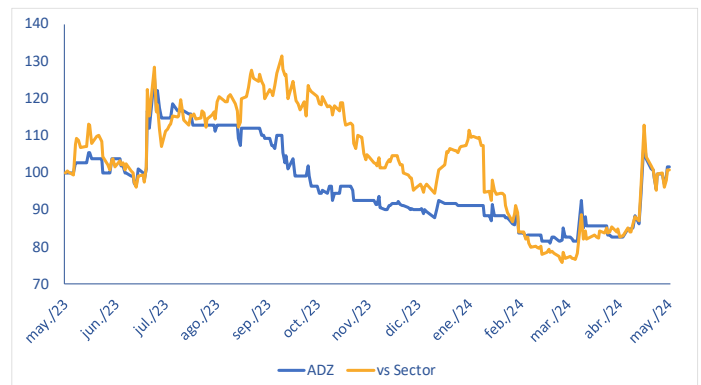
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	22,6	21,2	1,5	9,6	21,8	-31,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	15,1	5,8	-17,5	-2,3	-1,6	-43,9
vs Euro STOXX 50	19,0	14,1	-13,4	-2,1	-3,6	-53,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	12,2	6,1	-11,4	-1,5	19,1	-47,4
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	16,2	12,3	-3,4	1,7	31,7	-43,3
vs MSCI Europe Micro Cap	15,5	13,0	-1,4	3,7	49,4	-42,9
vs Sector						
vs Europe Apparel & Footwear	22,0	19,8	0,7	0,1	6,3	-63,8

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



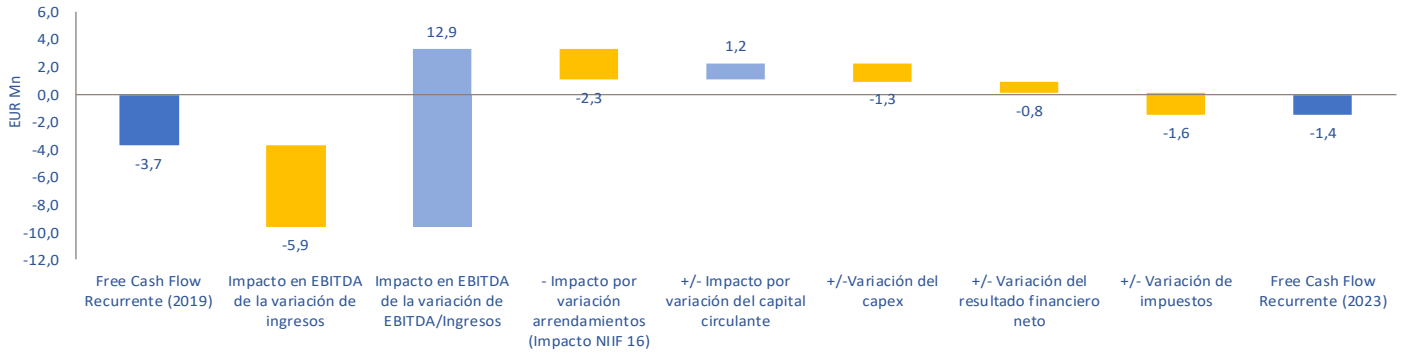
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(10,0)	4,5	10,9	17,3	21,5	25,0	27,6	55,2%	16,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-197,0%	145,2%	142,9%	58,5%	23,7%	16,6%	10,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	4,8%	9,5%	13,4%	14,9%	15,8%	15,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(11,1)	(13,3)	(15,6)	(17,2)		
+/- Var. Capital circulante	9,4	5,5	(3,8)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	(9,2)	2,3	(2,0)	5,5	7,2	8,6	9,7	37,5%	20,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	124,4%	-188,9%	375,8%	31,0%	19,3%	11,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	2,4%	<i>n.a.</i>	4,3%	5,0%	5,5%	5,6%		
- CAPEX	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(4,9)	(4,8)	(5,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,3)	(0,7)	(0,5)	(0,9)	(1,0)	(0,8)	(0,7)		
- Impuestos	(0,0)	(0,4)	(0,2)	(2,1)	(0,7)	(1,2)	(1,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(1,4)	0,6	1,9	2,3	51,6%	53,8%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-239,5%	91,0%	-628,3%	82,7%	140,8%	232,7%	20,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,4%	1,2%	1,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	3,1	(4,1)	2,4	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(1,4)	0,6	1,9	2,3	47,3%	54,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-258,3%	44,3%	-10,8%	76,3%	142,0%	232,7%	20,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,1%	3,8%	4,6%		
<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>	1,1%	3,8%	4,6%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(1,4)	0,6	1,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(4,4)	(3,9)	1,1	1,4	1,9	2,2	2,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(15,9)	18,4	5,4	5,0	2,2	1,4	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	(20,2)	14,5	6,4	6,4	4,1	3,6	2,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,2	0,9	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,3)	(1,6)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	11,3	(3,9)	(9,3)	3,1	(0,2)	0,1	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(8,8)	11,5	(4,3)	7,5	1,7	1,4	1,0		
+/-Variación del CAPEX	0,5	(0,2)	(3,2)	1,6	(1,0)	0,1	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,2)	0,6	0,2	(0,4)	(0,1)	0,2	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,5	(0,4)	0,2	(1,9)	1,4	(0,4)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(8,9)	11,5	(7,1)	6,8	2,0	1,4	0,4		
Free Cash Flow Recurrente	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(1,4)	0,6	1,9	2,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	(17,6)	(8,6)	3,0	3,5	5,0	6,2	7,1	30,0%	27,3%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	24,7%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,6)	(1,8)		
EBITDA recurrente	(10,0)	4,5	10,9	17,3	21,5	25,0	27,6	55,2%	16,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(11,1)	(13,3)	(15,6)	(17,2)		
+/- Var. Capital circulante	9,4	5,5	(3,8)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	(9,2)	2,3	(2,0)	5,5	7,2	8,6	9,7	37,5%	20,4%
- CAPEX	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(4,9)	(4,8)	(5,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,6)	(1,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(11,3)	0,0	(7,5)	0,8	1,1	2,3	2,7	27,4%	50,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-270,2%	100,2%	<i>n.a.</i>	110,5%	40,1%	112,4%	14,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	0,6%	0,8%	1,5%	1,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(11,3)	0,0	(7,5)	0,8	1,1	2,3	2,7	27,4%	50,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-270,2%	100,2%	<i>n.a.</i>	110,5%	40,1%	112,4%	14,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	0,9%	1,2%	2,6%	2,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	0,9%	1,2%	2,6%	2,9%		

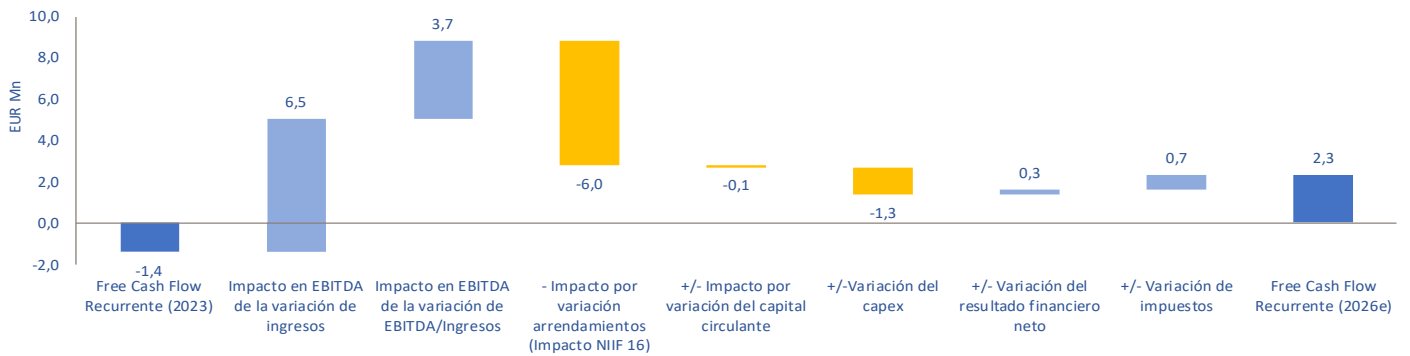


Analítica del Free Cash Flow (II)

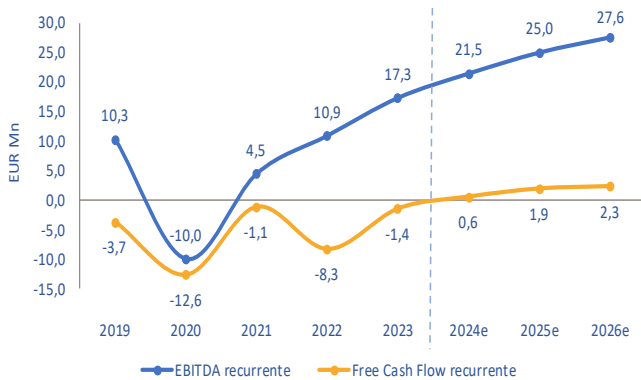
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,1	2,3	2,7	n.a.			
Market Cap	50,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			6,3%	6,8%	
Coste de la deuda neta	5,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			5,0%	5,4%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			1,0	1,2	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			8,8%	11,1%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,2%	D			=	=	
WACC	9,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			=	=	
G "Razonable"	2,0%				8,2%	10,1%	
					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	50,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	37,7	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	9,8	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	7,0	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	91,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	2,8%	n.a.	n.a.	17,3%	9,9%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	0,8%	5,0%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-4,5%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	17,4%	27,5	3,3x
Central	15,8%	25,0	3,6x
Min	14,2%	22,5	4,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	2,7%	3,0%		3,3%	Max	Central
27,5	4,9	4,5	4,0	9,7%	8,8%	7,9%	
25,0	2,4	1,9	1,5	4,7%	3,8%	2,9%	
22,5	(0,1)	(0,6)	(1,1)	n.a.	n.a.	n.a.	

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	57,1%	42,9%	42,9%
% de consejeros dominicales	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	28,6%	28,6%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	57,1%	42,9%	42,9%
% de mujeres en la plantilla	79,1%	78,8%	80,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,2%	3,6%	3,4%



Principales comparables 2024e

		Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					
		Burberry Group PLC	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo SpA	SMCP SA	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings	PVH Corp	Average	ADZ
Datos Mercado	EUR Mn											
	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	4.605,4	3.542,5	1.633,9	183,1		40.981,9	8.940,8	3.853,0	6.051,1		50,8
	Enterprise value (EV)	5.902,7	4.573,9	2.088,7	876,9		55.678,7	10.643,4	7.031,6	8.658,7		91,2
Información financiera básica	Total Ingresos	3.414,0	4.404,2	1.090,3	1.251,8		19.014,0	6.135,7	4.921,6	7.978,9		143,8
	Cto.Total Ingresos	-1,5%	4,9%	-5,7%	1,7%	-0,1%	-2,8%	0,2%	2,1%	-5,9%	-1,6%	10,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,9%	7,0%	5,9%	3,6%	5,1%	6,5%	3,4%	n.a.	2,5%	4,1%	9,9%
	EBITDA	871,8	825,6	238,5	237,0		5.272,5	1.304,6	740,0	1.091,3		21,5
	Cto. EBITDA	-7,1%	7,5%	0,9%	0,9%	0,6%	-19,7%	4,3%	12,1%	-4,8%	-2,0%	23,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	6,5%	11,7%	10,8%	6,5%	8,9%	11,0%	5,5%	n.a.	6,1%	7,5%	13,4%
	EBITDA/Ingresos	25,5%	18,7%	21,9%	18,9%	21,3%	27,7%	21,3%	15,0%	13,7%	19,4%	14,9%
	EBIT	445,1	452,4	58,4	75,5		3.594,8	1.147,1	572,1	815,2		5,0
	Cto. EBIT	-10,3%	7,1%	-7,9%	-3,1%	-3,6%	-24,3%	5,8%	15,9%	-6,4%	-2,2%	45,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,5%	16,0%	31,4%	15,3%	17,8%	13,6%	6,4%	n.a.	9,1%	9,7%	19,0%
	EBIT/Ingresos	13,0%	10,3%	5,4%	6,0%	8,7%	18,9%	18,7%	11,6%	10,2%	14,9%	3,5%
	Beneficio Neto	294,1	287,7	23,2	25,9		2.208,2	902,2	473,0	578,3		2,2
	Cto. Beneficio Neto	-6,7%	11,4%	-11,1%	131,5%	31,3%	-26,0%	4,8%	16,4%	-5,2%	-2,5%	203,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	7,9%	18,0%	51,7%	32,0%	27,4%	15,7%	8,0%	n.a.	9,5%	11,1%	39,9%
	CAPEX/Ventas	6,5%	7,2%	8,1%	4,4%	6,5%	9,2%	2,2%	4,1%	3,6%	4,8%	3,4%
Free Cash Flow	479,5	385,2	109,0	35,4		2.100,1	1.022,7	456,8	592,9		0,6	
Deuda financiera Neta	(218,5)	784,9	473,7	537,8		10.577,8	682,2	804,4	1.151,6		10,3	
DN/EBITDA (x)	n.a.	1,0	2,0	2,3	1,7	2,0	0,5	1,1	1,1	1,2	0,5	
Pay-out	77,8%	35,5%	50,4%	0,0%	40,9%	61,0%	33,3%	0,0%	1,3%	23,9%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	15,4	12,4	69,9	6,6	26,1	18,7	10,0	8,3	10,4	11,8	22,9
	P/BV (x)	3,1	2,3	2,2	0,2	1,9	2,6	3,3	1,6	1,3	2,2	2,4
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,0	1,9	0,7	1,3	2,9	1,7	1,4	1,1	1,8	0,6
	EV/EBITDA (x)	6,8	5,5	8,8	3,7	6,2	10,6	8,2	9,5	7,9	9,0	4,3
	EV/EBIT (x)	13,3	10,1	35,8	11,6	17,7	15,5	9,3	12,3	10,6	11,9	18,1
	ROE	19,8	18,9	3,2	2,3	11,1	13,9	32,8	19,4	12,1	19,6	11,2
	FCF Yield (%)	10,4	10,9	6,7	19,3	11,8	5,1	11,4	11,9	9,8	9,6	1,1
	DPA	0,63	1,48	0,07	0,00	0,54	11,01	1,27	0,00	0,12	3,10	0,00
	Dvd Yield	4,9%	2,9%	0,7%	0,0%	2,1%	3,3%	3,3%	0,0%	0,1%	1,7%	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		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e
Total Ingresos	134,9	124,3	108,4	113,2	117,0	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	129,6	143,8	158,4	173,7	-0,4%	10,3%
Cto. Total ingresos	-11,3%	-7,9%	-12,8%	4,4%	3,3%	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	12,4%	10,9%	10,1%	9,7%		
EBITDA	(2,7)	(1,1)	(17,7)	(9,0)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	17,4	21,5	25,0	27,6	23,9%	16,6%
Cto. EBITDA	64,6%	58,6%	n.a.	49,0%	75,6%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	30,1%	23,4%	16,6%	10,3%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,8%	n.a.	0,4%	11,6%	13,4%	14,9%	15,8%	15,9%		
Beneficio neto	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	0,7	2,2	3,5	4,3	7,6%	81,2%
Cto. Beneficio neto	57,1%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	360,2%	203,9%	55,9%	25,6%		
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)	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,75	-0,05	-0,92	-2,10	-1,01	0,02	0,08	0,24	0,37	0,47	7,5%	81,2%
Cto. BPA	57,1%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,8%	92,7%	n.a.	n.a.	52,1%	n.a.	n.a.	n.a.	55,9%	25,6%		
BPA ord. (EUR)	-1,15	-1,28	-2,14	-2,48	-0,80	0,00	-0,13	-2,44	-0,64	-0,13	0,08	0,24	0,37	0,47	7,5%	83,9%
Cto. BPA ord.	55,0%	-11,9%	-66,7%	-16,3%	67,8%	n.a.	n.a.	n.a.	73,7%	80,4%	n.a.	n.a.	55,9%	25,6%		
CAPEX	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(4,9)	(4,8)	(5,2)		
CAPEX/Vtas %	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,7%	3,0%	3,4%	3,0%	3,0%		
Free Cash Flow	5,3	(3,6)	20,4	(12,7)	4,3	0,1	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(1,4)	0,6	1,9	2,3	-8,5%	54,4%
DN/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,4x	0,3x		
PER (x)	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	63,5x	22,9x	14,7x	11,7x		
EV/Vtas (x)	0,45x	0,40x	0,06x	0,27x	0,26x	0,46x	0,63x	0,93x	0,63x	0,83x	0,58x	0,63x	0,58x	0,53x		
EV/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44,5x	6,4x	n.a.	n.a.	7,2x	4,3x	4,3x	3,6x	3,3x		
Comport. Absoluto	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%	24,1%	9,6%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	12,3%	1,1%	-2,3%				

- (3) 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.
(4) 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.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Cambio contable a NIIF. En 2023, AGIL (con aplicación también en 2022) ha realizado el cambio contable del Plan General Contable Español a NIIF. Excluyendo los alquileres del EBITDA (NIIF 16; c.EUR 1,8Mn anual) y la amortización del fondo de comercio (c.EUR EUR 2,7Mn anual) a nivel EBIT.

Ralentización del crecimiento en ingresos en 2023, pero con una mejora en rentabilidad. AGIL cerró 2023 con unos ingresos de EUR 102,6Mn (vs EUR 101,5Mn en 2022), por debajo de los estimado por la compañía. Pero con una mejora del EBITDA Rec. (NIIF) hasta EUR 6,5Mn (vs EUR 4,3Mn en 2022 NIIF), gracias a la generación de sinergias entre líneas de negocio.

2024e: crecimiento de un dígito bajo en ingresos y EBITDA. Para el conjunto de 2024e, estimamos un crecimiento de un dígito bajo en ingresos (+1,9% vs 2023; EUR 104,5Mn) y EBITDA (+5,0%; EUR 7,3Mn). Donde esperamos que el 2S24 sea más fuerte en cuanto a crecimiento que el 1S24 (previsible caída en ingresos).

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. Proporcionando un flujo de ingresos predecibles y relativamente estables. En 2023 los ingresos recurrentes ascendían a EUR 77Mn (75% s/total vs 74% en 2022).

Mayor peso de soluciones SaaS. Cambio hacia un modelo de negocio con un mayor peso de soluciones de suscripción de software (reduciendo el peso del hardware). Que a medio plazo tendrá un impacto negativo en ventas (TV Technologies), pero que a más largo plazo debería impactar positivamente en márgenes y recurrencia.

Driver sectorial, empujado por el aumento del contenido en video por streaming y la publicidad online (ambos impulsados por la transformación digital). Aunque con un nivel de competitividad muy elevado en el sector.

2024e-2026e: la atención debe estar en la capacidad de mejorar en rentabilidad en un escenario de bajo crecimiento en ingresos. Después del fortísimo crecimiento histórico en ingresos vía M&A, en 2024e-2026e esperamos un crecimiento orgánico de un dígito bajo (3,5% TACC 2024e-2026e; acelerándose en 2026e), que convierte estos años en "cruciales" para ver la capacidad de mejorar de forma sostenida en rentabilidad. Ya que el espacio para generar sinergias u optimizar la estructura es limitado. Evidenciando que crecer cuesta mucho, en una industria con un altísimo nivel competitivo y que tiende a la concentración (para ganar economías de escala).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

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. Palpable en los resultados 2023 y en nuestras estimaciones 2024e-2026e.

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. Maxime en un escenario de bajo crecimiento.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Gran rally -3m (+36%) y múltiplos por encima del sector. Después del buen comportamiento de la acción en los últimos meses (YTD: +33,3%, +18,9% vs Ibex 35, +17,6% vs sector) nuestras estimaciones 2024e cotizarían a un EV/Ventas de 1,2x, por encima del sector.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	102,1	111,1
EV (Mn EUR y USD)	126,1	137,2
Número de Acciones (Mn)	23,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,45 / 3,73 / 3,10	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽¹⁾	9,2	
Factset / Bloomberg	AGIL-ES / AGIL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

Hernan Scapusio Vincent	9,8
Inveready	9,7
Onchena S.L	6,9
TV Azteca SAB de CV	6,9
Free Float	54,3

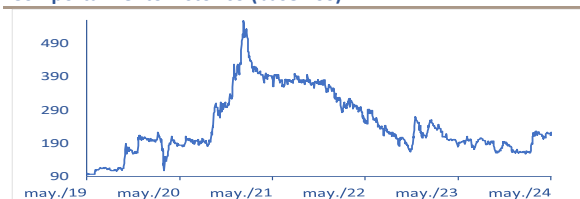
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,2	23,2	23,2
Total Ingresos	102,6	104,5	106,4	111,8
EBITDA Rec.	6,5	7,3	7,9	8,8
% Var.	52,8	12,0	8,0	12,1
% EBITDA Rec./Ing.	6,4	7,0	7,4	7,9
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	0,0	0,5	-0,2	-0,5
BPA (EUR)	0,00	0,02	-0,01	-0,02
% Var.	101,1	n.a.	-138,5	-127,2
BPA ord. (EUR)	-0,02	0,02	-0,01	-0,02
% Var.	84,6	243,6	-138,5	-127,2
Free Cash Flow Rec.	0,0	1,2	2,5	3,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	19,9	18,7	16,3	12,7
DN / EBITDA Rec.(x)	3,1	2,6	2,1	1,4
ROE (%)	0,1	1,2	n.a.	n.a.
ROCE (%)	4,2	5,1	3,9	3,4

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	2,4	2,3	2,4	2,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,23	1,21	1,18	1,13
EV/EBITDA Rec.	19,4	17,3	16,0	14,3
EV/EBIT	40,4	29,3	38,6	45,9
FCF Yield (%)	0,0	1,1	2,4	3,5

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	7,3	35,8	22,6	123,2

(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 5,2%, Autocartera 0,9%



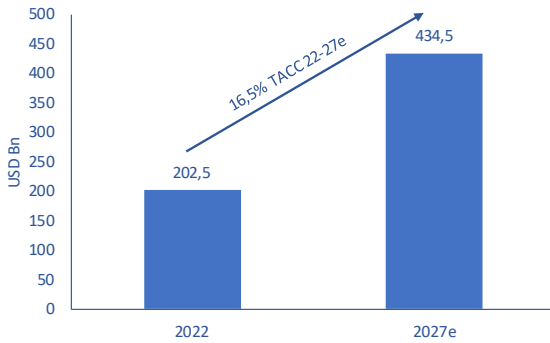
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	10,5	19,4	37,2	39,0	35,8	34,7	32,3	28,6		
Inmovilizado material	0,1	0,8	0,6	0,6	0,7	1,8	2,8	3,7		
Otros activos no corrientes	0,0	0,0	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5		
Inmovilizado financiero	1,4	6,3	1,0	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,2	9,9	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9		
Activo circulante	7,6	15,4	27,5	27,4	34,1	35,5	36,6	38,1		
Total activo	20,8	51,9	106,8	111,0	114,7	116,1	115,7	114,5		
Patrimonio neto	13,4	27,7	44,4	44,3	43,1	43,7	43,4	43,0		
Minoritarios	-	-	2,1	6,4	7,5	8,6	9,7	10,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1		
Deuda financiera neta	0,6	6,2	28,7	20,3	19,9	18,7	16,3	12,7		
Pasivo circulante	6,6	18,0	31,4	36,5	40,8	41,7	42,8	44,5		
Total pasivo	20,8	51,9	106,8	111,0	114,7	116,1	115,7	114,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	11,0	20,4	55,2	101,5	102,6	104,5	106,4	111,8	74,8%	2,9%
Cto.Total Ingresos	24,5%	86,0%	170,3%	83,9%	1,0%	1,9%	1,9%	5,1%		
Coste de ventas	(3,0)	(9,1)	(25,4)	(58,8)	(61,8)	(62,5)	(63,4)	(66,5)		
Margen Bruto	8,0	11,3	29,9	42,8	40,8	42,0	43,0	45,3	50,5%	3,5%
Margen Bruto / Ingresos	72,5%	55,5%	54,1%	42,1%	39,8%	40,2%	40,4%	40,5%		
Gastos de personal	(5,6)	(7,5)	(17,1)	(18,9)	(18,5)	(18,7)	(19,0)	(19,7)		
Otros costes de explotación	(2,4)	(4,3)	(11,6)	(19,6)	(15,8)	(16,0)	(16,1)	(16,7)		
EBITDA recurrente	0,0	(0,6)	1,2	4,3	6,5	7,3	7,9	8,8	n.a.	10,7%
Cto.EBITDA recurrente	100,7%	n.a.	318,5%	251,9%	52,8%	12,0%	8,0%	12,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	0,1%	n.a.	2,2%	4,2%	6,4%	7,0%	7,4%	7,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(1,2)	(2,4)	0,6	0,4	-	-	-		
EBITDA	0,0	(1,8)	(1,2)	4,8	6,9	7,3	7,9	8,8	n.a.	8,3%
Depreciación y provisiones	(2,4)	(3,2)	(8,7)	(9,5)	(9,3)	(9,0)	(10,7)	(12,6)		
Gastos capitalizados	2,5	3,8	6,2	6,7	7,1	7,6	7,8	8,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)		
EBIT	0,1	(1,2)	(3,6)	0,9	3,1	4,3	3,3	2,7	n.a.	-4,1%
Cto.EBIT	115,5%	-993,9%	-202,2%	123,9%	259,3%	38,2%	-24,1%	-16,0%		
EBIT / Ingresos	1,2%	n.a.	n.a.	0,9%	3,0%	4,1%	3,1%	2,5%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,4	(1,4)	(2,1)	(1,4)	(1,8)	(2,2)	(2,1)	(1,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,5	(2,6)	(5,7)	(0,5)	1,3	2,1	1,2	0,8	23,4%	-13,4%
Cto.Beneficio ordinario	137,7%	-576,1%	-120,0%	91,0%	346,1%	62,9%	-44,4%	-28,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,5	(2,6)	(5,7)	(0,5)	1,3	2,1	1,2	0,8	23,4%	-13,4%
Impuestos	(0,4)	(0,2)	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,4)	(0,2)	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva	77,5%	n.a.	n.a.	n.a.	9,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	(1,3)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,1	(2,8)	(5,8)	(2,0)	0,0	0,5	(0,2)	(0,5)	-34,8%	n.a.
Cto.Beneficio neto	109,3%	n.a.	-102,5%	64,9%	101,1%	n.a.	-138,5%	-127,2%		
Beneficio ordinario neto	0,4	(1,4)	(3,3)	(2,4)	(0,4)	0,5	(0,2)	(0,5)	-31,5%	-7,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	124,7%	-480,3%	-136,8%	28,7%	84,5%	243,6%	-138,5%	-127,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						7,3	7,9	8,8	n.a.	10,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,6)	(1,6)	(1,6)		
Var.capital circulante						(0,5)	0,1	0,2		
Cash Flow operativo recurrente						5,2	6,3	7,4	45,5%	43,5%
CAPEX						(1,4)	(1,5)	(1,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,2)	(2,1)	(1,9)		
Impuestos						(0,4)	(0,2)	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						1,2	2,5	3,6	19,0%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,2	2,5	3,6	20,5%	97,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,2)	(2,5)	(3,6)		

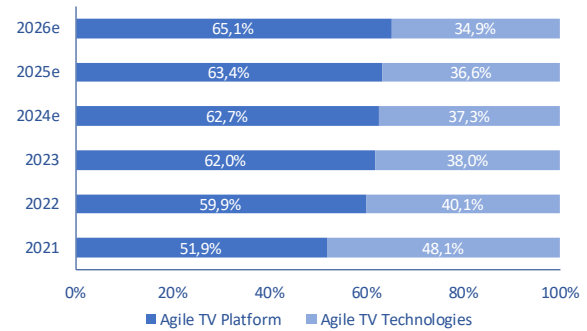


La compañía en 8 gráficos

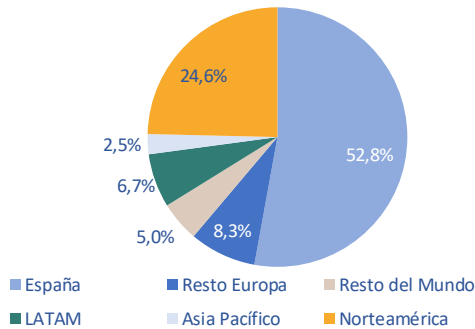
El mercado de video over-the-top a nivel global se espera que crezca a una TACC 22-27e del 16,5%



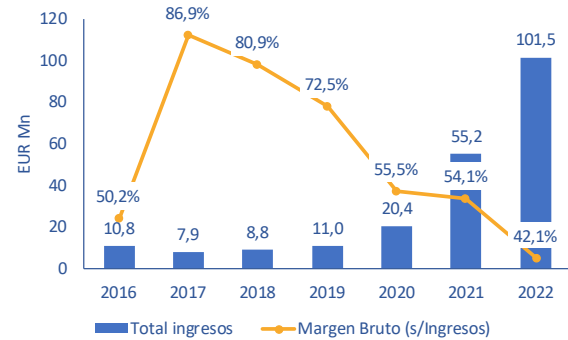
AGIL: un negocio presente en toda la cadena de valor de sus clientes y de elevada recurrencia (con dos líneas de negocio) ...



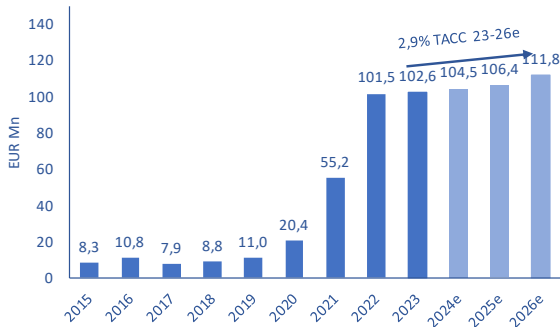
...y diversificado geográficamente. En 2023 las ventas netas fuera de España representaron el 47%



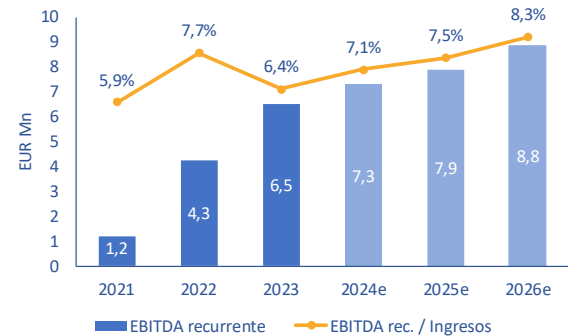
Entre 2020 – 2021 ha desarrollado una intensa actividad de M&A dando un saldo de escala muy significativo...



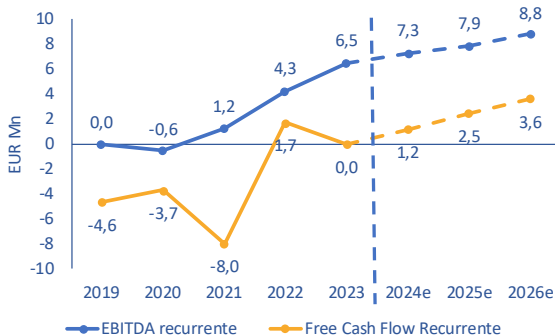
... permitiendo establecer las bases para el crecimiento orgánico de los próximos años (2,9% TACC 23-26e)



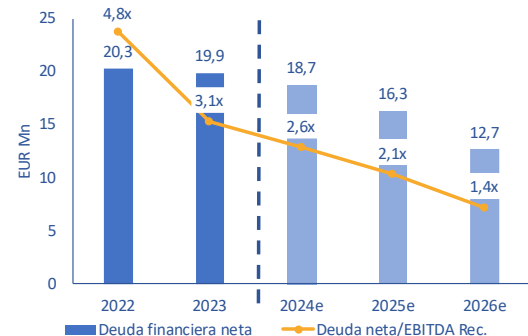
Y que junto a la optimización de la estructura debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo...



... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 3,6Mn en 2026e (vs EUR 1,2Mn en 2024e)



Que dejaría a la compañía con un nivel de endeudamiento conservador en 2026e (DN EUR 12,7Mn; 1,4x DN/EBITDA Rec.)



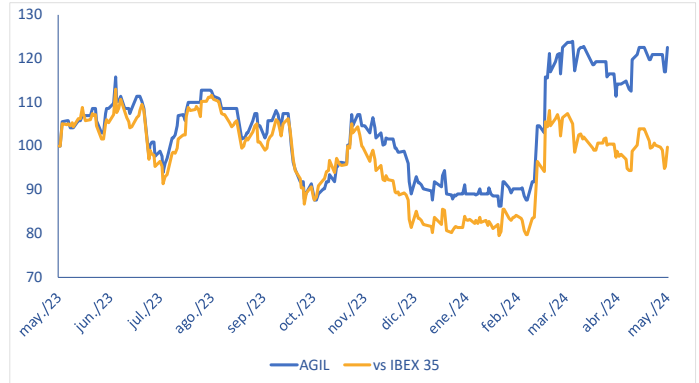


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



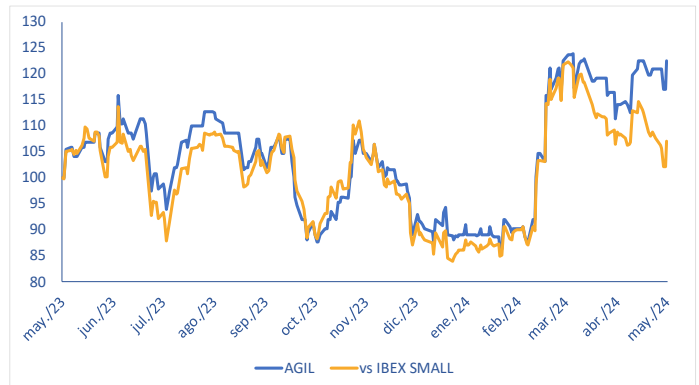
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



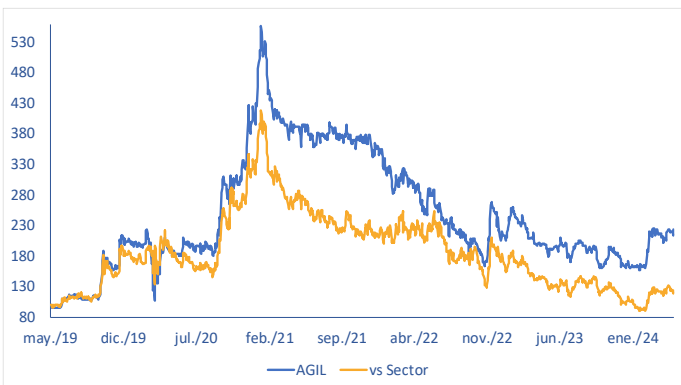
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



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	7,3	35,8	22,6	33,3	-41,3	123,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	0,7	18,5	-0,3	18,9	-52,6	82,9
vs Euro STOXX 50	4,1	27,8	4,6	19,0	-53,6	51,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,7	18,8	7,0	19,8	-42,6	71,3
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	1,7	25,7	16,6	23,7	-36,6	84,7
vs MSCI Europe Micro Cap	1,1	26,5	19,1	26,1	-28,0	86,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	1,8	34,3	-2,9	17,6	-54,7	24,6

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



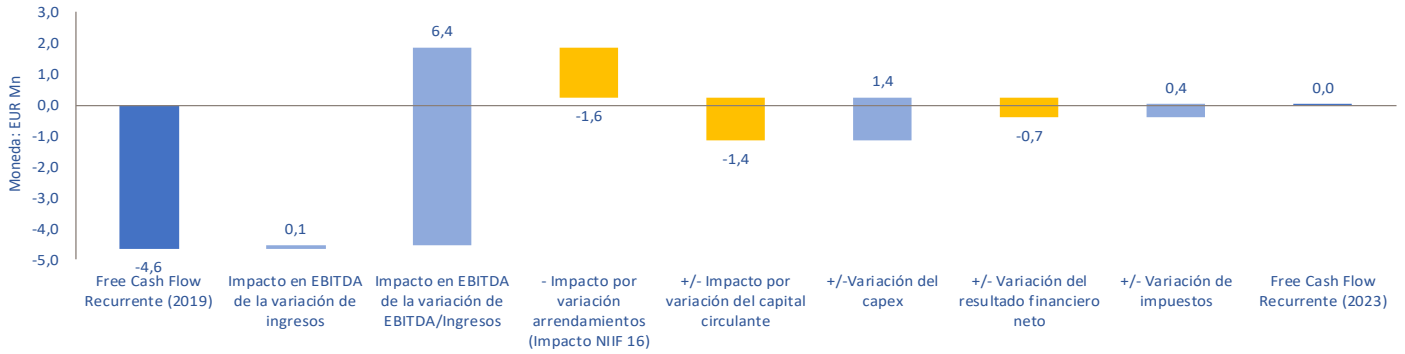
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(0,6)	1,2	4,3	6,5	7,3	7,9	8,8	<i>n.a.</i>	10,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>318,5%</i>	<i>251,9%</i>	<i>52,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>12,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,9%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)		
+/- Var. Capital circulante	3,5	1,3	5,2	(2,4)	(0,5)	0,1	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	2,9	2,6	8,3	2,5	5,2	6,3	7,4	-4,9%	43,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>388,1%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>225,6%</i>	<i>-70,0%</i>	<i>107,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>16,7%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>14,2%</i>	<i>4,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,6%</i>		
- CAPEX	(5,1)	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,2)	(1,8)	(1,4)	(1,2)	(2,2)	(2,1)	(1,9)		
- Impuestos	(0,2)	(0,0)	(0,2)	-	(0,4)	(0,2)	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	(3,7)	(8,0)	1,7	0,0	1,2	2,5	3,6	26,1%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>20,7%</i>	<i>-116,5%</i>	<i>121,5%</i>	<i>-99,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>112,9%</i>	<i>45,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,2%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,2)	(1,0)	0,6	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(28,0)	(33,7)	0,3	0,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	2,4	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(32,9)	(42,7)	5,0	0,5	1,2	2,5	3,6	26,3%	97,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>-666,5%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>111,7%</i>	<i>-90,6%</i>	<i>147,4%</i>	<i>112,9%</i>	<i>45,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,5%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>0,5%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,5%</i>		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(4,6)	(3,7)	(8,0)	1,7	0,0	1,2	2,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(0,9)	1,0	0,0	0,1	0,1	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,6)	2,7	2,0	2,2	0,7	0,4	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	(0,6)	1,8	3,1	2,3	0,8	0,6	1,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,2)	(0,5)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,5	(2,1)	3,9	(7,6)	1,9	0,5	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	3,9	(0,3)	5,8	(5,8)	2,7	1,1	1,1		
+/- Variación del CAPEX	(2,5)	(3,6)	3,7	3,7	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,6)	(0,6)	0,4	0,2	(1,0)	0,1	0,2		
+/- Variación de impuestos	0,2	0,2	(0,2)	0,2	(0,4)	0,2	0,1		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,0	(4,3)	9,7	(1,7)	1,1	1,3	1,1		
Free Cash Flow Recurrente	(3,7)	(8,0)	1,7	0,0	1,2	2,5	3,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,2)	(3,6)	0,9	3,1	4,3	3,3	2,7	66,3%	-4,1%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	(0,9)	(0,7)	(0,5)		
EBITDA recurrente	(0,6)	1,2	4,3	6,5	7,3	7,9	8,8	<i>n.a.</i>	10,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)		
+/- Var. Capital circulante	3,5	1,3	5,2	(2,4)	(0,5)	0,1	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	2,9	2,6	8,3	2,5	5,2	6,3	7,4	-4,9%	43,5%
- CAPEX	(5,1)	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	(0,9)	(0,7)	(0,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,2)	(6,2)	3,3	0,9	2,9	4,2	5,1	34,1%	77,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>39,3%</i>	<i>-174,3%</i>	<i>153,6%</i>	<i>-72,0%</i>	<i>219,5%</i>	<i>41,1%</i>	<i>23,3%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,6%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(28,0)	(33,7)	0,3	0,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	2,4	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(30,2)	(39,9)	6,0	1,4	2,9	4,2	5,1	26,9%	55,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>-798,1%</i>	<i>-32,0%</i>	<i>115,0%</i>	<i>-77,1%</i>	<i>114,6%</i>	<i>41,1%</i>	<i>23,3%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>		

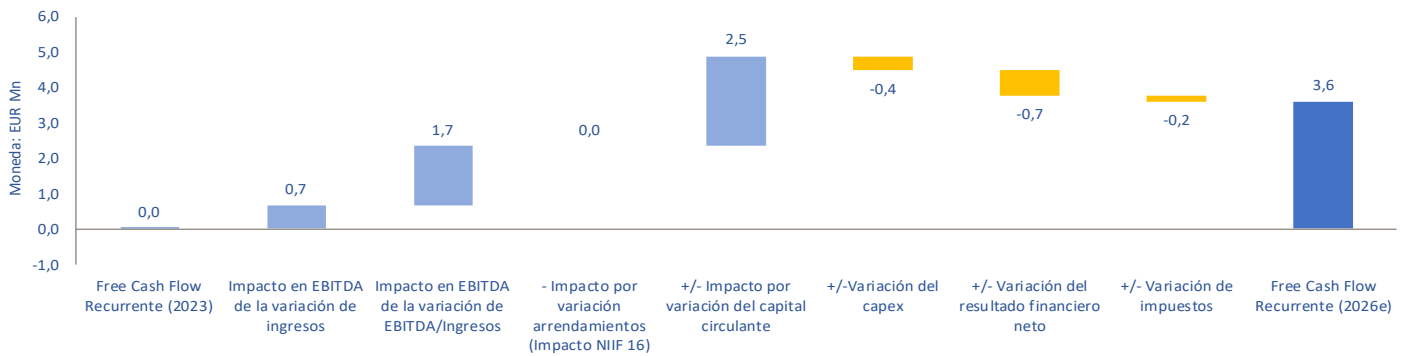


Analítica del Free Cash Flow (II)

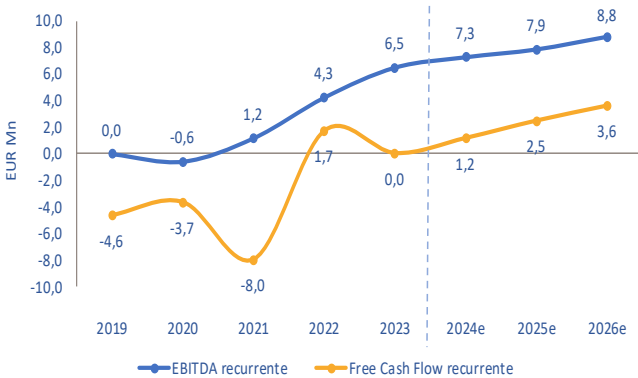
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



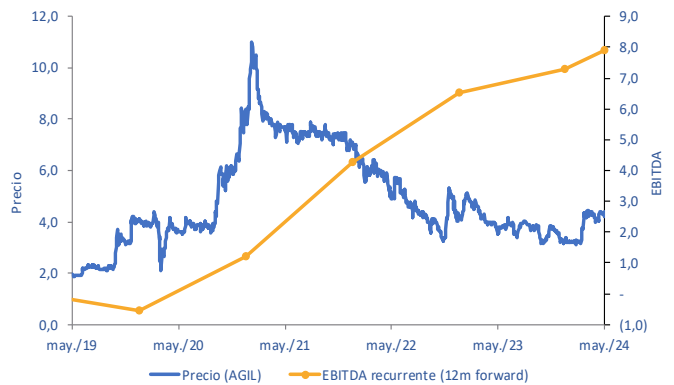
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,9	4,2	5,1	64,4			
Market Cap	102,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	19,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,9%	12,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,3%	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	102,1	
+ Minoritarios	7,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	19,9	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,7	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	126,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	0,8%	n.a.	n.a.	1,2%	4,2%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-5,9%	-6,7%			
FCF Yield - WACC	-10,1%	-6,6%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	8,1%	8,6	14,6x
Central	7,4%	7,9	16,0x
Min	6,7%	7,1	17,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	1,3%	1,4%		1,5%	Max	Central
8,6	3,3	3,2	3,1	Max	3,2%	3,1%	3,0%
7,9	2,6	2,5	2,4	Central	2,5%	2,4%	2,3%
7,1	1,8	1,7	1,6	Min	1,8%	1,7%	1,6%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	33,3%	30,0%	30,0%
% de consejeros dominicales	66,7%	70,0%	70,0%
% 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	11,1%	20,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	22,0%	21,0%	20,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,7%	0,9%	1,1%



Principales comparables 2024e

	EUR Mn	TV Technologies			TV Platform			AGIL
		Brightcove	Kudelski	Average	Netgem	Kaltura	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BCOV-US	KUD-CH		ALNTG-FR	KLTR-US		AGIL-ES
	País	USA	Switzerland		France	USA		Spain
	Market cap	89,4	79,2		32,7	160,7		102,1
	Enterprise value (EV)	87,6	340,3		27,1	143,2		126,1
Información financiera básica	Total Ingresos	180,9	640,8		35,7	161,5		104,5
	Cto.Total Ingresos	-2,2%	-6,3%	-4,2%	0,2%	0,2%	0,2%	1,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	6,1%	6,1%	n.a.	3,3%	3,3%	3,5%
	EBITDA	13,8	32,7		8,7	0,7		7,3
	Cto. EBITDA	412,6%	99,1%	255,9%	-5,3%	102,4%	48,6%	5,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	33,3%	33,3%	n.a.	n.a.	n.a.	10,1%
	EBITDA/Ingresos	7,6%	5,1%	6,4%	24,4%	0,4%	12,4%	7,0%
	EBIT	(2,0)	6,6		3,1	(2,8)		4,3
	Cto. EBIT	89,7%	157,5%	123,6%	167,9%	91,3%	129,6%	38,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	67,4%	67,4%	-20,2%
	EBIT/Ingresos	n.a.	1,0%	1,0%	8,7%	n.a.	8,7%	4,1%
	Beneficio Neto	(3,2)	(5,4)		2,8	(37,9)		0,5
	Cto. Beneficio Neto	84,6%	79,9%	82,2%	410,2%	11,1%	210,6%	n.a.
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,2%	5,2%	-69,6%
	CAPEX/Ventas	n.a.	1,1%	1,1%	11,1%	1,3%	6,2%	1,3%
Free Cash Flow	n.a.	18,5		3,2	(1,2)		1,2	
Deuda financiera Neta	n.a.	231,2		(5,0)	(26,4)		18,7	
DN/EBITDA (x)	n.a.	7,1	7,1	n.a.	n.a.	n.a.	2,6	
Pay-out	n.a.	0,0%	0,0%	60,6%	0,0%	30,3%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	11,7	n.a.	11,7	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	0,3	0,3	1,2	11,6	6,4	2,3
	EV/Ingresos (x)	0,5	0,5	0,5	0,8	0,9	0,8	1,2
	EV/EBITDA (x)	6,4	10,4	8,4	3,1	n.a.	3,1	17,3
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	8,7	n.a.	8,7	29,3
	ROE	n.a.	n.a.	n.a.	10,2	n.a.	10,2	1,2
	FCF Yield (%)	n.a.	23,3	23,3	9,8	n.a.	9,8	1,1
	DPA	n.a.	0,00	0,00	0,05	0,00	0,03	0,00
	Dvd Yield	n.a.	0,0%	0,0%	5,3%	0,0%	2,7%	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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos				10,8	7,9	8,8	11,0	20,4	55,2	101,5	102,6	104,5	106,4	111,8	n.a.	2,9%
Cto. Total ingresos				n.a.	-27,4%	12,1%	24,5%	86,0%	170,3%	83,9%	1,0%	1,9%	1,9%	5,1%		
EBITDA				(1,2)	(0,7)	(1,3)	0,0	(1,8)	(1,2)	4,8	6,9	7,3	7,9	8,8	n.a.	8,3%
Cto. EBITDA				n.a.	39,9%	-69,5%	102,1%	n.a.	32,2%	506,3%	43,8%	5,0%	8,0%	12,1%		
EBITDA/Ingresos				n.a.	n.a.	n.a.	0,2%	n.a.	n.a.	4,8%	6,8%	7,0%	7,4%	7,9%		
Beneficio neto				(5,2)	0,0	(1,3)	0,1	(2,8)	(5,8)	(2,0)	0,0	0,5	(0,2)	(0,5)	n.a.	n.a.
Cto. Beneficio neto				n.a.	101,0%	n.a.	109,3%	n.a.	-102,5%	64,9%	101,1%	n.a.	-138,5%	-127,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				-	-	12,2	13,5	18,0	20,9	23,1	23,2	23,2	23,2	23,2		
BPA (EUR)				n.a.	n.a.	-0,11	0,01	-0,16	-0,28	-0,09	0,00	0,02	-0,01	-0,02	n.a.	n.a.
Cto. BPA				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-74,7%	68,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)				n.a.	n.a.	-0,11	0,03	-0,08	-0,16	-0,10	-0,02	0,02	-0,01	-0,02	n.a.	-7,9%
Cto. BPA ord.				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35,5%	84,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
CAPEX				(2,1)	(1,9)	(2,2)	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,7)		
CAPEX/Vtas % ¹				19,7%	24,3%	25,2%	24,2%	25,2%	15,8%	4,9%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%		
Free Cash Flow				(3,9)	(2,7)	(3,1)	(4,3)	(32,9)	(42,7)	5,0	0,5	1,2	2,5	3,6	n.a.	97,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	n.a.	21,9x	n.a.	n.a.	4,2x	2,9x	2,6x	2,1x	1,4x		
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.	n.a.	2,42x	1,72x	0,82x	0,86x	0,89x	1,71x	1,21x	1,18x	1,13x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,8x	25,2x	17,3x	16,0x	14,3x		
Comport. Absoluto				-5,3%	-14,7%	3,4%	189,3%	95,8%	-11,8%	-38,6%	-24,3%	33,3%				
Comport. Relativo vs Ibx 35				-3,4%	-20,6%	21,7%	158,7%	131,6%	-18,3%	-35,0%	-38,3%	18,9%				

- (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).

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 2023 de c. 18.200 vehículos, ALQ cuenta con una posición de referencia en el sector (con 24 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)	50,0	54,3
EV (Mn EUR y USD)	252,2	274,3
Número de Acciones (Mn)	5,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,50 / 9,27 / 7,48	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	4,9	
Factset / Bloomberg	ALQ-ES / ALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

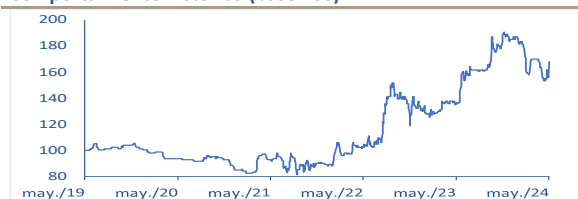
Miguel Ángel Acebes Acebes	39,7
Marianela Acebes Moreno	17,5
Miguel Acebes Moreno	17,4
Free Float	25,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,4	5,4	5,4	5,4
Total Ingresos	126,1	145,7	176,6	197,3
EBITDA Rec.	72,8	85,2	103,5	117,1
% Var.	28,0	17,1	21,5	13,1
% EBITDA Rec./Ing.	57,7	58,5	58,6	59,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	9,2	12,6	9,7	8,4
Beneficio neto	7,8	9,7	14,4	18,4
BPA (EUR)	1,44	1,80	2,66	3,41
% Var.	-6,5	24,9	47,9	28,2
BPA ord. (EUR)	1,60	1,80	2,66	3,41
% Var.	0,0	12,4	47,9	28,2
Free Cash Flow Rec.	-25,6	-17,4	3,2	13,1
Pay-out (%)	20,1	20,0	20,0	20,0
DPA (EUR)	0,29	0,36	0,53	0,68
Deuda financiera neta	191,3	210,2	209,0	198,7
DN / EBITDA Rec.(x)	2,6	2,5	2,0	1,7
ROE (%)	19,5	21,0	25,4	26,1
ROCE (%)	6,5	6,8	7,9	8,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	6,4	5,1	3,5	2,7
PER Ordinario	5,8	5,1	3,5	2,7
P/BV	1,2	1,0	0,8	0,6
Dividend Yield (%)	3,1	3,9	5,8	7,4
EV/Ventas	2,00	1,73	1,43	1,28
EV/EBITDA Rec.	3,5	3,0	2,4	2,2
EV/EBIT	13,1	10,8	8,7	7,7
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	6,4	26,3

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	3,9	3,9	23,7	68,0

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

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

El renting flexible continúa imparabile en 2023 con un crecimiento del 28,3% vs 2022. Es el “core” del negocio y supone c. 85% de los ingresos totales. Y es la línea más rentable, que ha permitido trasladar el crecimiento en ingresos totales (+25,7%) al EBITDA rec. (+28%; Mg. EBITDA 2023 57,7%). No obstante, los gastos financieros presionaron el Beneficio Neto en 2023 (EUR 7,8Mn; -8,6% vs 2022).

Pese a las dificultades en la cadena de suministro para la entrega de vehículos, no vemos señales de agotamiento en el crecimiento (var. Flota Neta 2023: +2.150). La propia inercia del crecimiento de la flota en años anteriores ha llevado a ALQ a cerrar 2023 con una flota de c. 18.200 vehículos (vs c. 16.000 en 2022) y una ocupación del 90% (vs 91% en 2022). Estimamos una flota >20.000 vehículos para 2024e

Esperamos un 2024 continuista (en el mejor sentido el término). La apertura de una nueva delegación en Alicante en marzo de 2024 evidencia la necesidad de aumentar la capacidad para satisfacer la demanda creciente. Por lo que nuestras estimaciones para 2024e tienen un doble enfoque: i) crecimiento en ingresos a doble dígito (+15,6%) y ii) mejora de márgenes (Mg. EBITDA 58,5% vs 57,7% 2023).

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

Negocio de nicho en una industria creciente. La flota de ALQ (+13,5%) crece por encima de la flota del sector (+5,8%) en 2023. El parque de vehículos de renting en España alcanza el 2,9% (vs 2,5% en 2022) del total (vs 4%-5% en UK o Francia).

Red de establecimientos “asentada” en España. ALQ cuenta con una red capilar de 24 delegaciones abiertas en España (vs 29 de Northgate; su principal competidor). Lo que le permite estar cerca del cliente, flexibilizando su oferta y anticipando nuevas oportunidades para expandir el negocio.

Las altas tasas de crecimiento deberían permitir duplicar Beneficio Neto “ya” en 2025e. En 2026e deberíamos tener una compañía con ventas de c. EUR 200Mn (+16,1% TACC 2023-2026e), con capacidad de mejorar márgenes (EBITDA rec. +17,2% TACC 2023-2026e). Un fuerte crecimiento que nos lleva a mantener la expectativa de doblar Beneficio Neto ya en 2025e (EUR 14,4Mn vs EUR 7,8Mn 2023).

La llave para la generación de caja positiva está en la venta de vehículos de ocasión. Nuestras hipótesis recogen la venta de c.70% de los vehículos adquiridos -4y (ya amortizados, pero con valor residual). En 2021, se adquirieron c. 4.500 vehículos (+64% vs 2020), por lo que en 2025e deberíamos ver una entrada significativa de caja que, por primera vez, acercaría el FCF a break-even.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Negocio intensivo en CAPEX. La fase de crecimiento en ingresos del negocio se apoya en la continuidad del crecimiento de su flota. Estimamos un CAPEX anual de c. EUR 110Mn +3y, que mantendrá presionada la generación de caja hasta, al menos, 2024e. Incrementando la deuda (Deuda Neta 2024e: EUR 210Mn; >80% s/EV).

Alto nivel de endeudamiento y tipos elevados. Es claro que la consecuencia lógica de un negocio intensivo en capital (CAPEX Anual: c.EUR 110Mn) es un alto nivel de Deuda (DN/EBITDA 2024e: 2,5x). Hoy especialmente afectado por el entorno actual de tipos de interés, que presionará la generación de Beneficio Neto.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Indicadores atractivos. El comportamiento de la acción (-10,2% YTD) deja a ALQ cotizando a PER 24e 5,1x (vs 8,1x de Northgate). Aunque lo más interesante es que, si ponemos la vista en 2026e, estimamos PER 26e 2,7x y 7,7x EV/EBIT 26e. Múltiplos objetivamente muy bajos que no reflejarían las perspectivas de alto crecimiento de ALQ ni el efecto de una posible bajada de tipos sobre el Beneficio Neto.



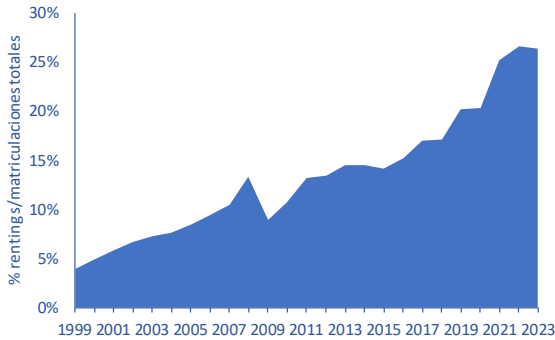
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado material	93,0	107,2	142,4	187,8	227,9	253,0	261,0	264,1		
Otros activos no corrientes	1,5	2,1	1,9	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2		
Inmovilizado financiero	0,3	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	14,5	14,0	17,6	17,6	23,9	27,3	32,5	36,1		
Total activo	109,4	124,1	163,0	208,4	255,0	283,4	296,7	303,4		
Patrimonio neto	23,0	25,3	29,3	37,5	42,3	50,5	62,9	78,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	4,9	6,3	7,4	9,1	11,7	11,7	11,7	11,7		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	78,0	89,4	121,1	155,5	191,3	210,2	209,0	198,7		
Pasivo circulante	3,5	3,1	5,3	6,4	9,8	11,1	13,1	14,5		
Total pasivo	109,4	124,1	163,0	208,4	255,0	283,4	296,7	303,4		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	50,9	58,9	76,1	100,4	126,1	145,7	176,6	197,3	25,5%	16,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	22,9%	15,8%	29,1%	31,9%	25,7%	15,6%	21,2%	11,7%		
Coste de ventas	(4,8)	(5,2)	(6,6)	(8,7)	(9,6)	(10,2)	(15,7)	(16,2)		
Margen Bruto	46,0	53,7	69,5	91,7	116,6	135,5	160,8	181,1	26,1%	15,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	90,5%	91,1%	91,4%	91,4%	92,4%	93,0%	91,1%	91,8%		
Gastos de personal	(4,1)	(4,7)	(5,5)	(6,8)	(8,3)	(9,5)	(10,8)	(12,0)		
Otros costes de explotación	(14,5)	(17,0)	(23,3)	(28,0)	(35,5)	(40,8)	(46,5)	(52,0)		
EBITDA recurrente	27,4	32,0	40,7	56,9	72,8	85,2	103,5	117,1	27,6%	17,2%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	23,8%	16,7%	27,2%	39,7%	28,0%	17,1%	21,5%	13,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	53,9%	54,3%	53,5%	56,7%	57,7%	58,5%	58,6%	59,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,0	(0,2)	(0,4)	(1,2)	-	-	-		
EBITDA	27,4	32,0	40,6	56,4	71,6	85,2	103,5	117,1	27,1%	17,8%
Depreciación y provisiones	(21,4)	(26,1)	(31,3)	(40,7)	(52,3)	(62,0)	(74,5)	(84,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	6,1	5,9	9,2	15,7	19,3	23,3	29,1	33,0	33,5%	19,5%
<i>Cto.EBIT</i>	12,2%	-3,0%	56,6%	70,5%	22,7%	20,6%	24,9%	13,4%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	11,9%	10,0%	12,1%	15,7%	15,3%	16,0%	16,5%	16,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,4)	(2,6)	(3,1)	(4,5)	(8,9)	(10,3)	(9,9)	(8,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	3,7	3,3	6,1	11,2	10,4	13,0	19,2	24,6	29,8%	33,1%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	10,6%	-11,2%	87,2%	83,3%	-6,9%	24,4%	47,9%	28,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	3,7	3,3	6,1	11,2	10,4	13,0	19,2	24,6	29,8%	33,1%
Impuestos	(0,9)	(0,8)	(1,4)	(2,7)	(2,6)	(3,2)	(4,8)	(6,1)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	25,1%	25,0%	23,5%	23,9%	25,3%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	2,7	2,4	4,7	8,5	7,8	9,7	14,4	18,4	29,7%	33,3%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	10,6%	-11,0%	91,0%	82,3%	-8,6%	24,9%	47,9%	28,2%		
Beneficio ordinario neto	2,8	2,4	4,8	8,9	8,7	9,7	14,4	18,4	33,2%	28,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	10,2%	-11,5%	97,0%	84,5%	-2,3%	12,4%	47,9%	28,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						85,2	103,5	117,1	27,6%	17,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,0)	(3,2)	(2,2)		
Cash Flow operativo recurrente						83,2	100,3	114,9	28,5%	18,0%
CAPEX						(104,6)	(111,0)	(117,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(10,3)	(9,9)	(8,4)		
Impuestos						(3,2)	(4,8)	(6,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						17,6	28,5	30,4		
Free Cash Flow Recurrente						(17,4)	3,2	13,1	-8,4%	36,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(17,4)	3,2	13,1	-9,6%	35,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,6)	(1,9)	(2,9)		
Variación de Deuda financiera neta						18,9	(1,2)	(10,3)		



La compañía en 8 gráficos

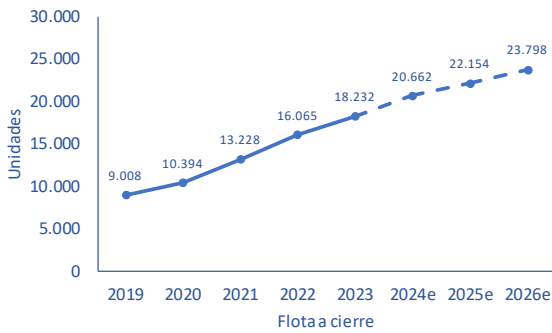
Renting de vehículos: Un sector en crecimiento en España...



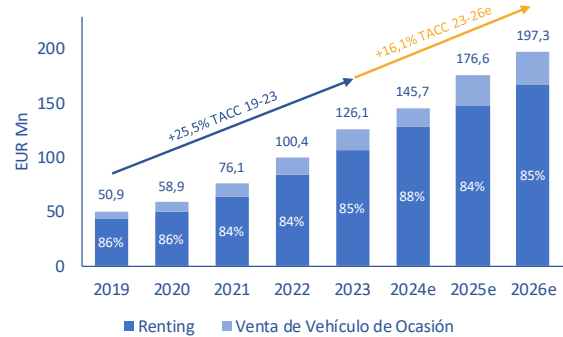
...donde ALQ cuenta con elevada presencia (24 delegaciones)



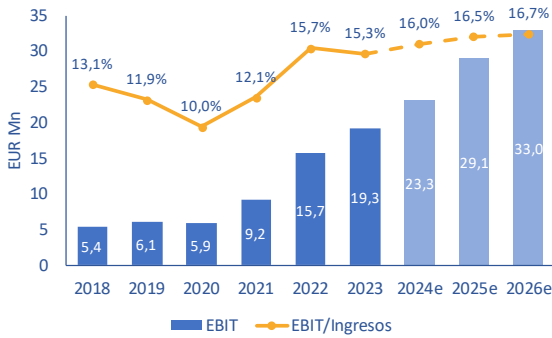
Con una flota de vehículos en continuo crecimiento (+9,3% TACC 23-26e)...



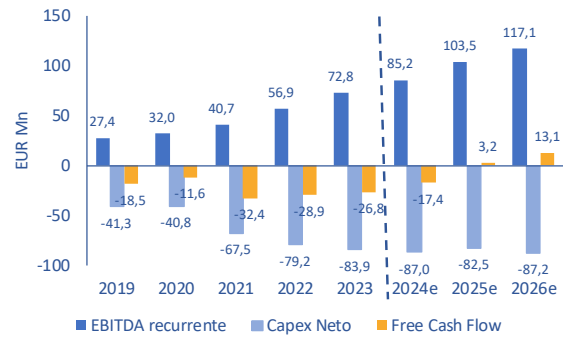
...que permitirá seguir creciendo en ingresos (+16,1% TACC 23-26e)



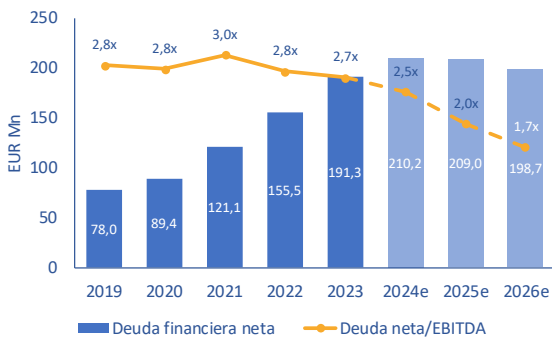
Manteniendo un Mg. EBIT de c. 17%



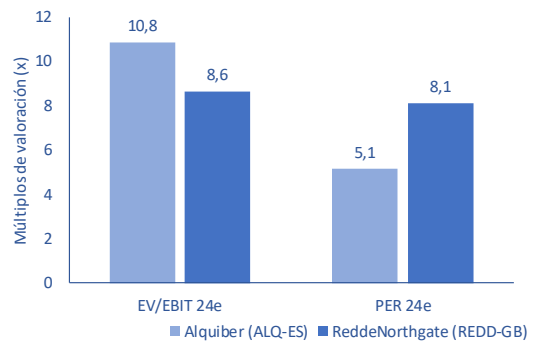
FCF: Un negocio (todavía) exigente en términos de CAPEX



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



Cotizando a un PER 24e 5,1x (vs 8,1x 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	3,9	3,9	23,7	-10,2	81,2	68,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-2,4	-9,3	0,6	-19,9	46,4	37,6
vs Euro STOXX 50	0,9	-2,2	5,6	-19,8	43,3	13,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-4,8	-9,1	8,0	-19,3	77,2	28,9
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-1,5	-3,8	17,7	-16,7	95,9	39,0
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,0	-3,2	20,1	-15,0	122,3	40,1
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	0,1	-2,5	3,3	-19,7	47,3	3,4

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



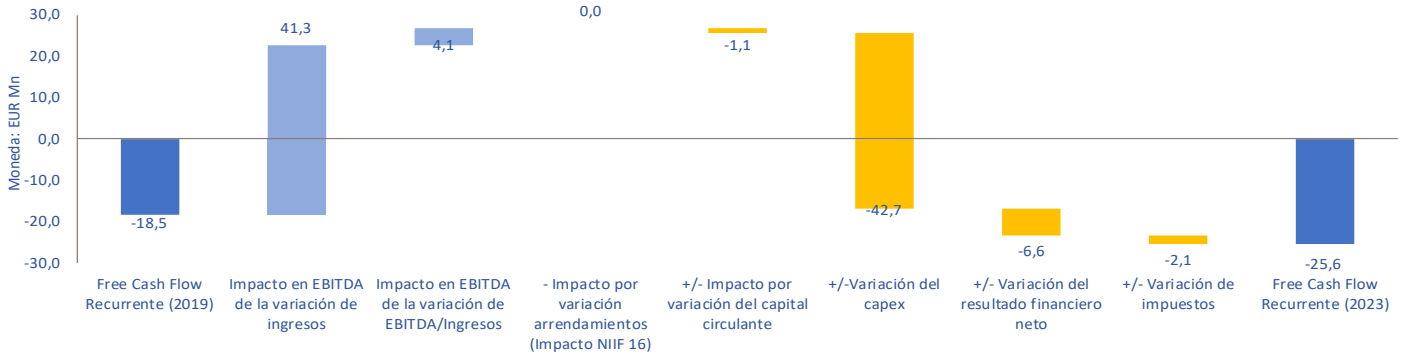
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	32,0	40,7	56,9	72,8	85,2	103,5	117,1	31,5%	17,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	16,7%	27,2%	39,7%	28,0%	17,1%	21,5%	13,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	54,3%	53,5%	56,7%	57,7%	58,5%	58,6%	59,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	(1,4)	1,1	(2,9)	(2,0)	(3,2)	(2,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	32,1	39,3	57,9	69,9	83,2	100,3	114,9	29,6%	18,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	25,1%	22,4%	47,5%	20,6%	19,0%	20,6%	14,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	54,5%	51,6%	57,7%	55,4%	57,1%	56,8%	58,2%		
- CAPEX	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(104,6)	(111,0)	(117,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,6)	(3,1)	(4,5)	(9,0)	(10,3)	(9,9)	(8,4)		
- Impuestos	(0,4)	(1,0)	(2,7)	(2,6)	(3,2)	(4,8)	(6,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	5,7	7,2	16,5	19,0	17,6	28,5	30,4		
= Free Cash Flow recurrente	(11,6)	(32,3)	(28,4)	(25,6)	(17,4)	3,2	13,1	-30,0%	36,0%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	37,1%	-177,1%	11,9%	9,9%	32,2%	118,3%	313,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	6,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(0,2)	(0,4)	(1,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(11,6)	(32,4)	(28,9)	(26,8)	(17,4)	3,2	13,1	-32,0%	35,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	37,2%	-178,8%	11,0%	7,3%	35,1%	118,3%	313,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,4%	26,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,4%	26,3%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(18,5)	(11,6)	(32,3)	(28,4)	(25,6)	(17,4)	3,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	4,3	9,3	13,0	14,6	11,3	18,0	12,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	(0,6)	3,2	1,3	1,1	0,3	1,4		
= Variación EBITDA recurrente	4,6	8,7	16,2	15,9	12,4	18,3	13,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,8	(1,5)	2,5	(4,0)	0,8	(1,2)	1,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	6,4	7,2	18,7	12,0	13,3	17,1	14,6		
+/- Variación del CAPEX	0,5	(26,7)	(11,7)	(4,7)	(3,1)	4,5	(4,8)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	(0,5)	(1,4)	(4,4)	(1,4)	0,4	1,5		
+/- Variación de impuestos	0,2	(0,6)	(1,7)	0,0	(0,6)	(1,6)	(1,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	6,9	(20,6)	3,8	2,8	8,2	20,5	10,0		
Free Cash Flow Recurrente	(11,6)	(32,3)	(28,4)	(25,6)	(17,4)	3,2	13,1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	5,9	9,2	15,7	19,3	23,3	29,1	33,0	48,5%	19,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	25,0%	23,5%	23,9%	25,3%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(2,2)	(3,8)	(4,9)	(5,8)	(7,3)	(8,2)		
EBITDA recurrente	32,0	40,7	56,9	72,8	85,2	103,5	117,1	31,5%	17,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	(1,4)	1,1	(2,9)	(2,0)	(3,2)	(2,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	32,1	39,3	57,9	69,9	83,2	100,3	114,9	29,6%	18,0%
- CAPEX	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(104,6)	(111,0)	(117,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(2,2)	(3,8)	(4,9)	(5,8)	(7,3)	(8,2)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	5,7	7,2	16,5	19,0	17,6	28,5	30,4		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(10,1)	(30,4)	(25,0)	(18,9)	(9,6)	10,6	19,4	-23,0%	44,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	40,7%	-199,2%	17,7%	24,4%	49,0%	209,9%	83,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,0%	9,8%		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(10,1)	(30,4)	(25,0)	(18,9)	(9,6)	10,6	19,4	-23,0%	44,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	40,7%	-199,2%	17,7%	24,4%	49,0%	209,9%	83,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,2%	7,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,2%	7,7%		

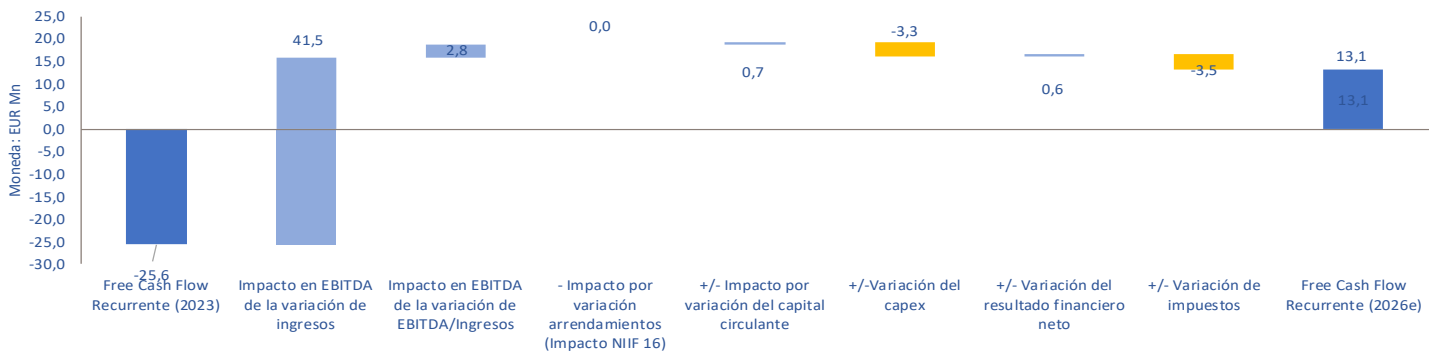


Analítica del Free Cash Flow (II)

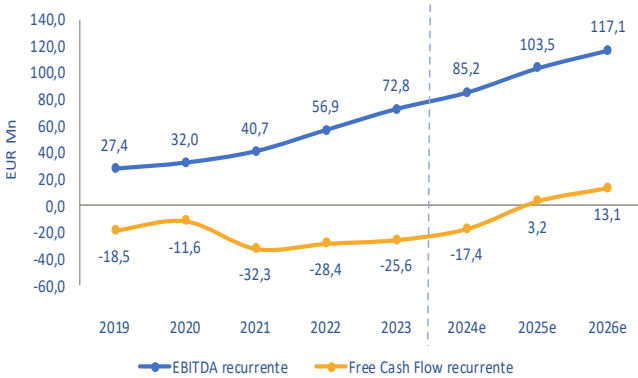
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



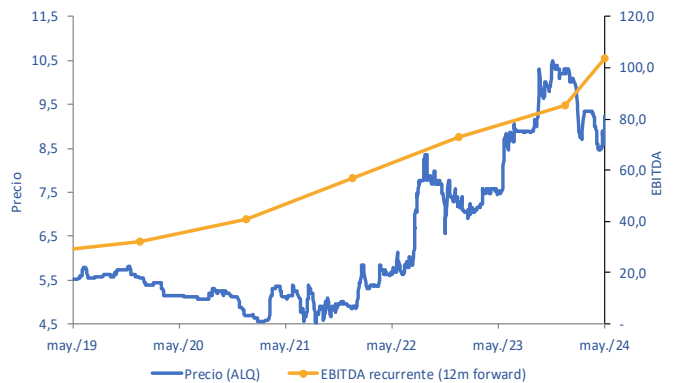
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(9,6)	10,6	19,4	623,6			
Market Cap	50,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	191,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
Coste de la deuda	5,3%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			4,8%	5,8%	
Coste de la deuda neta	4,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			3,8%	4,6%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			1,1	1,3	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	20,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			9,3%	11,7%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	79,3%	D			=	=	
WACC	5,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,0%	6,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	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	50,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	11,7	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	191,3	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,7	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	252,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	4,8%	3,9%	5,1%	6,7%	6,5%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	0,9%	3,1%			
FCF Yield - WACC	n.a.	20,7%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	61,5%	108,7	2,3x
Central	58,6%	103,5	2,4x
Min	55,7%	98,4	2,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	56,6%	62,9%		69,2%	Max	Central
108,7	19,4	8,3	(2,8)	Max	38,9%	16,6%	n.a.
103,5	14,3	3,2	(7,9)	Central	28,6%	6,4%	n.a.
98,4	9,2	(1,9)	(13,1)	Min	18,4%	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	28,6%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	42,9%	33,3%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	28,6%	33,3%	33,3%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	14,3%	16,7%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	35,1%	33,5%	36,1%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,7%	1,8%	1,3%



Principales comparables 2024e

Alquiler de vehículos

		ALD						
		Automotive			Redde			
EUR Mn		Avis Budget	Hertz	Sixt	Ltd.	Northgate PLC	Average	ALQ
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	3.877,7	1.554,9	3.414,3	5.861,7	1.140,8		50,0
	Enterprise value (EV)	28.611,1	17.091,8	6.946,9	51.278,3	2.008,2		252,2
Información financiera básica	Total Ingresos	11.186,6	8.869,7	3.929,0	24.380,4	2.045,6		145,7
	Cto.Total Ingresos	1,3%	2,9%	8,5%	30,8%	2,8%	9,3%	15,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,7%	1,7%	8,2%	2,2%	n.a.	3,7%	16,4%
	EBITDA	1.049,2	(234,7)	1.367,3	1.318,6	507,2		85,2
	Cto. EBITDA	-80,3%	-107,6%	112,6%	-84,2%	1,5%	-31,6%	19,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	21,5%	n.a.	9,1%	18,1%	n.a.	16,2%	17,2%
	EBITDA/Ingresos	9,4%	n.a.	34,8%	5,4%	24,8%	18,6%	58,5%
	EBIT	996,5	102,7	546,9	1.158,5	232,6		23,3
	Cto. EBIT	-53,9%	-85,6%	18,8%	-46,1%	-3,9%	-34,1%	20,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,4%	n.a.	14,4%	21,6%	n.a.	15,8%	19,0%
	EBIT/Ingresos	8,9%	1,2%	13,9%	4,8%	11,4%	8,0%	16,0%
	Beneficio Neto	378,2	(417,7)	293,4	781,7	130,6		9,7
	Cto. Beneficio Neto	-74,8%	-173,8%	-12,4%	-12,5%	-12,6%	-57,2%	24,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,5%	46,5%	16,8%	24,7%	n.a.	22,6%	37,7%
	CAPEX/Ventas	3,0%	-4,1%	1,8%	1,1%	7,4%	1,8%	71,8%
Free Cash Flow	1.639,4	1.050,6	37,7	(640,2)	(2,0)		(17,4)	
Deuda financiera Neta	4.143,1	9.413,1	3.438,3	42.056,4	893,5		210,2	
DN/EBITDA (x)	3,9	n.a.	2,5	31,9	1,8	10,0	2,5	
Pay-out	0,0%	0,0%	58,3%	42,0%	51,3%	30,3%	20,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,0	n.a.	12,7	7,2	8,1	9,5	5,1
	P/BV (x)	n.a.	0,6	1,8	0,5	0,9	1,0	1,0
	EV/Ingresos (x)	2,6	1,9	1,8	2,1	1,0	1,9	1,7
	EV/EBITDA (x)	27,3	n.a.	5,1	38,9	4,0	18,8	3,0
	EV/EBIT (x)	28,7	n.a.	12,7	44,3	8,6	23,6	10,8
	ROE	n.a.	n.a.	14,1	7,2	10,8	10,7	21,0
	FCF Yield (%)	42,3	67,6	1,1	n.a.	n.a.	37,0	n.a.
	DPA	0,00	0,00	3,64	0,46	0,30	0,88	0,36
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	4,6%	6,4%	5,9%	3,4%	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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															17-23	23-26e
Total Ingresos			13,6	18,8	23,6	31,8	50,9	58,9	76,1	100,4	126,1	145,7	176,6	197,3	32,2%	16,1%
Cto. Total ingresos			n.a.	38,3%	25,3%	34,9%	59,8%	15,8%	29,1%	31,9%	25,7%	15,6%	21,2%	11,7%		
EBITDA			7,5	10,4	13,2	17,1	27,4	32,0	40,6	56,4	71,6	85,2	103,5	117,1	32,5%	17,8%
Cto. EBITDA			n.a.	39,8%	26,6%	29,8%	60,0%	16,8%	26,6%	39,1%	26,9%	19,0%	21,5%	13,1%		
EBITDA/Ingresos			54,9%	55,4%	56,0%	53,9%	53,9%	54,4%	53,3%	56,2%	56,8%	58,5%	58,6%	59,3%		
Beneficio neto			0,8	1,5	2,3	2,4	2,7	2,4	4,7	8,5	7,8	9,7	14,4	18,4	22,4%	33,3%
Cto. Beneficio neto			n.a.	91,6%	49,6%	3,0%	15,5%	-11,0%	91,0%	82,3%	-8,6%	24,9%	47,9%	28,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			-	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4		
BPA (EUR)			n.a.	0,28	0,42	0,43	0,49	0,44	0,84	1,54	1,44	1,80	2,66	3,41	23,0%	33,3%
Cto. BPA			n.a.	n.a.	49,6%	3,0%	15,6%	-11,0%	91,7%	82,6%	-6,5%	24,9%	47,9%	28,2%		
BPA ord. (EUR)			n.a.	0,39	0,42	0,43	0,50	0,44	0,87	1,60	1,60	1,80	2,66	3,41	25,2%	28,7%
Cto. BPA ord.			n.a.	n.a.	6,7%	3,4%	15,0%	-11,5%	97,7%	84,8%	0,0%	12,4%	47,9%	28,2%		
CAPEX			-	(18,4)	(20,5)	(31,6)	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(104,6)	(111,0)	(117,7)		
CAPEX/Vtas % ¹			0,0%	97,5%	86,9%	99,2%	91,2%	78,9%	98,1%	95,3%	81,6%	71,8%	62,9%	59,7%		
Free Cash Flow			-	(10,2)	(11,0)	(13,9)	(18,5)	(11,6)	(32,4)	(28,9)	(26,8)	(17,4)	3,2	13,1	-15,9%	35,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾			2,6x	2,7x	2,9x	3,0x	2,8x	2,8x	3,0x	2,8x	2,7x	2,5x	2,0x	1,7x		
PER (x)			n.a.	n.a.	n.a.	12,6x	11,3x	10,6x	5,8x	4,7x	7,1x	5,1x	3,5x	2,7x		
EV/Vtas (x)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,87x	1,96x	1,61x	1,55x	1,63x	1,73x	1,43x	1,28x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,5x	3,6x	3,0x	2,8x	2,9x	3,0x	2,4x	2,2x		
Comport. Absoluto			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%	-16,2%	3,9%	50,0%	41,4%	-10,2%				
Comport. Relativo vs Ibx 35			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-7,8%	-0,9%	-3,8%	58,8%	15,2%	-19,9%				

- (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).

Amper (AMP) es un grupo español diversificado a través de tres negocios: (i) energía y sostenibilidad (ingeniería de plataformas eólicas offshore, EPC fotovoltaico...; 78% s/Vtas 2023), (ii) defensa y seguridad (16% s/Vtas 2023) y (iii) telecomunicaciones (redes de telecomunicaciones de alta capacidad y sistemas de comunicaciones críticas; 6% s/Vtas 2023). Su principal mercado es el español (c. 77% s/Vtas).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	170,3	185,2
EV (Mn EUR y USD)	284,6	309,5
Número de Acciones (Mn)	1.496,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,12 / 0,10 / 0,07	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,33	
Rotación ⁽¹⁾	49,6	
Factset / Bloomberg	AMP-ES / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

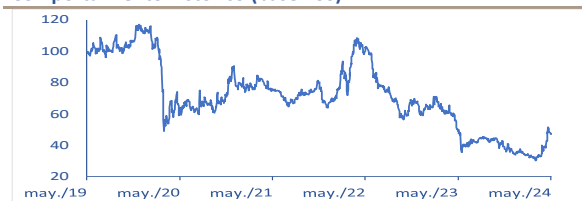
Zelena	9,2
Martinavarro Dealbert	5,3
Free Float	85,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.136,3	1.496,7	1.496,7	1.496,7
Total Ingresos	369,4	418,9	473,7	529,7
EBITDA Rec.	10,7	16,9	25,1	32,7
% Var.	256,9	57,2	48,7	30,4
% EBITDA Rec./Ing.	2,9	4,0	5,3	6,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	-1,5	2,3	6,2	9,8
BPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01
% Var.	n.a.	218,7	167,6	56,5
BPA ord. (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01
% Var.	n.a.	183,8	167,6	56,5
Free Cash Flow Rec.	-25,6	-10,0	-5,8	1,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	106,0	116,0	121,8	120,6
DN / EBITDA Rec.(x)	9,9	6,9	4,8	3,7
ROE (%)	n.a.	3,1	7,8	11,0
ROCE (%)	5,8	5,1	6,7	7,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	73,0	27,3	17,4
PER Ordinario	n.a.	73,0	27,3	17,4
P/BV	2,3	2,2	2,0	1,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,77	0,68	0,60	0,54
EV/EBITDA Rec.	26,5	16,8	11,3	8,7
EV/EBIT	27,4	22,1	15,6	12,6
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,7

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	23,7	41,2	-3,8	-52,8

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

2023: cartera de pedidos de EUR 386Mn (+26% vs 2022). Con un crec. en ingresos de doble dígito, hasta EUR 369,4Mn (+14,2% vs 2022). La línea de negocio de energía y sostenibilidad representó el 78% del mix de negocio. Con un EBITDA Rec. todavía presionado de EUR 10,7Mn (2,9% s/ventas: excl. capitalizaciones de EUR 14,3Mn).

Esperamos que el ritmo de crecimiento en ingresos se mantenga en 2024e, hasta EUR 418,9Mn (+13,4% vs 2022). Energía y sostenibilidad seguirá siendo el motor de crecimiento, gracias al posicionamiento de AMP en los mercados de eólica marina y en el sistema de almacenamiento eléctrico de baterías. La clave seguirá estando en la rentabilidad/margen y no en el volumen.

Situando el EBITDA Recurrente en EUR 16,9Mn (4% s/ventas; +1p.p. vs 2023), gracias al impacto de las medidas de control de costes (ya vistas en 2023), apalancando de esta forma su estructura. Aunque la generación de caja seguirá estando muy presionada.

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

Exposición a sectores estratégicos. AMP cuenta con total exposición a sectores estratégico como: (i) defensa (donde el gasto por parte de los gobiernos se está incrementando de forma significativa por la situación internacional) y (ii) energía y sostenibilidad (con una posición relevante en la construcción e ingeniería de plataformas eólicas offshore). Lo que debería permitir seguir creciendo en cartera de pedidos e ingresos.

Crecimiento vía M&A (como muestra su plan estratégico). Dado el perfil de la compañía y de los sectores donde opera, no descartamos que tengan lugar nuevas operaciones de M&A en el corto/medio plazo. No reflejadas en nuestros números.

Toda la atención debe estar en los márgenes. Un menor impacto de la inflación en costes (elevado hasta ahora, por el carácter industrial de AMP y la incapacidad de trasladar el incremento de costes al precio de venta), un crecimiento en ingresos de doble dígito y la optimización de la estructura debería permitir mejorar en EBITDA Rec. hasta EUR 25,1Mn en 2025e (5,3% s/ventas; excluyendo capitalizaciones).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de apalancamiento financiero. AMP ha cerrado 2023 con una deuda neta de 106Mn, lo que supone un múltiplo de DN/FF.PP. de 1,4x (vs 2,2x en 2022; reducción provocada por la ampliación de capital) y un múltiplo DN/EBITDA Rec. de 9,9x. El nivel de deuda y la baja capacidad de generación de caja aparecen como la principal restricción a la inversión y, por tanto, al crecimiento.

Un apalancamiento operativo inferior al estimado, La capacidad de apalancar la estructura (junto a frenar la caída del margen bruto; -5p.p. desde 2019) es el principal "motor" del crecimiento en EBITDA. Un peor comportamiento en costes (mostrando un menor apalancamiento operativo del esperado) impactará de forma significativa en nuestras estimaciones (EBITDA Rec, FCF y DN).

Alta dependencia del mercado español. Las ventas procedentes de España supusieron el 77% (vs 80% en 2022). Por lo que una ralentización de la economía española podría afectar significativamente a AMP.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Cotizando a múltiplos exigentes. Tras la fuerte subida de la acción (AMP YTD: +36,1% absoluto, +21,4% vs Ibex 35, +20,0% vs sector), nuestras estimaciones para 2024e estarían cotizando a un múltiplo EV/EBITDA Rec. 16,8x (vs 10,3x de sus principales comparables).



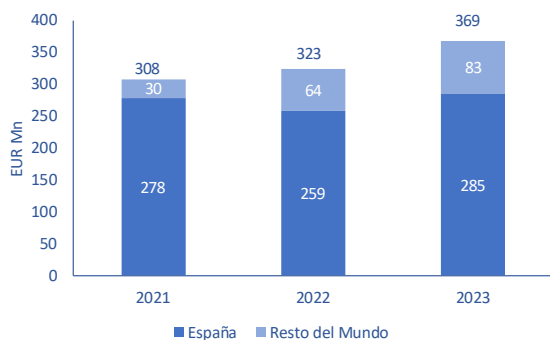
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	44,8	61,8	70,7	74,0	79,5	81,7	81,7	79,1		
Inmovilizado material	9,9	15,6	19,5	34,2	44,0	54,8	64,5	73,5		
Otros activos no corrientes	2,9	6,7	11,6	15,7	18,7	18,7	18,7	18,7		
Inmovilizado financiero	10,0	6,3	6,5	18,9	16,3	16,3	16,3	16,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	25,0	26,8	27,0	27,1	26,9	26,9	26,9	26,9		
Activo circulante	87,3	92,4	146,7	153,7	163,7	183,6	206,4	229,6		
Total activo	179,9	209,6	282,1	323,5	349,1	382,0	414,4	444,1		
Patrimonio neto	57,8	55,0	63,8	50,0	75,1	77,4	83,6	93,4		
Minoritarios	2,2	2,7	3,7	3,2	2,0	2,2	2,6	3,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	31,0	29,6	28,5	27,1	17,6	17,6	17,6	17,6		
Otros pasivos no corrientes	4,3	8,6	9,5	10,3	13,7	13,7	13,7	13,7		
Deuda financiera neta	0,2	36,9	64,2	110,2	106,0	116,0	121,8	120,6		
Pasivo circulante	84,3	76,7	112,3	122,7	134,7	155,0	175,1	195,5		
Total pasivo	179,9	209,6	282,1	323,5	349,1	382,0	414,4	444,1		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	173,3	194,8	307,7	323,4	369,4	418,9	473,7	529,7	20,8%	12,8%
Cto. Total Ingresos	26,6%	12,4%	58,0%	5,1%	14,2%	13,4%	13,1%	11,8%		
Coste de ventas	(69,5)	(82,8)	(133,1)	(145,7)	(167,3)	(189,5)	(214,3)	(236,9)		
Margen Bruto	103,8	111,9	174,6	177,7	202,1	229,4	259,5	292,8	18,1%	13,2%
Margen Bruto / Ingresos	59,9%	57,5%	56,7%	55,0%	54,7%	54,8%	54,8%	55,3%		
Gastos de personal	(72,9)	(94,3)	(137,6)	(147,1)	(154,4)	(171,4)	(189,4)	(211,0)		
Otros costes de explotación	(15,0)	(19,1)	(27,0)	(37,4)	(36,9)	(41,2)	(44,9)	(49,0)		
EBITDA recurrente	15,9	(1,5)	9,9	(6,8)	10,7	16,9	25,1	32,7	-9,3%	45,0%
Cto. EBITDA recurrente	71,1%	-109,4%	768,4%	-168,9%	256,9%	57,2%	48,7%	30,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	9,2%	n.a.	3,2%	n.a.	2,9%	4,0%	5,3%	6,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	1,6	1,7	2,1	0,3	-	-	-		
EBITDA	15,9	0,1	11,6	(4,7)	11,1	16,9	25,1	32,7	-8,6%	43,6%
Depreciación y provisiones	(7,1)	(9,2)	(10,0)	(12,8)	(12,9)	(16,6)	(19,7)	(22,9)		
Gastos capitalizados	12,4	9,2	12,4	16,0	14,3	14,7	14,9	14,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
EBIT	20,2	(1,2)	12,5	(3,0)	10,4	12,9	18,3	22,7	-15,3%	29,7%
Cto. EBIT	56,9%	-106,2%	n.a.	-123,6%	451,3%	23,8%	41,8%	24,2%		
EBIT / Ingresos	11,7%	n.a.	4,1%	n.a.	2,8%	3,1%	3,9%	4,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	3,7	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,0)	(1,1)	(5,5)	(3,7)	(10,3)	(9,6)	(9,4)	(8,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,4	(0,0)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	19,6	1,3	7,0	(6,7)	0,1	3,3	8,9	13,9	-71,7%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario	50,7%	-93,2%	419,7%	-196,3%	101,9%	n.a.	167,6%	56,5%		
Extraordinarios	2,4	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	22,0	1,3	7,0	(6,7)	0,1	3,3	8,9	13,9	-72,5%	n.a.
Impuestos	(1,5)	(0,1)	1,9	2,2	2,0	(0,8)	(2,2)	(3,5)		
Tasa fiscal efectiva	6,7%	5,7%	n.a.	n.a.	n.a.	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	(1,1)	0,8	(0,7)	1,0	(1,9)	(0,1)	(0,4)	(0,6)		
Actividades discontinuadas	-	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(1,7)	-	-	-		
Beneficio neto	19,4	1,2	7,1	(4,7)	(1,5)	2,3	6,2	9,8	-20,0%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-52,2%	-93,6%	470,8%	-166,9%	68,4%	256,3%	167,6%	56,5%		
Beneficio ordinario neto	17,2	0,5	4,6	(7,8)	(2,1)	2,3	6,2	9,8	-20,7%	87,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	275,8%	-97,0%	786,4%	-271,9%	73,0%	210,3%	167,6%	56,5%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						16,9	25,1	32,7	-9,3%	45,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,0)	(2,0)	(2,0)		
Var. capital circulante						0,5	(2,7)	(2,8)		
Cash Flow operativo recurrente						15,4	20,3	27,9	50,4%	37,9%
CAPEX						(15,0)	(14,5)	(14,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(9,6)	(9,4)	(8,8)		
Impuestos						(0,8)	(2,2)	(3,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(10,0)	(5,8)	1,1	-62,3%	26,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(10,0)	(5,8)	1,1	-40,0%	26,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						10,0	5,8	(1,1)		

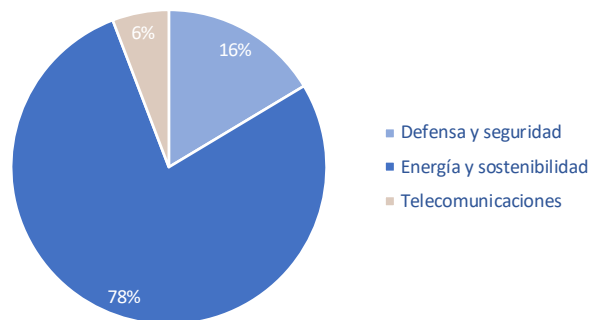


La compañía en 8 gráficos

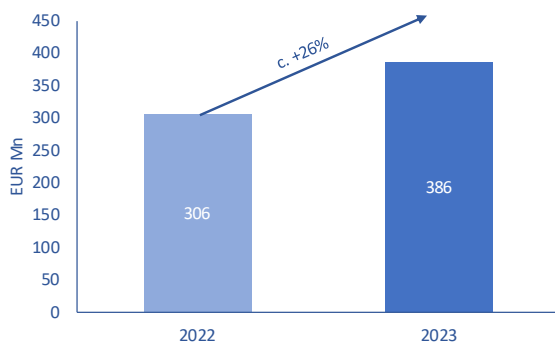
Un negocio esencialmente doméstico (c.77% s/Ingresos 2023), aunque aumentando su peso en el exterior



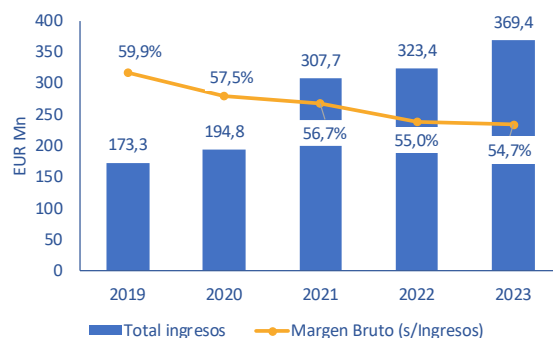
Diversificado en 3 negocios: la división de energía y sostenibilidad (dominante), con elevado componente industrial



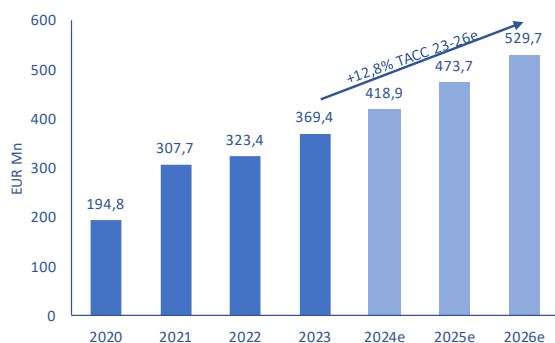
Cartera de pedidos a diciembre 2023 de EUR 386Mn (c. +26% vs 2022). Lo que eleva la visibilidad del crecimiento en ingresos



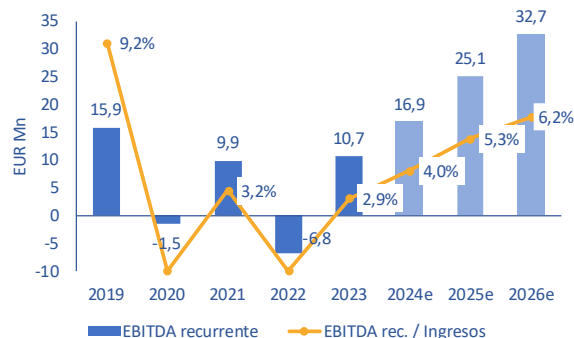
La intensa actividad M&A ejecutada le ha permitido dar un salto en tamaño significativo



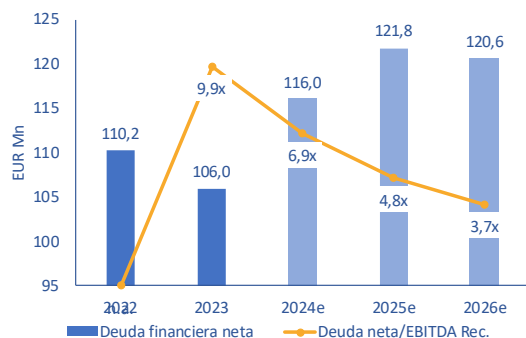
... que ha permitido establecer las bases para el crecimiento orgánico de los próximos años (ingresos: +12,8% TACC 23-26e)



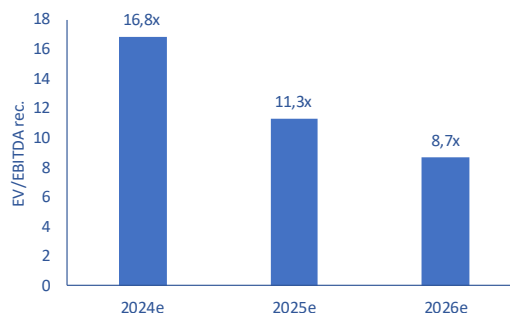
Desde niveles actuales, proyectamos una mejora progresiva del EBITDA Recurrente hasta el 6,2% en 2026e



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



Nuestras estimaciones cotizarían a 8,7x EV/EBITDA Rec. 26e



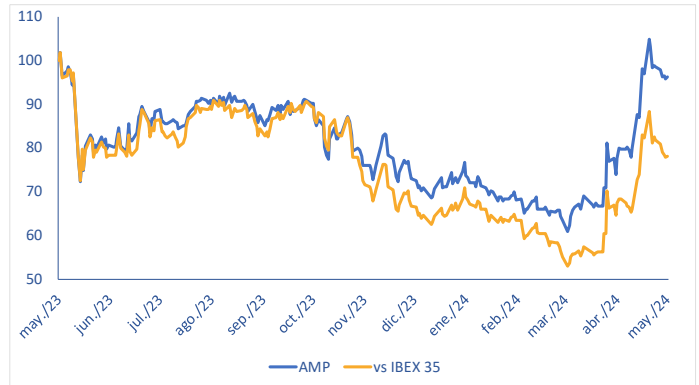


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



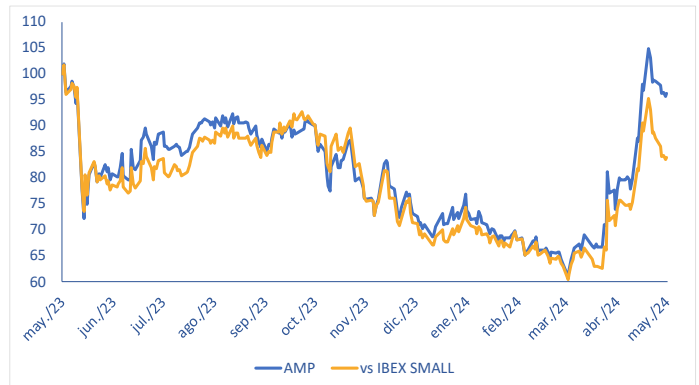
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



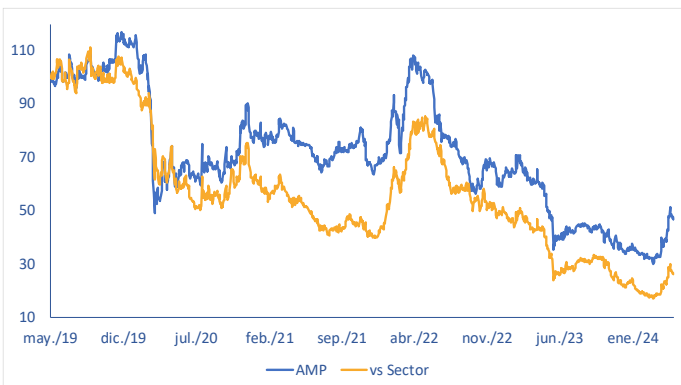
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



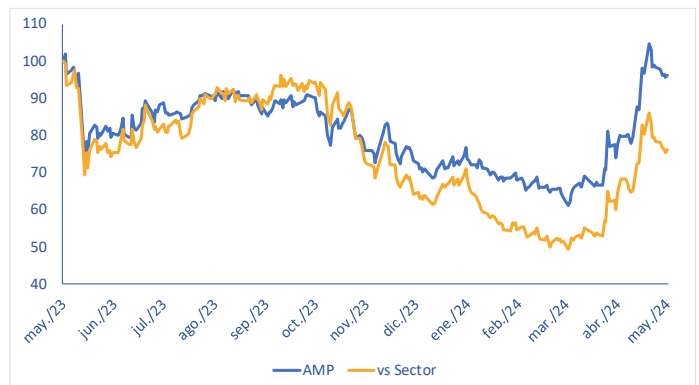
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	23,7	41,2	-3,8	36,1	-37,3	-52,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	16,1	23,2	-21,8	21,4	-49,4	-61,3
vs Euro STOXX 50	20,0	32,9	-17,9	21,5	-50,4	-68,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	13,2	23,5	-16,0	22,3	-38,7	-63,8
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	17,2	30,7	-8,4	26,3	-32,3	-60,9
vs MSCI Europe Micro Cap	16,6	31,5	-6,5	28,8	-23,1	-60,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	17,4	39,7	-23,8	20,0	-51,6	-73,6

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



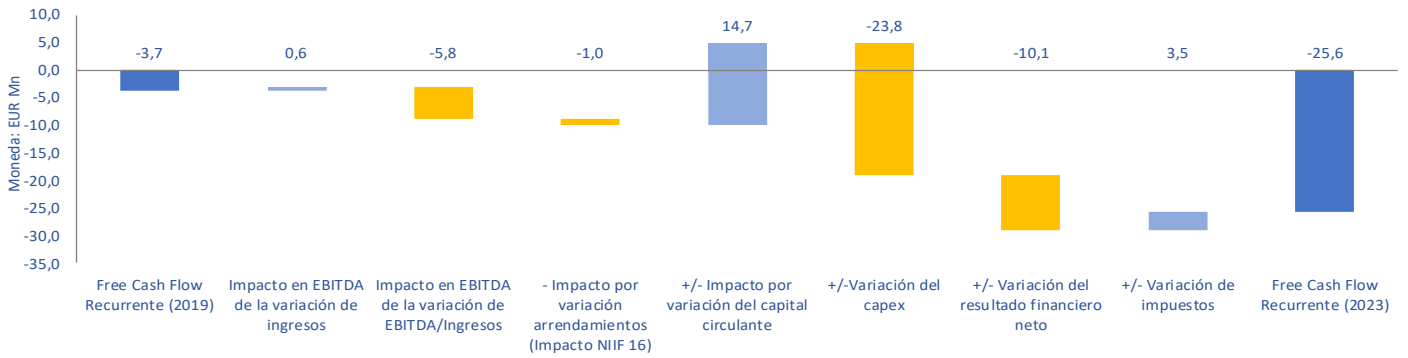
Análítica del Free Cash Flow (I)

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)									
EBITDA recurrente	(1,5)	9,9	(6,8)	10,7	16,9	25,1	32,7	n.a.	45,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-109,4%	768,4%	-168,9%	256,9%	57,2%	48,7%	30,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	3,2%	n.a.	2,9%	4,0%	5,3%	6,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
+/- Var. Capital circulante	(12,7)	(18,8)	3,4	2,0	0,5	(2,7)	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	(15,6)	(10,4)	(4,9)	10,7	15,4	20,3	27,9	39,0%	37,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-847,7%	33,5%	52,8%	317,8%	44,1%	32,5%	37,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,9%	3,7%	4,3%	5,3%		
- CAPEX	(12,5)	(9,3)	(13,0)	(27,2)	(15,0)	(14,5)	(14,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,1)	(5,5)	(3,7)	(11,1)	(9,6)	(9,4)	(8,8)		
- Impuestos	(0,1)	1,9	2,2	2,0	(0,8)	(2,2)	(3,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(29,2)	(23,3)	(19,5)	(25,6)	(10,0)	(5,8)	1,1	4,3%	26,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-692,7%	20,3%	16,3%	-31,4%	60,8%	42,6%	119,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	1,6	1,7	2,1	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(10,3)	(1,1)	(1,7)	0,9	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	1,1	(4,6)	(27,0)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(36,7)	(27,3)	(46,0)	(25,2)	(10,0)	(5,8)	1,1	11,8%	26,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-369,5%	25,6%	-68,4%	45,3%	60,1%	42,6%	119,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,7)	(29,2)	(23,3)	(19,5)	(25,6)	(10,0)	(5,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,0	(0,9)	0,5	(1,0)	1,4	2,2	3,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(19,3)	12,3	(17,3)	18,6	4,7	6,0	4,7		
= Variación EBITDA recurrente	(17,4)	11,4)	(16,8)	17,6)	6,1)	8,2)	7,6)		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,4)	(0,1)	0,1	(0,6)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,1	(6,1)	22,2	(1,4)	(1,5)	(3,2)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(17,7)	5,2)	5,5)	15,5)	4,7)	5,0)	7,6)		
+/- Variación del CAPEX	(9,2)	3,2	(3,7)	(14,1)	12,2	0,5	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(4,4)	1,7	(7,3)	1,5	0,2	0,6		
+/- Variación de impuestos	1,4	2,0	0,3	(0,2)	(2,8)	(1,4)	(1,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(25,5)	5,9)	3,8)	(6,1)	15,6)	4,3)	6,9)		
Free Cash Flow Recurrente	(29,2)	(23,3)	(19,5)	(25,6)	(10,0)	(5,8)	1,1)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,2)	12,5)	(3,0)	10,4)	12,9)	18,3)	22,7)	n.a.	29,7%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(3,2)	(4,6)	(5,7)		
EBITDA recurrente	(1,5)	9,9)	(6,8)	10,7)	16,9)	25,1)	32,7)	n.a.	45,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
+/- Var. Capital circulante	(12,7)	(18,8)	3,4	2,0	0,5	(2,7)	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	(15,6)	(10,4)	(4,9)	10,7)	15,4)	20,3)	27,9)	39,0%	37,9%
- CAPEX	(12,5)	(9,3)	(13,0)	(27,2)	(15,0)	(14,5)	(14,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(3,2)	(4,6)	(5,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(28,1)	(19,7)	(17,9)	(16,5)	(2,9)	1,3)	7,8)	16,2%	35,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-985,4%	29,8%	9,0%	7,9%	82,6%	144,6%	505,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	1,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(10,3)	(1,1)	(1,7)	0,9	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	1,1	(4,6)	(27,0)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(37,2)	(25,4)	(46,6)	(16,1)	(2,9)	1,3)	7,8)	24,4%	35,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-352,7%	31,7%	-83,3%	65,5%	82,2%	144,6%	505,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4%	2,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4%	2,7%		

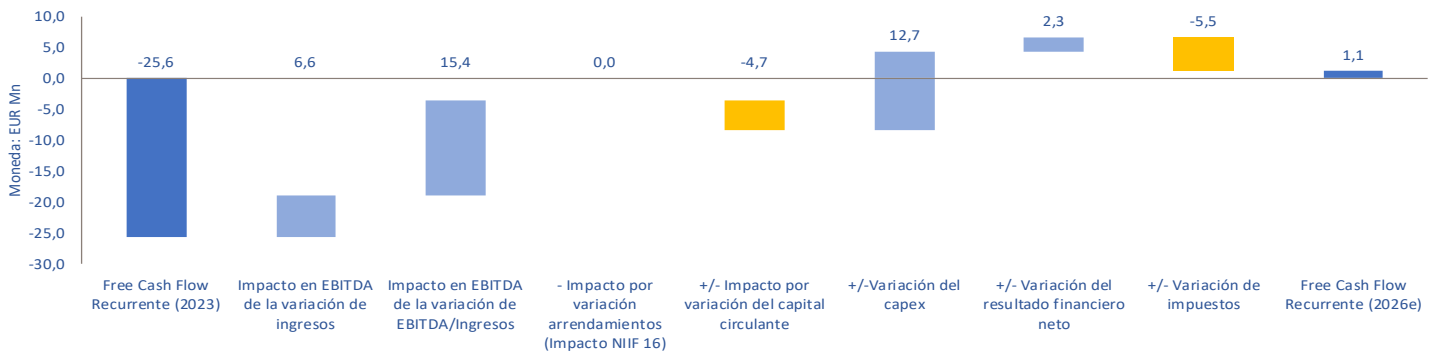


Analítica del Free Cash Flow (II)

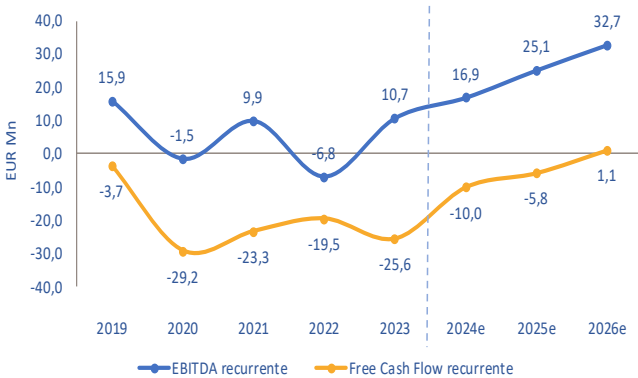
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



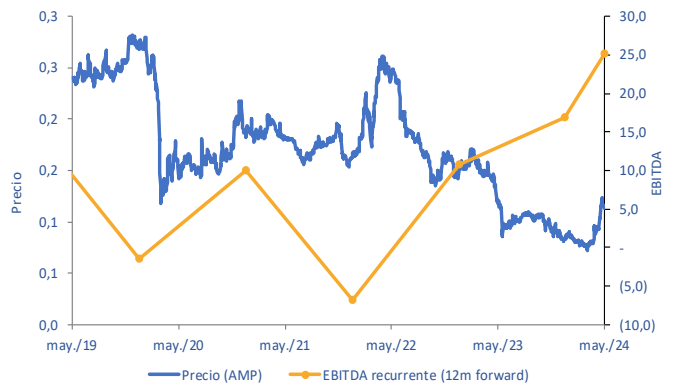
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,9)	1,3	7,8	146,8			
Market Cap	170,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	106,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	61,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	38,4%	D			=	=	
WACC	8,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,4%	9,0%	
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	170,3	
+ Minoritarios	2,0	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	17,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	106,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	11,4	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	284,6	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	36,8%	n.a.	9,2%	n.a.	5,8%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-2,3%	-0,2%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-7,5%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	5,8%	27,5	10,4x
Central	5,3%	25,1	11,3x
Min	4,8%	22,7	12,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	2,8%	3,1%	3,4%
27,5	(2,0)	(3,4)	(4,8)
25,1	(4,3)	(5,8)	(7,2)
22,7	(6,7)	(8,1)	(9,6)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	50,0%	40,0%	25,0%
% de consejeros dominicales	37,5%	40,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	10,0%	12,5%
% de otros consejeros	0,0%	10,0%	12,5%
% de mujeres en el consejo de administración	37,5%	30,0%	12,5%
% de mujeres en la plantilla	9,0%	9,5%	10,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,4%	0,4%	0,4%



Principales comparables 2024e

		Tecnología y comunicaciones				Industrial		
EUR Mn		Global	Allegion	ADVA Optical	Average	Bravida	Average	AMP
Dominion								
Datos Mercado	Ticker (Factset)	DOM-ES	ALLE-US	ADV-DE		BRAV-SE		AMP-ES
	País	Spain	Ireland	Germany		Sweden		Spain
	Market cap	507,9	10.003,9	1.033,6		1.444,1		170,3
	Enterprise value (EV)	648,7	11.634,0	1.006,0		1.750,7		284,6
Información financiera básica	Total Ingresos	1.255,7	3.439,0	570,0		2.519,6		418,9
	Cto.Total Ingresos	5,3%	2,4%	-7,1%	0,2%	-0,3%	-0,3%	13,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,9%	4,2%	n.a.	4,5%	3,4%	3,4%	12,4%
	EBITDA	155,5	832,1	72,0		194,5		16,9
	Cto. EBITDA	2,2%	7,0%	-12,0%	-0,9%	-2,5%	-2,5%	52,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,1%	6,4%	n.a.	5,8%	8,4%	8,4%	39,2%
	EBITDA/Ingresos	12,4%	24,2%	12,6%	16,4%	7,7%	7,7%	4,0%
	EBIT	90,4	782,5	2,1		140,0		12,9
	Cto. EBIT	5,2%	15,5%	-88,0%	-22,5%	-5,5%	-5,5%	23,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)	7,5%	7,6%	n.a.	7,5%	11,9%	11,9%	32,7%
	EBIT/Ingresos	7,2%	22,8%	0,4%	10,1%	5,6%	5,6%	3,1%
	Beneficio Neto	46,4	554,2	(0,3)		99,9		2,3
	Cto. Beneficio Neto	2,2%	11,5%	97,9%	37,2%	-5,2%	-5,2%	256,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	15,9%	9,2%	n.a.	12,6%	15,2%	15,2%	n.a.
	CAPEX/Ventas	9,2%	2,3%	10,0%	7,2%	0,4%	0,4%	3,6%
Free Cash Flow	26,7	536,6	34,6		131,9		(10,0)	
Deuda financiera Neta	99,7	1.257,8	(57,8)		156,3		116,0	
DN/EBITDA (x)	0,6	1,5	(0,8)	0,4	0,8	0,8	6,9	
Pay-out	33,9%	28,0%	0,0%	20,6%	63,0%	63,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,2	17,5	n.a.	14,3	14,5	14,5	73,0
	P/BV (x)	1,6	n.a.	2,8	2,2	1,9	1,9	2,2
	EV/Ingresos (x)	0,5	3,4	1,8	1,9	0,7	0,7	0,7
	EV/EBITDA (x)	4,2	14,0	14,0	10,7	9,0	9,0	16,8
	EV/EBIT (x)	7,2	14,9	n.a.	11,0	12,5	12,5	22,1
	ROE	14,0	n.a.	n.a.	14,0	13,4	13,4	3,1
	FCF Yield (%)	5,3	5,4	3,3	4,7	9,1	9,1	n.a.
	DPA	0,10	1,76	0,00	0,62	0,31	0,31	0,00
	Dvd Yield	3,0%	1,5%	0,0%	1,5%	4,4%	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).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos	263,6	149,5	129,6	28,3	70,2	136,9	173,3	194,8	307,7	323,4	369,4	418,9	473,7	529,7	3,4%	12,8%
Cto. Total Ingresos	-25,2%	-43,3%	-13,3%	-78,2%	148,2%	94,9%	26,6%	12,4%	58,0%	5,1%	14,2%	13,4%	13,1%	11,8%		
EBITDA	8,0	(5,5)	18,7	1,3	4,1	9,3	15,9	0,1	11,6	(4,7)	11,1	16,9	25,1	32,7	3,3%	43,6%
Cto. EBITDA	-14,5%	-169,3%	437,4%	-93,1%	216,0%	127,7%	71,1%	-99,1%	n.a.	-140,5%	335,5%	52,6%	48,7%	30,4%		
EBITDA/Ingresos	3,0%	n.a.	14,4%	4,6%	5,8%	6,8%	9,2%	0,1%	3,8%	n.a.	3,0%	4,0%	5,3%	6,2%		
Beneficio neto	(75,0)	(75,1)	90,0	(2,7)	1,1	40,7	19,4	1,2	7,1	(4,7)	(1,5)	2,3	6,2	9,8	32,4%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-205,2%	-0,1%	219,9%	-103,0%	141,4%	n.a.	-52,2%	-93,6%	470,8%	-166,9%	68,4%	256,3%	167,6%	56,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	334,1	354,3	734,4	900,6	1.097,0	1.137,9	1.140,0	1.149,2	1.165,9	-	1.136,3	1.496,7	1.496,7	1.496,7		
BPA (EUR)	-0,22	-0,21	0,12	0,00	0,00	0,04	0,02	0,00	0,01	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,01	40,2%	91,0%
Cto. BPA	n.a.	5,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-52,3%	-93,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	56,5%		
BPA ord. (EUR)	-0,20	-0,20	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,01	37,3%	76,6%
Cto. BPA ord.	n.a.	-2,3%	98,6%	-18,0%	-54,5%	n.a.	n.a.	-97,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	56,5%		
CAPEX	(9,9)	(2,6)	(0,4)	38,7	(3,7)	(3,4)	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(13,0)	(27,2)	(15,0)	(14,5)	(14,5)		
CAPEX/Vtas % ¹	3,8%	1,7%	0,3%	n.a.	5,2%	2,5%	1,9%	6,4%	3,0%	4,0%	7,4%	3,6%	3,1%	2,7%		
Free Cash Flow	(3,1)	(30,1)	96,7	51,7	(11,8)	2,0	13,6	(36,7)	(27,3)	(46,0)	(25,2)	(10,0)	(5,8)	1,1	-23,5%	26,9%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	15,3x	n.a.	3,0x	3,1x	3,9x	1,5x	0,0x	n.a.	5,5x	n.a.	9,6x	6,9x	4,8x	3,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,4x	15,7x	n.a.	26,8x	n.a.	n.a.	73,0x	27,3x	17,4x		
EV/Vtas (x)	0,76x	1,26x	1,28x	6,14x	2,95x	1,73x	1,88x	1,38x	0,91x	0,89x	0,68x	0,68x	0,60x	0,54x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	25,0x	n.a.	8,8x	n.a.	n.a.	25,5x	20,6x	n.a.	24,1x	n.a.	21,2x	16,8x	11,3x	8,7x		
Comport. Absoluto	-33,7%	-67,0%	154,5%	76,8%	-13,1%	27,5%	18,0%	-32,2%	-10,6%	-12,7%	-41,1%	36,1%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-45,4%	-68,1%	174,1%	80,5%	-19,1%	50,0%	5,5%	-19,8%	-17,1%	-7,6%	-52,0%	21,4%				

- (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).

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. 71% y 29%, respectivamente de los TWh comercializados) y presencia internacional (68% s/ventas 2023, excl. Portugal). Con una capacidad instalada de 267MW, 62MW en construcción y 626MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	888,7	966,6
EV (Mn EUR y USD)	1.218,6	1.325,4
Número de Acciones (Mn)	453,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,96 / 1,33 / 1,07	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,40	
Rotación ⁽¹⁾	11,4	
Factset / Bloomberg	ADX-ES / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	74,9
BNP Paribas	6,3
Indumenta Pueri	5,9
Autocartera	1,2
Free Float	11,6

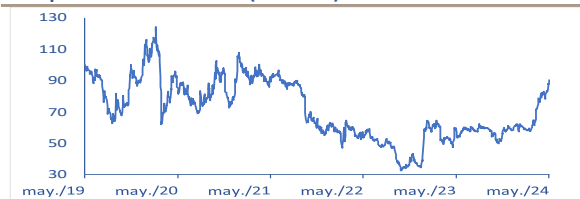
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	439,6	452,9	453,4	453,4
Total Ingresos	2.293,2	1.979,8	2.021,5	2.053,8
EBITDA Rec.	99,3	110,9	119,1	126,4
% Var.	92,2	11,6	7,5	6,1
% EBITDA Rec./Ing.	4,3	5,6	5,9	6,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	18,4	8,9	5,0	2,6
Beneficio neto	29,0	53,1	60,1	66,1
BPA (EUR)	0,07	0,12	0,13	0,15
% Var.	721,6	77,6	13,0	10,1
BPA ord. (EUR)	0,07	0,12	0,13	0,15
% Var.	n.a.	64,3	13,0	10,1
Free Cash Flow Rec.	89,9	42,0	40,2	47,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	277,5	208,6	168,4	120,8
DN / EBITDA Rec.(x)	2,8	1,9	1,4	1,0
ROE (%)	20,5	26,4	22,1	19,8
ROCE (%)	11,4	16,1	16,7	17,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	29,7	16,7	14,8	13,4
PER Ordinario	27,4	16,7	14,8	13,4
P/BV	5,5	3,7	2,9	2,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,53	0,62	0,60	0,59
EV/EBITDA Rec.	12,3	11,0	10,2	9,6
EV/EBIT	16,2	13,7	12,8	12,0
FCF Yield (%)	10,1	4,7	4,5	5,4

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	11,7	53,1	51,5	-9,6

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Los resultados del 1T24 desmarcan a ADX del mercado. Pese a la caída en ingresos hasta EUR 482,1Mn (-31% vs 1T23), ha logrado una fortísima mejora en EBITDA del +36,5% vs 1T23, situándose en EUR 31,5Mn, gracias al negocio de comercialización. Con un beneficio neto de EUR 16Mn (vs EUR 2Mn en 1T23).

Tendencia que esperamos se mantenga en todo 2024e. Pese a que es inevitable que los menores precios de la energía presionen a la baja los ingresos (estimamos una caída del -14% en 2024e), la fuerte mejora en rentabilidad (vista en el cierre 2023 y 1T24) nos lleva a estimar un EBITDA de EUR 110,9Mn (vs EUR 96,1Mn en 2023). Marcando un nuevo máximo para la compañía. Que cerraría 2024e con un beneficio neto de EUR 53,1Mn (vs EUR 29,0Mn en 2023). Y una deuda neta de EUR 208,6Mn.

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

Con presencia en 7 países europeos. ADX cuenta con presencia en España, Portugal, Italia, Alemania, Polonia, Países Bajos y Hungría. Lo que reduce el riesgo de negocio por diversificación geográfica. A cierre del 1T24, el 32% de los ingresos correspondían a España y Portugal. Esperamos que Países Bajos sea el principal motor de crecimiento para 2024e (gracias al aumento de la cartera de clientes).

Fuerte foco en clientes del sector industrial. Con un peso en la cartera de 1T24 del 55% (vs 56% 1T21) de clientes del sector industrial y del 40% (vs 34% 1T21) de PYMES, con mayor volumen unitario de energía por punto de suministro, mayor rentabilidad y menor riesgo frente al cliente doméstico (cuyo peso en 1T24 se reduce hasta el 5% vs 10% 1T21). Con el objetivo de maximizar la rentabilidad (estrategia avalada por los resultados 2023 y 1T24).

Estrategia de integración vertical, con 201MW en operación (267MW incluyendo el parque eólico de 66MW en Panamá en el que ADX participa al 30%). Y con expectativa de que 62MW, actualmente en construcción en España, pasen a operación en 2025e. España representa el 77% (71% fotovoltaica, 29% eólica), 17% Polonia (100% eólica) y 6% Francia (100% eólica) de la cartera en operación. El resto de la cartera se compone de 62MW en construcción, 450MW en backlog, 6MW con declaración de impacto ambiental y 170MW con conexión a la red. Cartera total de 955MW.

Con espacio para mejorar en EBITDA Rec. Pese a un entorno de mercado complicado por la fuerte caída de los precios de la energía. Ya que pensamos que las principales palancas de recuperación de márgenes aún no han agotado su efecto: i) foco en clientes más rentables e ii) integración vertical. Estimamos un margen EBITDA. del 5,9% en 2025e vs 4,2% en 2023. En definitiva, el momentum de resultados seguirá siendo favorable en los próximos trimestres.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riego de divisa. A cierre de 2023, ADX registró unas pérdidas por diferencia de cambio de EUR 4,1Mn. Debido a un impacto negativo de EUR 4,7Mn, correspondientes principalmente a transacciones comerciales entre el florín húngaro y euro. ADX también tiene exposición al dólar americano y al zloty polaco.

La actividad del negocio de comercialización está basada en un producto commodity, situándose en un mercado libre, con bajas barreras de entrada y muy competitivo. Lo que implica presión estructural en márgenes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Fuerte subida del precio de la acción (a contracorriente del sector). En lo que va de año, la acción ha subido un +50,8% absoluto, +34,5% vs Ibx 35 y +48,7% vs sector. Lo que muestra que el mercado habría reconocido el favorable momentum de resultados de ADX. Nuestras estimaciones 2024e cotizarían a un FCF Yield de 4,7% (vs 3,5% de sus principales comparables). Aunque por encima del sector en EV/EBITDA.



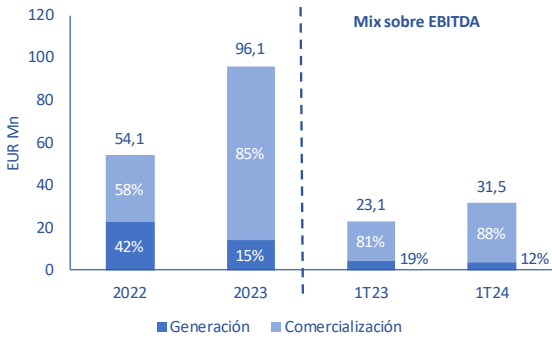
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	106,3	159,5	200,0	202,0	198,0	198,0	198,0	198,0		
Inmovilizado material	75,3	87,4	117,2	140,0	156,3	184,1	205,4	225,4		
Otros activos no corrientes	14,3	14,8	24,9	27,6	29,2	29,2	29,2	29,2		
Inmovilizado financiero	76,3	25,6	105,7	107,2	89,3	90,1	90,9	91,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	137,9	137,9	137,9	137,8	138,0	138,0	138,0	138,0		
Activo circulante	177,1	266,0	399,0	384,6	336,5	287,7	292,3	295,8		
Total activo	587,2	691,3	984,8	999,4	947,2	927,0	953,7	978,1		
Patrimonio neto	122,2	135,2	132,4	122,4	161,2	241,3	301,3	367,5		
Minoritarios	33,5	7,8	12,0	13,3	12,0	14,4	16,7	19,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	59,3	69,9	88,9	64,1	72,4	72,4	72,4	72,4		
Otros pasivos no corrientes	9,6	8,9	16,5	20,7	21,0	21,0	21,0	21,0		
Deuda financiera neta	169,2	247,7	476,6	395,0	277,5	208,6	168,4	120,8		
Pasivo circulante	193,5	221,8	258,4	383,8	403,0	369,3	373,8	377,3		
Total pasivo	587,2	691,3	984,8	999,4	947,2	927,0	953,7	978,1		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	20-23	23-26e
Total Ingresos	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.293,2	1.979,8	2.021,5	2.053,8	33,2%	-3,6%
Cto.Total Ingresos	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-12,9%	-13,7%	2,1%	1,6%		
Coste de ventas	(917,2)	(854,4)	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.056,9)	(1.729,6)	(1.760,2)	(1.782,4)		
Margen Bruto	126,6	114,9	122,7	143,8	236,3	250,2	261,3	271,4	27,2%	4,7%
Margen Bruto / Ingresos	12,1%	11,9%	7,3%	5,5%	10,3%	12,6%	12,9%	13,2%		
Gastos de personal	(21,0)	(22,5)	(27,7)	(30,1)	(37,9)	(39,1)	(39,9)	(40,6)		
Otros costes de explotación	(37,3)	(42,3)	(47,9)	(62,1)	(99,1)	(100,3)	(102,3)	(104,4)		
EBITDA recurrente	68,3	50,1	47,0	51,7	99,3	110,9	119,1	126,4	25,6%	8,4%
Cto.EBITDA recurrente	52,4%	-26,7%	-6,2%	9,9%	92,2%	11,6%	7,5%	6,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	6,5%	5,2%	2,8%	2,0%	4,3%	5,6%	5,9%	6,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(0,2)	2,5	(3,2)	-	-	-		
EBITDA	68,3	50,1	46,9	54,1	96,1	110,9	119,1	126,4	24,3%	9,6%
Depreciación y provisiones	(25,1)	(19,7)	(22,0)	(21,8)	(21,0)	(22,2)	(23,7)	(24,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	42,1	30,4	24,9	32,3	75,1	88,7	95,5	101,5	35,1%	10,5%
Cto.EBIT	113,1%	-27,7%	-18,2%	29,7%	132,6%	18,0%	7,7%	6,3%		
EBIT / Ingresos	4,0%	3,1%	1,5%	1,2%	3,3%	4,5%	4,7%	4,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(13,9)	(12,7)	(26,5)	(22,7)	(30,9)	(20,1)	(18,2)	(16,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	(0,1)	(0,1)	3,0	0,8	0,8	0,8	0,8		
Beneficio ordinario	28,1	17,7	(1,6)	12,6	45,0	69,3	78,0	85,6	36,5%	23,9%
Cto.Beneficio ordinario	979,7%	-37,0%	-109,2%	875,7%	258,1%	54,0%	12,6%	9,7%		
Extraordinarios	5,0	16,3	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	33,1	34,0	(1,6)	12,6	45,0	69,3	78,0	85,6	9,8%	23,9%
Impuestos	(1,7)	(3,9)	(1,7)	(4,8)	(13,6)	(13,9)	(15,6)	(17,1)		
Tasa fiscal efectiva	5,1%	11,4%	n.a.	38,2%	30,3%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(5,9)	(3,8)	1,6	(4,2)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	25,4	26,4	(1,7)	3,5	29,0	53,1	60,1	66,1	3,2%	31,6%
Cto.Beneficio neto	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	720,3%	83,0%	13,1%	10,1%		
Beneficio ordinario neto	20,7	11,9	0,1	2,8	31,4	53,1	60,1	66,1	38,2%	28,2%
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	69,2%	13,1%	10,1%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	20-23	23-26e
EBITDA recurrente						110,9	119,1	126,4	25,6%	8,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						15,1	(0,1)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						126,0	119,0	126,4	n.a.	-8,8%
CAPEX						(50,0)	(45,0)	(45,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(20,1)	(18,2)	(16,7)		
Impuestos						(13,9)	(15,6)	(17,1)		
Free Cash Flow Recurrente						42,0	40,2	47,6	58,8%	-19,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						42,0	40,2	47,6	58,8%	-26,0%
Ampliaciones de capital						26,9	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(68,9)	(40,2)	(47,6)		

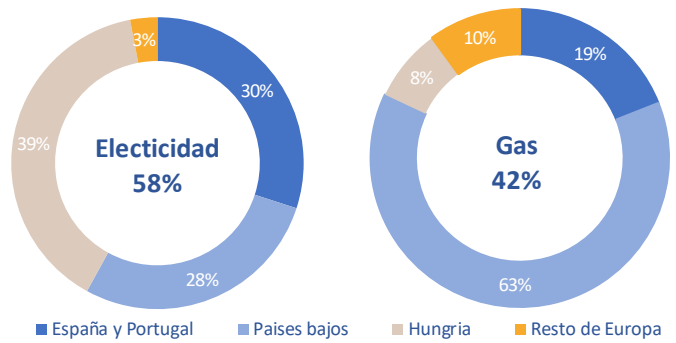


La compañía en 8 gráficos

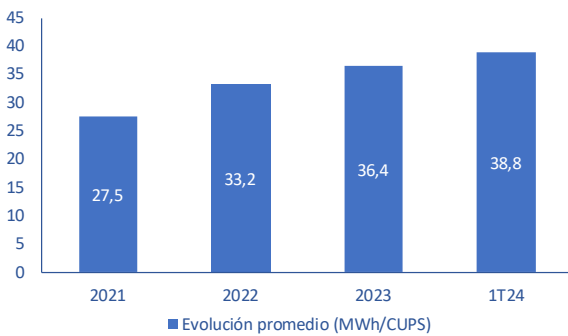
Dos actividades: comercialización y generación de energía (ambas con peso en EBITDA)



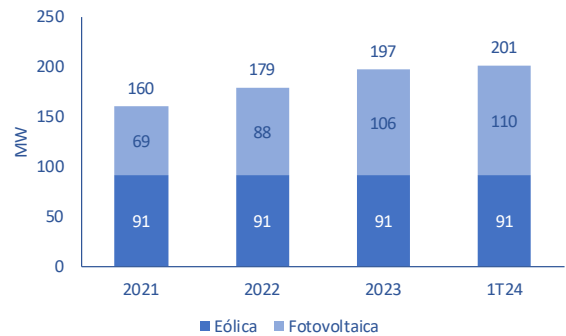
Comercialización de electricidad y gas: un negocio diversificado geográficamente



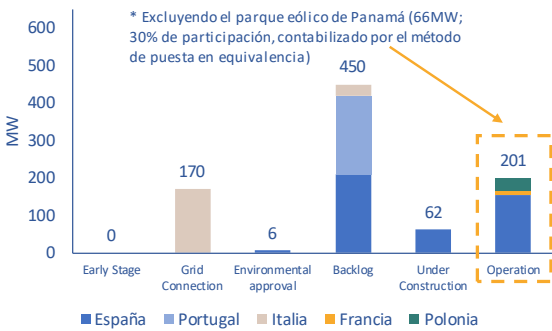
El foco en PYMEs e industria ha permitido incrementar el volumen de energía suministrada por punto de suministro



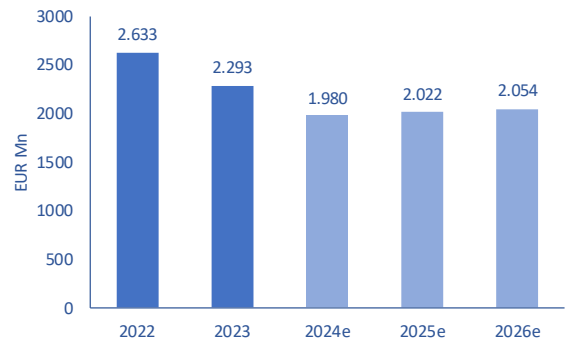
Generación: Capacidad instalada (MW) por tecnología



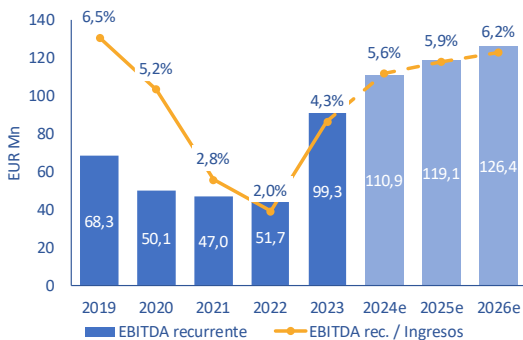
Pipeline de proyectos de generación (1T24)



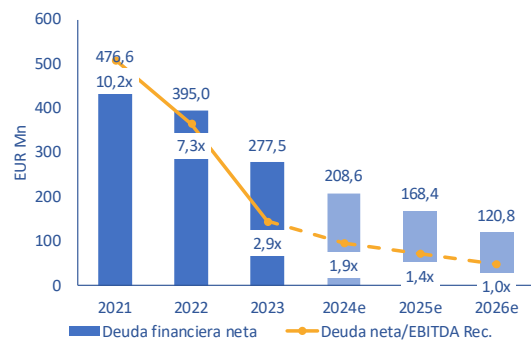
Los menores precios energéticos provocarán una reducción de los ingresos en 2024e



La mejora del margen del negocio de comercialización permitirá una recuperación del margen EBITDA Rec.



Lo que debiera permitir una reducción del apalancamiento: DN/EBITDA 2024e 1,9x





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	11,7	53,1	51,5	50,8	1,5	-9,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,9	33,6	23,2	34,5	-18,0	-26,0
vs Euro STOXX 50	8,4	44,1	29,3	34,6	-19,7	-38,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,3	34,0	32,3	35,4	-0,7	-30,7
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	5,9	41,8	44,2	39,9	9,7	-25,2
vs MSCI Europe Micro Cap	5,3	42,7	47,1	42,6	24,5	-24,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	1,5	37,8	50,8	48,7	-1,7	-29,1

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



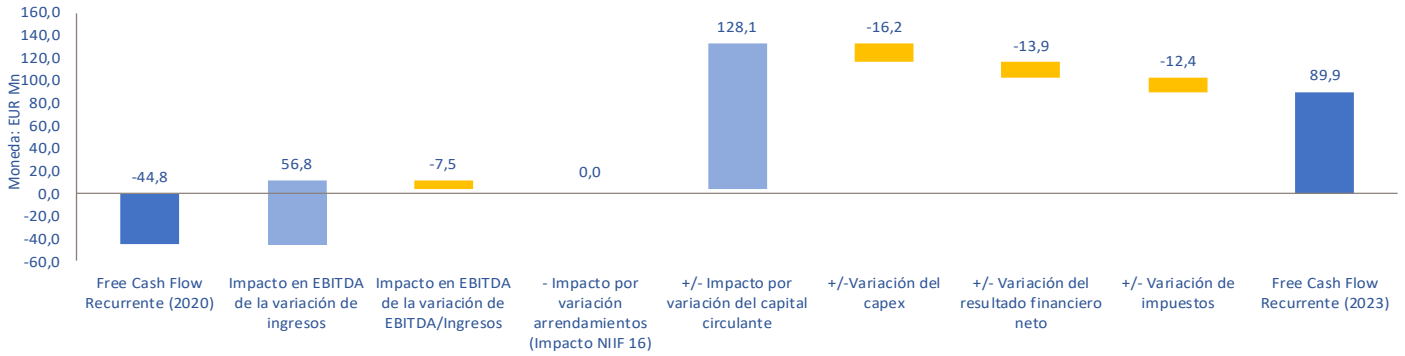
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	50,1	47,0	51,7	99,3	110,9	119,1	126,4	25,6%	8,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-26,7%	-6,2%	9,9%	92,2%	11,6%	7,5%	6,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,2%	2,8%	2,0%	4,3%	5,6%	5,9%	6,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(60,7)	(96,3)	139,8	67,4	15,1	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(10,6)	(49,3)	191,5	166,7	126,0	119,0	126,4	<i>n.a.</i>	-8,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-113,4%	-364,8%	488,2%	-13,0%	-24,4%	-5,5%	6,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	7,3%	7,3%	6,4%	5,9%	6,2%		
- CAPEX	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(33,2)	(50,0)	(45,0)	(45,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(13,4)	(18,9)	(22,7)	(27,3)	(20,1)	(18,2)	(16,7)		
- Impuestos	(3,9)	(1,7)	(4,8)	(16,3)	(13,9)	(15,6)	(17,1)		
= Free Cash Flow recurrente	(44,8)	(109,0)	117,3	89,9	42,0	40,2	47,6	58,8%	-19,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-253,0%	-143,2%	207,6%	-23,4%	-53,3%	-4,2%	18,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,5%	3,9%	2,1%	2,0%	2,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(91,1)	(77,4)	1,5	18,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	77,3	(32,2)	(37,5)	9,1	-	-	-		
= Free Cash Flow	(58,6)	(218,6)	81,3	117,4	42,0	40,2	47,6	58,8%	-26,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-147,8%	-273,0%	137,2%	44,4%	-64,2%	-4,2%	18,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	13,2%	10,1%	4,7%	4,5%	5,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	9,2%	13,2%	4,7%	4,5%	5,4%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	29,3	(44,8)	(109,0)	117,3	89,9	42,0	40,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(4,9)	36,9	26,5	(6,7)	(13,6)	2,3	1,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(13,3)	(40,0)	(21,8)	54,3	25,1	5,9	5,4		
= Variación EBITDA recurrente	(18,2)	(3,1)	4,7	47,6	11,6	8,3	7,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	1,1	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(72,4)	(35,6)	236,1	(72,4)	(52,2)	(15,2)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(89,6)	(38,7)	240,8	(24,8)	(40,7)	(6,9)	7,3		
+/- Variación del CAPEX	16,6	(22,2)	(7,5)	13,5	(16,8)	5,0	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	2,7	(5,5)	(3,8)	(4,7)	7,2	1,9	1,5		
+/- Variación de impuestos	(3,9)	2,2	(3,1)	(11,5)	2,4	(1,7)	(1,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(74,1)	(64,2)	226,4	(27,4)	(47,9)	(1,8)	7,3		
Free Cash Flow Recurrente	(44,8)	(109,0)	117,3	89,9	42,0	40,2	47,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	30,4	24,9	32,3	75,1	88,7	95,5	101,5	35,1%	10,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	11,4%	0,0%	30,0%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,5)	-	(9,7)	(22,5)	(17,7)	(19,1)	(20,3)		
EBITDA recurrente	50,1	47,0	51,7	99,3	110,9	119,1	126,4	25,6%	8,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(60,7)	(96,3)	139,8	67,4	15,1	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(10,6)	(49,3)	191,5	166,7	126,0	119,0	126,4	<i>n.a.</i>	-8,8%
- CAPEX	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(33,2)	(50,0)	(45,0)	(45,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,5)	-	(9,7)	(22,5)	(17,7)	(19,1)	(20,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(31,0)	(88,5)	135,1	110,9	58,3	55,0	61,1	77,3%	-18,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-171,7%	-185,1%	252,7%	-17,9%	-47,5%	-5,7%	11,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5,1%	4,8%	2,9%	2,7%	3,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(91,1)	(77,4)	1,5	18,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	77,3	(32,2)	(37,5)	9,1	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(44,8)	(198,1)	99,1	138,5	58,3	55,0	61,1	72,0%	-23,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-132,8%	-342,0%	150,0%	39,7%	-57,9%	-5,7%	11,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	11,1%	9,1%	4,8%	4,5%	5,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	8,1%	11,4%	4,8%	4,5%	5,0%		

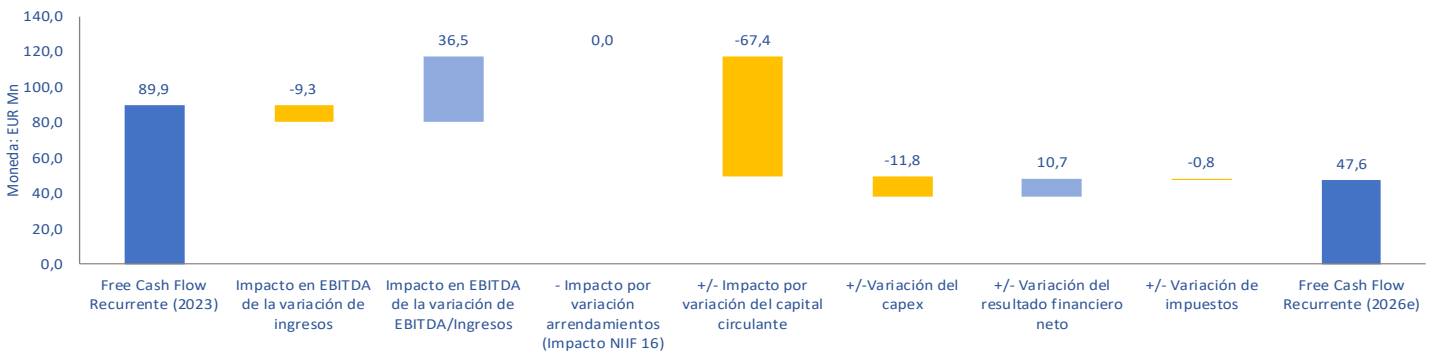


Analítica del Free Cash Flow (II)

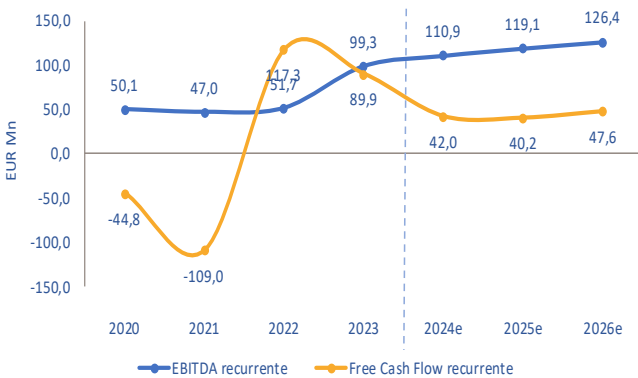
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023)



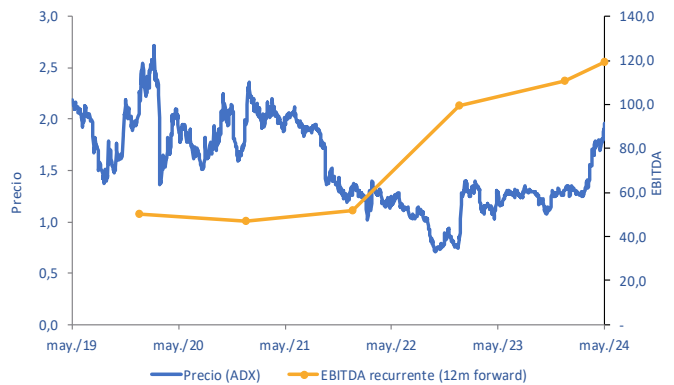
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	58,3	55,0	61,1	877,7			
Market Cap	888,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	277,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 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)	3,3%	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	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,8%	11,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	76,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	23,8%	D			=	=	
WACC	8,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,7%	9,5%	
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	888,7	
+ Minoritarios	12,9	Rdos. 3m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	67,3	Rdos. 3m 2024
+ Deuda financiera neta	277,5	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	27,9	Rdos. 3m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	1.218,6	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	10,9%	7,3%	4,8%	4,1%	11,4%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	2,9%	8,4%			
FCF Yield - WACC	1,6%	-3,2%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	6,5%	131,3	9,3x
Central	5,9%	119,1	10,2x
Min	5,3%	107,0	11,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	2,0%	2,2%	2,4%		Max	6,3%	5,9%
131,3	56,4	52,4	48,3	Central	5,0%	4,5%	4,1%
119,1	44,3	40,2	36,2	Min	3,6%	3,2%	2,7%
107,0	32,1	28,1	24,1				

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	16,7%	16,7%
% 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	59,0%	61,0%	60,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,0%	2,7%	3,4%



Principales comparables 2024e

		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	79.102,9	19.306,3	24.259,7	16.087,6		1.377,0	867,8	1.038,1		888,7
	Enterprise value (EV)	135.720,6	31.110,1	38.655,6	40.771,2		2.360,7	1.458,9	3.330,8		1.218,6
Información financiera básica	Total Ingresos	50.124,5	23.751,6	22.438,9	17.830,4		249,3	434,1	522,2		1.979,8
	Cto.Total Ingresos	2,0%	-5,3%	-0,8%	8,5%	1,1%	30,3%	142,3%	78,7%	83,8%	-13,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	1,5%	-2,7%	-10,9%	0,6%	-2,9%	30,1%	30,7%	7,0%	22,6%	1,9%
	EBITDA	15.431,8	4.934,1	4.890,2	4.990,8		216,0	123,7	368,6		110,9
	Cto. EBITDA	13,3%	-27,0%	-5,9%	13,7%	-1,5%	8,0%	19,6%	91,0%	39,5%	15,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,7%	3,2%	-0,4%	1,7%	1,8%	27,7%	51,1%	8,8%	29,2%	6,8%
	EBITDA/Ingresos	30,8%	20,8%	21,8%	28,0%	25,3%	86,6%	28,5%	70,6%	61,9%	5,6%
	EBIT	9.844,9	2.881,4	3.147,2	3.129,8		170,2	98,2	252,4		88,7
	Cto. EBIT	11,4%	-41,7%	-15,9%	35,6%	-2,7%	0,9%	14,8%	114,6%	43,5%	18,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	1,8%	3,6%	-3,4%	0,6%	0,6%	27,0%	46,8%	11,1%	28,3%	7,0%
	EBIT/Ingresos	19,6%	12,1%	14,0%	17,6%	15,8%	68,3%	22,6%	48,3%	46,4%	4,5%
	Beneficio Neto	6.276,6	1.672,4	1.695,5	1.283,5		99,4	53,0	91,3		53,1
	Cto. Beneficio Neto	30,1%	125,4%	-14,6%	34,8%	43,9%	-7,6%	3,9%	69,2%	21,8%	83,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	-6,7%	6,8%	-5,3%	0,0%	-1,3%	26,4%	40,2%	-7,8%	19,6%	11,6%
	CAPEX/Ventas	21,8%	10,3%	11,5%	25,2%	17,2%	147,3%	86,1%	59,3%	97,6%	2,5%
Free Cash Flow	129,8	1.309,1	930,7	(518,4)		(249,3)	(245,3)	31,7		42,0	
Deuda financiera Neta	46.915,3	9.630,0	13.042,0	17.396,8		1.271,7	773,3	2.129,2		208,6	
DN/EBITDA (x)	3,0	2,0	2,7	3,5	2,8	5,9	6,3	5,8	6,0	1,9	
Pay-out	60,9%	69,0%	79,1%	65,1%	68,5%	0,0%	0,0%	1,8%	0,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	15,4	11,6	14,0	12,5	13,4	13,8	16,3	16,5	15,5	16,7
	P/BV (x)	1,5	2,6	2,6	1,3	2,0	2,4	2,3	1,1	1,9	3,7
	EV/Ingresos (x)	2,7	1,3	1,7	2,3	2,0	9,5	3,4	6,4	6,4	0,6
	EV/EBITDA (x)	8,8	6,3	7,9	8,2	7,8	10,9	11,8	9,0	10,6	11,0
	EV/EBIT (x)	13,8	10,8	12,3	13,0	12,5	13,9	14,9	13,2	14,0	13,7
	ROE	10,0	22,1	18,7	10,1	15,2	17,1	14,3	6,4	12,6	26,4
	FCF Yield (%)	0,2	6,8	3,8	n.a.	3,6	n.a.	n.a.	3,1	3,1	4,7
	DPA	0,59	1,09	1,40	0,20	0,82	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Dvd Yield	4,8%	6,0%	5,6%	5,3%	5,4%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	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)													TACC			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e
Total Ingresos	37,9	33,7	28,5	30,2	36,9	984,4	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.293,2	1.979,8	2.021,5	2.053,8	50,7%	-3,6%
Cto. Total ingresos	-15,2%	-10,9%	-15,6%	5,9%	22,3%	n.a.	6,0%	-7,1%	73,7%	56,4%	-12,9%	-13,7%	2,1%	1,6%		
EBITDA	25,7	21,9	12,8	18,3	24,8	44,8	68,3	50,1	46,9	54,1	96,1	110,9	119,1	126,4	14,1%	9,6%
Cto. EBITDA	-19,0%	-15,0%	-41,6%	43,4%	35,7%	80,4%	52,4%	-26,7%	-6,5%	15,5%	77,6%	15,3%	7,5%	6,1%		
EBITDA/Ingresos	67,9%	64,8%	44,8%	60,7%	67,3%	4,6%	6,5%	5,2%	2,8%	2,1%	4,2%	5,6%	5,9%	6,2%		
Beneficio neto	1,4	2,0	(11,4)	(31,6)	7,4	9,0	25,4	26,4	(1,7)	3,5	29,0	53,1	60,1	66,1	35,7%	31,6%
Cto. Beneficio neto	102,0%	46,7%	-669,1%	-177,0%	123,3%	22,4%	182,8%	3,7%	-106,5%	305,8%	720,3%	83,0%	13,1%	10,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	138,4	139,8	140,0	140,0	140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	439,6	452,9	453,4	453,4		
BPA (EUR)	0,01	0,01	-0,08	-0,23	0,05	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,07	0,12	0,13	0,15	20,9%	30,2%
Cto. BPA	n.a.	45,2%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	10,1%	3,7%	n.a.	n.a.	n.a.	77,6%	13,0%	10,1%		
BPA ord. (EUR)	0,01	0,01	-0,08	-0,23	0,05	0,05	0,05	0,03	0,00	0,01	0,07	0,12	0,13	0,15	21,9%	26,9%
Cto. BPA ord.	n.a.	45,2%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	-10,3%	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	64,3%	13,0%	10,1%		
CAPEX	(5,3)	(15,6)	(34,9)	(0,8)	(0,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(33,2)	(50,0)	(45,0)	(45,0)		
CAPEX/Vtas %	14,0%	46,3%	122,7%	2,8%	0,7%	0,3%	3,2%	1,7%	2,3%	1,8%	1,4%	2,5%	2,2%	2,2%		
Free Cash Flow	5,8	(6,7)	(29,8)	8,1	7,3	55,3	122,6	(58,6)	(218,6)	81,3	117,4	42,0	40,2	47,6	35,2%	-26,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	6,2x	7,3x	10,0x	6,4x	4,4x	5,8x	2,5x	4,9x	10,2x	7,3x	2,9x	1,9x	1,4x	1,0x		
PER (x)	39,1x	22,8x	n.a.	n.a.	8,3x	24,3x	36,7x	32,1x	n.a.	93,2x	19,7x	16,7x	14,8x	13,4x		
EV/Vtas (x)	5,76x	5,93x	6,34x	6,22x	9,33x	0,87x	1,08x	1,11x	0,61x	0,29x	0,38x	0,62x	0,60x	0,59x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	8,5x	9,1x	14,1x	10,3x	13,9x	19,2x	16,5x	21,5x	21,9x	13,9x	9,1x	11,0x	10,2x	9,6x		
Comport. Absoluto	14,7%	-15,4%	12,1%	35,1%	-12,0%	192,0%	66,5%	-9,2%	-34,6%	-40,5%	73,4%	50,8%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-5,5%	-18,4%	20,8%	37,9%	-18,1%	243,5%	48,9%	7,4%	-39,4%	-37,0%	41,3%	34,5%				

(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).

Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. (BAIN) es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en el procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (50,7% s/Ingresos 2022). 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).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	63,9	69,5
EV (Mn EUR y USD)	37,6	40,9
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,02 / 2,67 / 2,48	
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
Miembros del Consejo	0,2
Free Float	10,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	136,3	109,7	111,4	115,2
EBITDA Rec.	0,5	2,3	5,5	6,3
% Var.	-87,5	355,8	142,5	13,8
% EBITDA Rec./Ing.	0,4	2,1	5,0	5,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	19,1	9,0	9,7	8,4
Beneficio neto	-2,7	14,6	4,0	4,6
BPA (EUR)	-0,11	0,63	0,17	0,20
% Var.	n.a.	646,9	-72,6	15,7
BPA ord. (EUR)	-0,22	-0,04	0,17	0,20
% Var.	n.a.	81,1	514,5	15,7
Free Cash Flow Rec.	-11,0	-2,2	1,3	1,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	39,0	-33,3	-34,5	-36,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	-14,6	-6,3	-5,8
ROE (%)	n.a.	21,7	5,2	5,7
ROCE (%)	n.a.	1,5	9,7	10,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	4,4	16,0	13,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	16,0	13,8
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,28	0,34	0,34	0,33
EV/EBITDA Rec.	n.a.	16,5	6,8	6,0
EV/EBIT	n.a.	36,3	8,3	7,1
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	2,0	2,6

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	6,2	10,4	-8,0	-25,0

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

1S23: La caída en volumen (Tn comercializadas 1S23: -19,1%) marca la evolución de los ingresos (-17,3% vs 1S22). Pese a ser un año "on" de pistachos y aunque los precios parecen haber tocado fondo (+1,7%). Lo que no impide que el comportamiento en ingresos se traspase al resto del P/L y se traduzca en un menor margen EBITDA (1,7% vs 2,6% en 1S22). Y un BN negativo de EUR -1,7Mn (vs EUR -0,3Mn en 1S22). BAIN cierra con una DN de EUR 55,3Mn (DN/FFPP 0,9x).

La desinversión en el negocio agrícola renueva la compañía por completo. La significativa caída en el precio de los frutos secos (-24% vs 2016) ha llevado los precios a mínimos. Lo que ha reducido los niveles de rentabilidad de BAIN (especialmente del negocio agrícola). En abril de 2024, BAIN cierra un acuerdo con Natural Capital Fund para la venta de su división agrícola (c. 7% s/Ingresos 2022 y 65% de los Activos Netos 2022; +2.500 Hectáreas). El acuerdo incluye la venta de todas sus sociedades en Portugal y dos españolas (Extremadura y Granada) por un valor total de la operación de EUR 70-80Mn (EUR 75Mn estimado por LH).

Esperamos que 2023e marquemos un nuevo comienzo con foco en la distribución y comercialización (negocio B2B). Es claro que 2023e va a estar impactado en su totalidad por la operación de venta del negocio agrícola. Lo que nos lleva a revisar nuestras estimaciones. En concreto, esperamos que la caída de ingresos 2023e se acentúe hasta los EUR 109,7Mn (-19,5% vs 2022). El ingreso extraordinario de c. EUR 18Mn se traducirá en un BN de c. EUR 15Mn. Pese a registrar unos resultados operativos más conservadores (EBITDA 2023e EUR 2Mn). Aunque quizá lo más interesante sea que la fortísima entrada de caja devolverá a BAIN a una posición de Caja Neta 2023e (c. EUR 31Mn). Con claras implicaciones estratégicas (y positivas).

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

Foco en el área industrial y comercial. La salida del negocio agrícola centrará los esfuerzos en la optimización del negocio industrial. Con una extensa base de clientes (por su larga trayectoria operando en el mercado), BAIN hoy cuenta con una estructura mucho más ligera (y una posición de caja neta).

Recuperación de precios de los frutos secos (+2% a/a 2024e-2025e). 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).

BAIN cuenta con una estructura de gastos de personal y otros costes de explotación con un alto componente fijo, lo que, tras los ajustes de 2023, debería permitir trasladar a EBITDA Rec. el crecimiento esperado en ingresos para los siguientes años (pese a la baja visibilidad) con mejora de márgenes (c.2% 2023 vs c.5% 2025).

Baja visibilidad a c/p, aunque hasta 2025e es factible recuperar el crecimiento. Aunque esperamos un impacto negativo en términos de facturación para 2023e, a partir de 2024e deberíamos ver un crecimiento a dígito bajo (+2,5% TACC 23e-25e) y una significativa mejora en EBITDA rec. hasta EUR 4,6Mn (vs EUR 0,5Mn en 2022) por tres razones: i) aprovechamiento del know-how del negocio de los frutos secos y ii) fuerte mejora de márgenes por puro apalancamiento operativo. La posición de Caja Neta abre una oportunidad evidente de crecimiento no orgánico en el segmento industrial (producción y comercialización) de frutos secos.

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 (61%) y nueces (8%), y la evolución de los precios de estos productos es clave para nuestras estimaciones.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

¿Una oportunidad (única)? La extraordinaria entrada de caja deja a BAIN ante un momento único (con capacidad para invertir y redefinir su modelo de negocio). BAIN cotiza a un EV/Vtas 23e de 0,3x muy por debajo de comparables europeos.



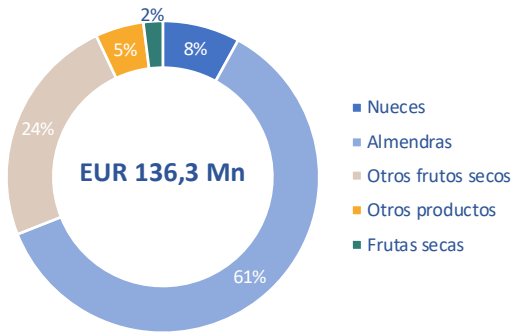
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,1	7,2	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8		
Inmovilizado material	71,0	73,5	71,7	73,7	79,5	25,0	28,0	31,1		
Otros activos no corrientes	1,8	1,6	1,6	1,0	1,7	1,7	1,7	1,7		
Inmovilizado financiero	8,4	7,4	3,7	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	63,3	61,6	50,1	57,3	57,1	44,2	42,8	42,2		
Total activo	144,6	151,3	134,7	143,4	150,1	82,7	84,3	86,8		
Patrimonio neto	59,0	58,9	61,8	62,2	59,7	74,2	78,2	82,8		
Minoritarios	2,3	2,3	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,3	2,8	1,2	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	7,1	7,6	7,6	8,0	8,0	8,0	8,0		
Deuda financiera neta	38,4	43,8	32,5	26,4	39,0	(33,3)	(34,5)	(36,2)		
Pasivo circulante	41,7	36,4	31,6	45,6	42,1	32,4	31,3	30,8		
Total pasivo	144,6	151,3	134,7	143,4	150,1	82,7	84,3	86,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Total Ingresos	177,8	180,6	143,4	136,1	136,3	109,7	111,4	115,2	-6,4%	-5,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-19,5%</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,5%</i>		
Coste de ventas	(149,2)	(151,9)	(120,0)	(105,9)	(107,5)	(87,6)	(88,5)	(91,6)		
Margen Bruto	28,6	28,7	23,4	30,3	28,8	22,1	22,8	23,6	0,2%	-6,4%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>21,2%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,5%</i>	<i>20,5%</i>		
Gastos de personal	(12,8)	(12,9)	(12,2)	(12,1)	(12,5)	(9,9)	(7,3)	(7,2)		
Otros costes de explotación	(13,7)	(13,6)	(12,8)	(14,2)	(15,9)	(9,9)	(10,0)	(10,1)		
EBITDA recurrente	2,1	2,2	(1,6)	4,0	0,5	2,3	5,5	6,3	-30,1%	n.a.
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>117,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-172,1%</i>	<i>354,1%</i>	<i>-87,5%</i>	<i>355,8%</i>	<i>142,5%</i>	<i>13,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,9%</i>	<i>0,4%</i>	<i>2,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,6)	0,5	-	-	-		
EBITDA	1,9	1,7	(1,9)	3,4	1,0	2,3	5,5	6,3	-15,3%	86,7%
Depreciación y provisiones	(3,2)	(3,0)	(3,1)	(3,3)	(3,4)	(0,6)	(0,3)	(0,4)		
Gastos capitalizados	2,3	2,1	1,8	1,1	0,6	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
EBIT	1,0	0,4	(3,5)	0,9	(2,5)	1,0	4,5	5,3	-45,5%	60,5%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>107,1%</i>	<i>-59,4%</i>	<i>-980,4%</i>	<i>124,4%</i>	<i>-384,8%</i>	<i>142,1%</i>	<i>337,2%</i>	<i>16,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,0	(0,0)	(0,2)	(0,7)	(2,2)	(2,0)	0,2	0,2		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,0	0,4	(3,8)	0,1	(4,6)	(1,0)	4,7	5,4	-60,2%	46,9%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>107,2%</i>	<i>-61,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>103,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>79,2%</i>	<i>587,7%</i>	<i>15,7%</i>		
Extraordinarios	2,0	-	11,7	-	-	17,8	-	-		
Beneficio antes de impuestos	3,0	0,4	7,9	0,1	(4,6)	16,8	4,7	5,4	-37,2%	46,9%
Impuestos	(0,7)	0,0	(2,1)	(0,1)	2,0	(1,7)	(0,7)	(0,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>21,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>27,3%</i>	<i>87,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
Minoritarios	0,0	(0,1)	(1,5)	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	(0,6)	-	-		
Beneficio neto	2,4	0,3	4,2	0,0	(2,7)	14,6	4,0	4,6	-32,9%	55,1%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>116,3%</i>	<i>-86,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-99,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>646,9%</i>	<i>-72,6%</i>	<i>15,7%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,0	0,8	(5,0)	0,5	(5,1)	(1,0)	4,0	4,6	-63,4%	42,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>107,1%</i>	<i>-17,8%</i>	<i>-711,3%</i>	<i>109,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>81,1%</i>	<i>514,5%</i>	<i>15,7%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBITDA recurrente						2,3	5,5	6,3	-30,1%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Var.capital circulante						3,2	0,3	0,1		
Cash Flow operativo recurrente						4,8	5,2	5,7	-37,2%	54,0%
CAPEX						(3,3)	(3,3)	(3,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,0)	0,2	0,2		
Impuestos						(1,7)	(0,7)	(0,8)		
Free Cash Flow Recurrente						(2,2)	1,3	1,6	-20,6%	29,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						57,2	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						17,8	-	-		
Free Cash Flow						72,2	1,3	1,6	-24,0%	29,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(72,2)	(1,3)	(1,6)		

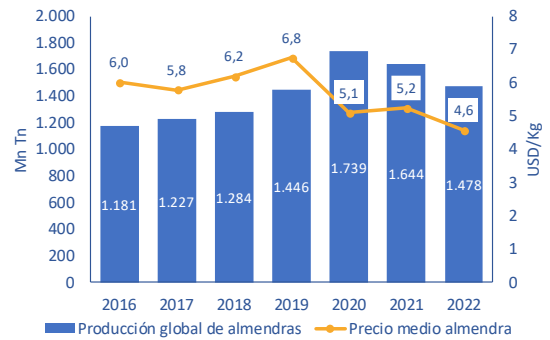


La compañía en 8 gráficos

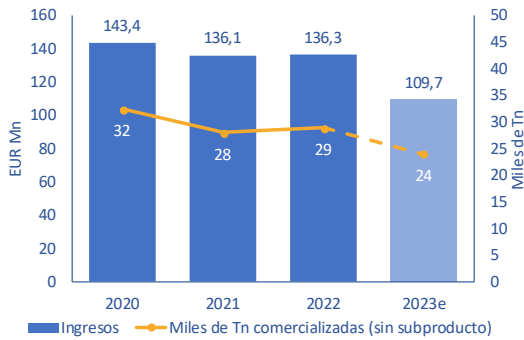
BAIN es un negocio centrado en la comercialización de frutos secos (esencialmente, almendra: 61% s/total)



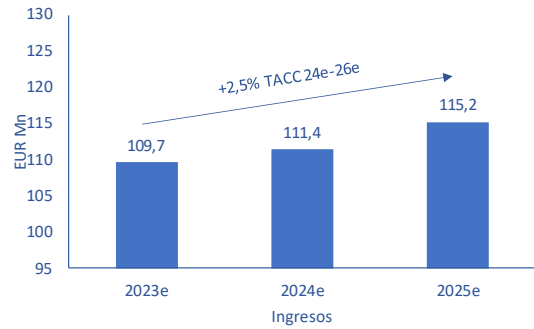
El fuerte incremento en la oferta (2016-2022) ha presionado el precio de la almendra a la baja (precio hoy: -24% vs 2016)



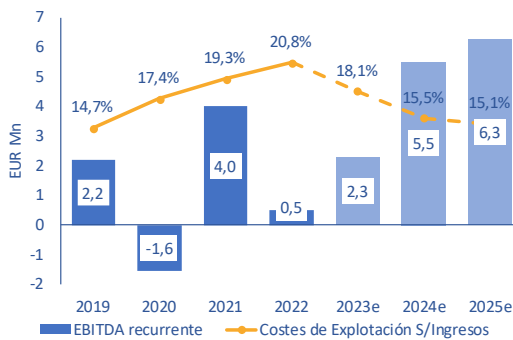
La desinversión del negocio agrícola lastrará el comportamiento en ingresos en 2023e (ya afectado por el precio/volumen de los frutos secos)



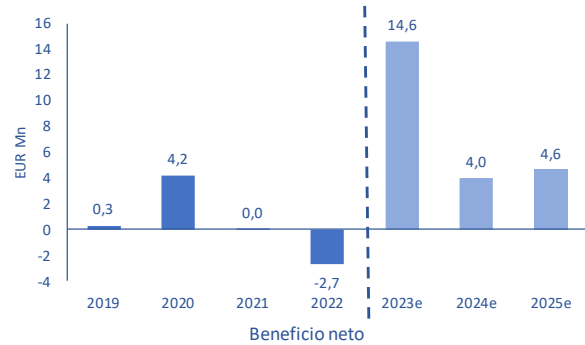
Aunque a partir de 2023e, esperamos un crecimiento moderado a dígito medio (+2,5% TACC) hasta 2025e (EUR 115,2Mn)



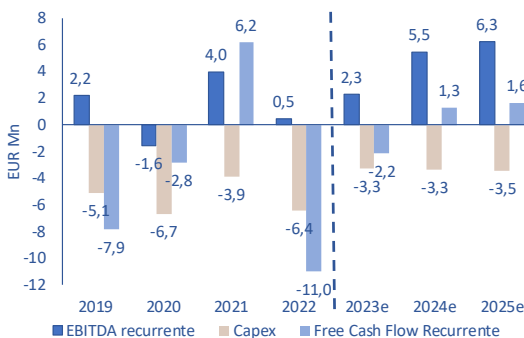
Lo que, junto al elevado componente de costes fijos mantendrá el EBITDA por encima de break-even



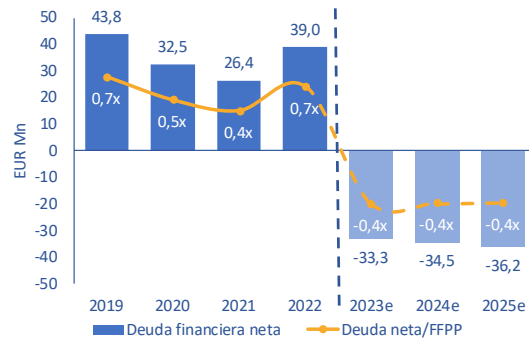
Y permitirá aspirar a Beneficio Neto positivo ya desde 2023e



El crecimiento en EBITDA será el principal catalizador de la vuelta al FCF positivo, aunque no antes del 2024e



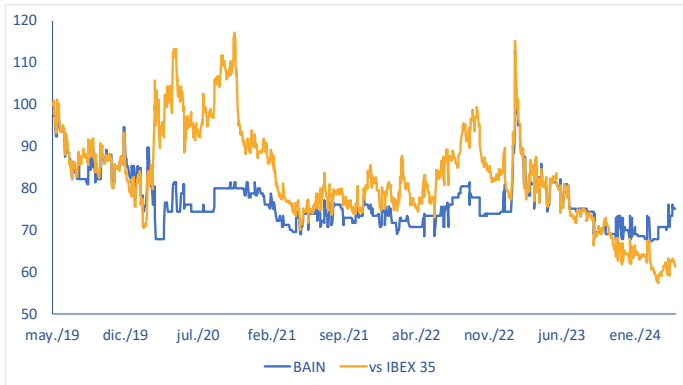
La entrada de caja extraordinaria (EUR 75Mn) garantiza una posición de Caja Neta que permitirá acometer inversiones de calado



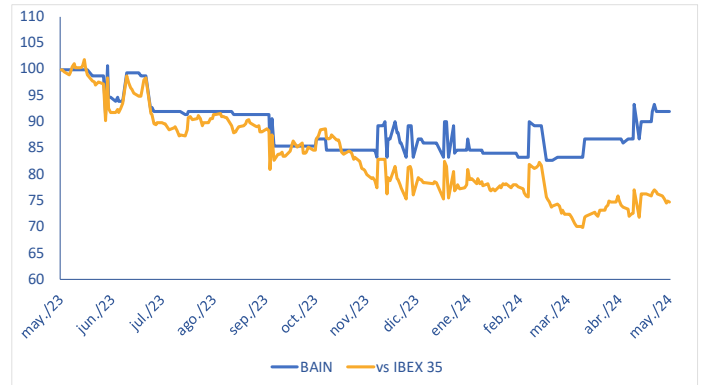


Evolución de la cotización

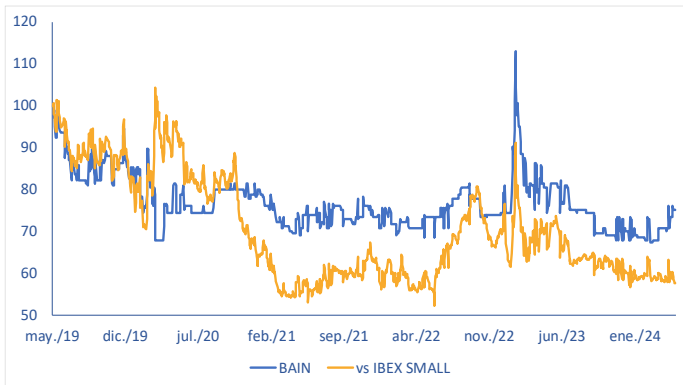
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



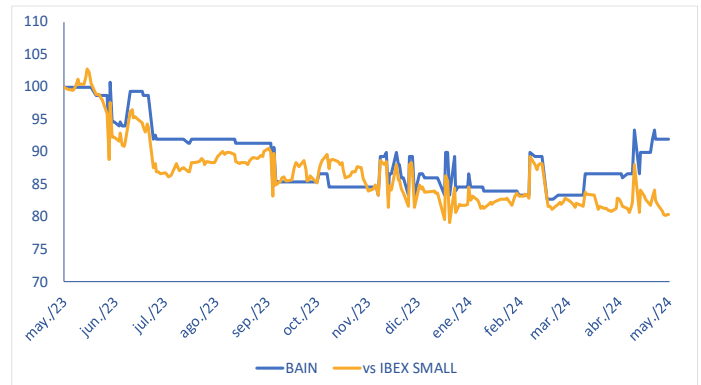
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



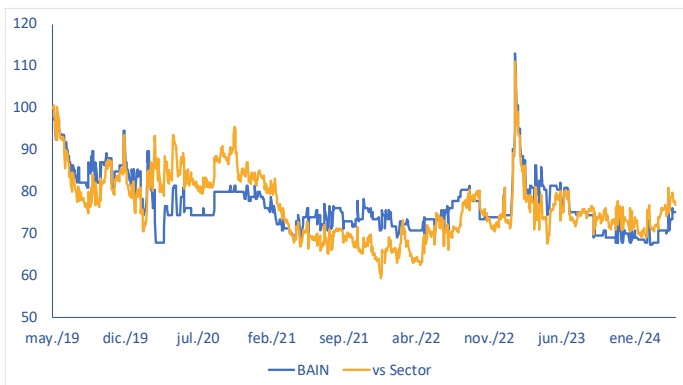
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



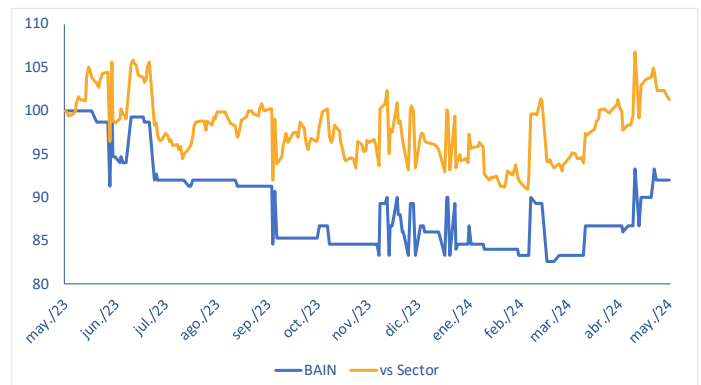
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	6,2	10,4	-8,0	7,0	6,2	-25,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,3	-3,6	-25,2	-4,6	-14,2	-38,6
vs Euro STOXX 50	3,0	3,9	-21,5	-4,5	-16,0	-49,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-2,8	-3,4	-19,7	-3,9	3,8	-42,4
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	0,6	2,2	-12,4	-0,7	14,8	-37,9
vs MSCI Europe Micro Cap	0,0	2,9	-10,6	1,2	30,3	-37,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	0,9	10,1	1,3	6,0	12,8	-23,2

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



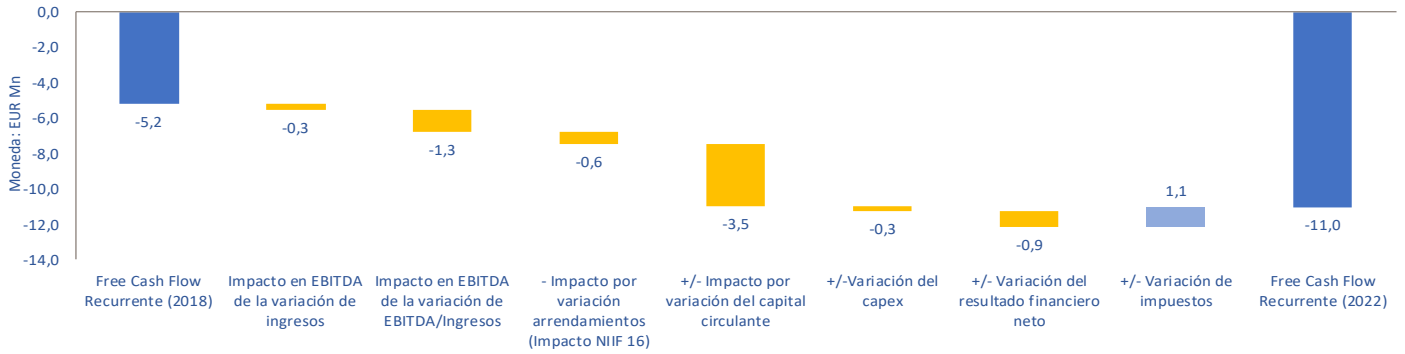
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,2	(1,6)	4,0	0,5	2,3	5,5	6,3	-38,9%	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	4,6%	-172,1%	354,1%	-87,5%	355,8%	142,5%	13,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	1,2%	n.a.	2,9%	0,4%	2,1%	5,0%	5,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,6)	6,8	6,8	(3,3)	3,2	0,3	0,1		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,8)	4,8	10,4	(3,5)	4,8	5,2	5,7	-24,9%	54,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-179,1%	369,8%	114,8%	-133,6%	238,5%	7,5%	10,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	3,4%	7,6%	n.a.	4,4%	4,7%	5,0%		
- CAPEX	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(6,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,6)	(2,0)	0,2	0,2		
- Impuestos	(0,3)	(0,3)	0,5	0,5	(1,7)	(0,7)	(0,8)		
= Free Cash Flow recurrente	(7,9)	(2,8)	6,2	(11,0)	(2,2)	1,3	1,6	-11,9%	29,0%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-51,4%	63,9%	317,6%	-278,1%	80,4%	159,7%	26,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	4,5%	n.a.	n.a.	1,2%	1,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,6)	(1,8)	-	-	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	16,5	-	-	57,2	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	17,8	-	-		
= Free Cash Flow	(7,1)	11,9	6,2	(11,0)	72,2	1,3	1,6	-15,6%	29,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-53,4%	266,7%	-48,0%	-278,1%	755,9%	-98,2%	26,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	9,7%	n.a.	n.a.	2,0%	2,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	18,6%	9,7%	n.a.	113,1%	2,0%	2,6%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(5,2)	(7,9)	(2,8)	6,2	(11,0)	(2,2)	1,3		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(0,4)	0,1	0,0	(0,1)	0,0	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(3,3)	5,5	(3,5)	1,9	3,2	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	0,1	(3,8)	5,6	(3,5)	1,8	3,2	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,8)	10,4	0,0	(10,1)	6,5	(2,9)	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(4,0)	6,6	5,5	(13,8)	8,3	0,4	0,6		
+/- Variación del CAPEX	1,1	(1,6)	2,8	(2,6)	3,2	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	0,0	(0,1)	(0,8)	(0,4)	2,2	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,3	-	0,8	0,0	(2,2)	1,0	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,7)	5,0	9,0	(17,2)	8,9	3,4	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	(7,9)	(2,8)	6,2	(11,0)	(2,2)	1,3	1,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,4	(3,5)	0,9	(2,5)	1,0	4,5	5,3	n.a.	60,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	(0,7)	(0,8)		
EBITDA recurrente	2,2	(1,6)	4,0	0,5	2,3	5,5	6,3	-38,9%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,6)	6,8	6,8	(3,3)	3,2	0,3	0,1		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,8)	4,8	10,4	(3,5)	4,8	5,2	5,7	-24,9%	54,0%
- CAPEX	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(6,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	(0,7)	(0,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(6,9)	(1,8)	6,2	(9,9)	1,5	1,2	1,5	-13,1%	29,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-66,6%	73,1%	437,6%	-259,3%	115,4%	-24,2%	29,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.	1,4%	1,0%	1,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	16,5	-	-	57,2	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	17,8	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,5)	14,7	6,2	(9,9)	76,5	1,2	1,5	-21,6%	29,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-62,4%	366,3%	-57,6%	-259,3%	871,0%	-98,5%	29,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	16,6%	n.a.	4,1%	3,1%	4,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	39,1%	16,6%	n.a.	203,4%	3,1%	4,0%		

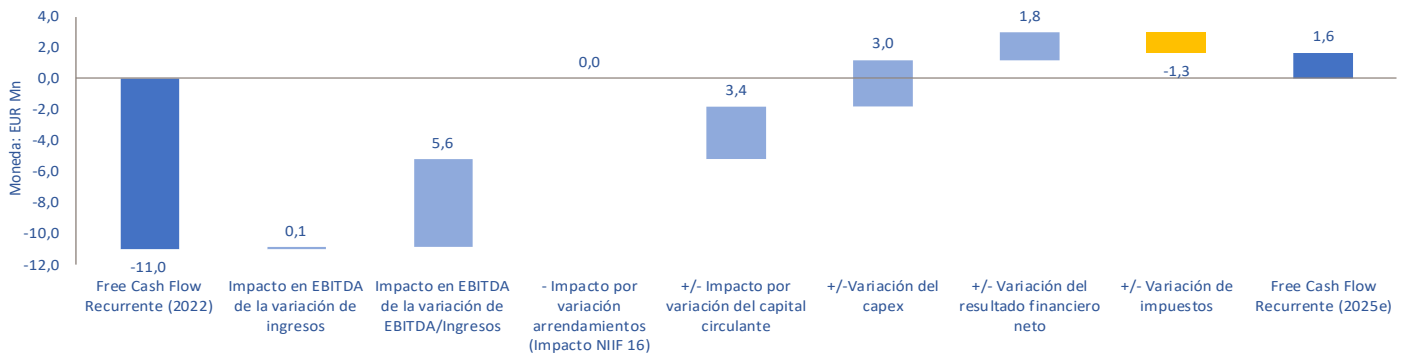


Analítica del Free Cash Flow (II)

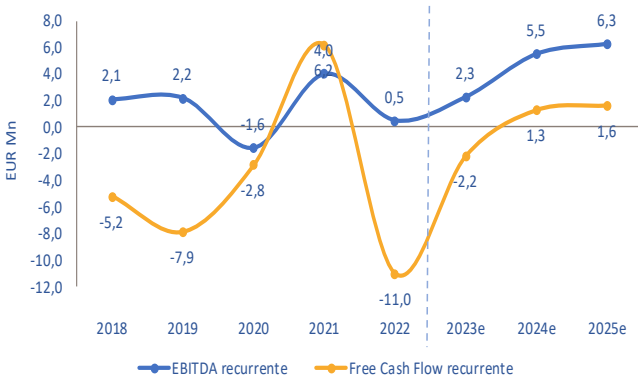
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)



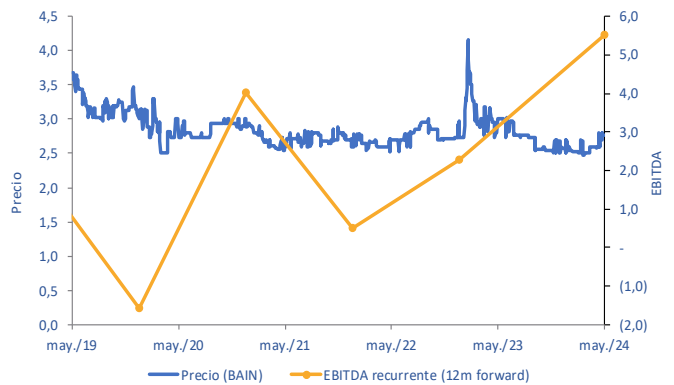
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



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"	76,5	1,2	1,5	20,8			
Market Cap	63,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-33,3	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)	3,3%	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	8,1%	Ke = Rf + (R * B)			7,1%	9,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	8,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,1%	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	63,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	9,1	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	(33,3)	Lighthouse 2023
- Inmovilizado financiero	(0,6)	Rdos. 6m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(2,7)	Rdos. 6m 2023
Enterprise Value (EV)	37,6	

(1) Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

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

(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	5,5%	6,1	6,2x
Central	5,0%	5,5	6,8x
Min	4,5%	5,0	7,6x

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

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

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	25,0%	25,0%	25,0%
% de consejeros ejecutivos	25,0%	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	46,8%	46,8%	46,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,8%	1,9%	1,8%



Principales comparables 2023e

		Industria Europea			Benchmark	Jugadores Globales	
EUR Mn		Sipef NV	Greenyard NV	Average	Select Harvests	ADM	BAIN
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SIP-BE	GREEN-BE		SHV-AU	ADM-US	BAIN-ES
	País	Belgium	Belgium		Australia	USA	Spain
	Market cap	603,0	278,2		234,2	27.895,2	63,9
	Enterprise value (EV)	652,2	814,5		492,1	34.122,7	37,6
Información financiera básica	Total Ingresos	410,6	5.604,6		126,2	86.526,7	109,7
	Cto.Total Ingresos	-18,2%	19,5%	0,7%	3,3%	-7,5%	-19,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	0,9%	-1,8%	-0,5%	16,0%	0,0%	2,5%
	EBITDA	144,8	217,0		(19,2)	3.629,8	2,3
	Cto. EBITDA	-32,3%	57,7%	12,7%	-262,2%	-16,2%	136,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	1,5%	-4,6%	-1,5%	n.a.	11,4%	66,1%
	EBITDA/Ingresos	35,3%	3,9%	19,6%	n.a.	4,2%	2,1%
	EBIT	96,0	74,2		(27,9)	2.654,7	1,0
	Cto. EBIT	-42,9%	104,7%	30,9%	-746,2%	-21,6%	142,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-3,3%	11,7%	4,2%	72,2%	9,3%	n.a.
	EBIT/Ingresos	23,4%	1,3%	12,4%	n.a.	3,1%	0,9%
	Beneficio Neto	67,3	57,5		(70,5)	3.207,2	14,6
	Cto. Beneficio Neto	-34,6%	634,5%	299,9%	n.a.	-19,7%	646,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-5,0%	-24,4%	-14,7%	48,4%	-12,9%	-43,7%
	CAPEX/Ventas	24,1%	1,2%	12,7%	13,5%	1,6%	3,0%
Free Cash Flow	14,2	27,9		(22,1)	2.731,1	72,2	
Deuda financiera Neta	27,7	409,2		257,9	3.872,9	(33,3)	
DN/EBITDA (x)	0,2	1,9	1,0	n.a.	1,1	(14,6)	
Pay-out	46,4%	14,0%	30,2%	-2,1%	24,9%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,8	12,9	10,8	n.a.	10,7	4,4
	P/BV (x)	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	0,9
	EV/Ingresos (x)	1,6	0,1	0,9	3,9	0,4	0,3
	EV/EBITDA (x)	4,5	3,8	4,1	n.a.	9,4	16,5
	EV/EBIT (x)	6,8	11,0	8,9	n.a.	12,9	36,3
	ROE	8,7	3,9	6,3	n.a.	14,4	21,7
	FCF Yield (%)	2,4	10,0	6,2	n.a.	9,8	n.a.
	DPA	3,00	0,16	1,58	0,01	1,47	0,00
	Dvd Yield	5,3%	3,0%	4,1%	0,6%	2,6%	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	
Total Ingresos	1,9	2,8	2,6	66,2	197,2	195,7	177,8	180,6	143,4	136,1	136,3	109,7	111,4	115,2	53,1%	-5,4%
Cto. Total ingresos	-5,3%	44,8%	-6,9%	n.a.	197,9%	-0,7%	-9,2%	1,5%	-20,6%	-5,1%	0,1%	-19,5%	1,6%	3,5%		
EBITDA	0,5	1,2	1,2	0,9	6,2	5,4	1,9	1,7	(1,9)	3,4	1,0	2,3	5,5	6,3	7,9%	86,7%
Cto. EBITDA	-9,6%	171,5%	1,7%	-29,2%	607,4%	-13,7%	-65,2%	-11,2%	-212,8%	283,4%	-72,0%	136,0%	142,5%	13,8%		
EBITDA/Ingresos	23,4%	43,8%	47,8%	1,3%	3,2%	2,8%	1,1%	0,9%	n.a.	2,5%	0,7%	2,1%	5,0%	5,4%		
Beneficio neto	0,4	1,1	0,9	0,1	3,3	3,3	2,4	0,3	4,2	0,0	(2,7)	14,6	4,0	4,6	-25,4%	55,1%
Cto. Beneficio neto	-15,7%	216,1%	-19,6%	-88,6%	n.a.	-0,3%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	646,9%	-72,6%	15,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,6	5,6	5,6	5,6	10,2	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)	0,06	0,20	0,16	0,02	0,32	0,14	0,10	0,01	0,18	0,00	-0,11	0,63	0,17	0,20	-14,4%	55,1%
Cto. BPA	-15,7%	n.a.	-19,6%	-88,6%	n.a.	-56,0%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	n.a.	-72,6%	15,7%		
BPA ord. (EUR)	0,06	0,20	0,16	-0,02	0,37	0,15	0,04	0,04	-0,22	0,02	-0,22	-0,04	0,17	0,20	-18,6%	42,7%
Cto. BPA ord.	-15,7%	n.a.	-19,4%	n.a.	n.a.	-58,1%	-72,3%	-17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	81,1%	n.a.	15,7%		
CAPEX	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(3,3)	(10,0)	(10,0)	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(6,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
CAPEX/Vtas %	38,7%	9,5%	11,3%	5,0%	5,1%	5,1%	3,5%	2,8%	4,6%	2,8%	4,7%	3,0%	3,0%	3,0%		
Free Cash Flow	(0,3)	(0,5)	4,2	(35,9)	(3,1)	2,3	(4,7)	(7,1)	11,9	6,2	(11,0)	72,2	1,3	1,6	-44,3%	29,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,7x	0,6x	-2,9x	41,3x	6,4x	6,5x	20,5x	26,3x	n.a.	7,7x	40,4x	-14,6x	-6,3x	-5,8x		
PER (x)	16,6x	6,1x	14,1x	n.a.	16,8x	27,8x	29,1x	n.a.	14,2x	n.a.	n.a.	4,4x	16,0x	13,8x		
EV/Vtas (x)	4,97x	3,63x	1,53x	0,78x	0,55x	0,46x	0,88x	0,69x	0,68x	0,65x	0,73x	0,34x	0,34x	0,33x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	21,3x	8,3x	3,2x	n.a.	17,5x	16,7x	n.a.	n.a.	n.a.	25,9x	n.a.	16,5x	6,8x	6,0x		
Comport. Absoluto	n.a.	-34,0%	16,4%	86,4%	28,9%	87,9%	-27,3%	-24,2%	-4,0%	-9,7%	5,4%	-5,8%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	-45,6%	12,3%	100,8%	31,5%	75,0%	-14,5%	-32,2%	13,5%	-16,4%	11,6%	-23,3%				

- (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 (VPO) 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)	139,5	151,7
EV (Mn EUR y USD)	280,5	305,0
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,85 / 6,28 / 5,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	0,6	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Vaqué-Boix	61,7
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,6
Otros	2,4
Free Float	5,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	21,4	22,2	23,1	24,4
EBITDA Rec.	14,8	15,2	15,9	17,0
% Var.	11,6	3,0	4,5	6,8
% EBITDA Rec./Ing.	69,1	68,4	68,6	69,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	5,5	11,2	6,2	5,8
Beneficio neto	10,9	12,4	13,2	13,5
BPA (EUR)	0,47	0,53	0,57	0,58
% Var.	-62,0	12,9	6,8	2,4
BPA ord. (EUR)	0,45	0,47	0,50	0,55
% Var.	26,7	3,4	7,7	8,9
Free Cash Flow Rec.	6,3	10,8	10,2	10,9
Pay-out (%)	53,1	46,8	43,8	42,8
DPA (EUR)	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda financiera neta	49,4	40,5	32,7	25,4
DN / EBITDA Rec.(x)	3,3	2,7	2,1	1,5
ROE (%)	2,8	3,2	3,3	3,3
ROCE (%)	2,5	2,8	2,9	3,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	12,7	11,3	10,6	10,3
PER Ordinario	13,2	12,8	11,9	10,9
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3
Dividend Yield (%)	4,2	4,1	4,1	4,1
EV/Ventas	13,12	12,61	12,12	11,48
EV/EBITDA Rec.	19,0	18,4	17,7	16,5
EV/EBIT	18,3	16,5	15,8	15,6
FCF Yield (%)	4,5	7,8	7,3	7,8

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-2,4	0,0	-8,3	-23,6

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Los resultados 1T24 cumplen expectativas. Los ingresos por rentas crecen +6,0% vs 1T23 por: (i) la actualización de precios y (ii) el aumento en la ocupación. Se confirma la mejora en el margen EBITDA vista durante el último año (Mg. EBITDA rec. 66,3%; +5,9 p.p. vs 1T23) por la contención de costes y la actualización de rentas antiguas.

El negocio promotor marcará la diferencia en 2024e. Esperamos unos ingresos 2024e por rentas de EUR 20,1Mn (+4,1%) de una actividad patrimonialista muy consolidada (ocupación del 96% y con la capacidad de subir rentas; vs EUR 19,3Mn en 2022). En el negocio promotor, esperamos que se lleve a cabo la primera entrega de la promoción de L'Hospitalet (que supondrá un Resultado Neto de EUR 1,7Mn) empujando el EBITDA hasta los EUR 16,9Mn (+14,9% vs 2022).

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

Elevada exposición al sector residencial. Cerca del 80% de su cartera son viviendas (en su mayoría VPO). CEV es la única inmobiliaria de alquiler residencial en el mercado continuo. La escasez de oferta actual de viviendas le otorga un grado extra de defensividad (menos sensibles al ciclo).

Proyecto HMB, en donde CEV (con una participación del 25%) junto con Neinor y el ayuntamiento de Barcelona, promoverán y gestionarán 4.500 viviendas de alquiler asequibles en el área metropolitana de la ciudad a partir de 2026e.

"Upside" adicional por la actualización de rentas antiguas. El 25,1% de la cartera residencial son VPO con rentas muy por debajo del mercado. Con el cambio de régimen legal (a partir de 2025e), CEV espera impulsar la rentabilidad de la cartera.

Apalancamiento conservador. La deuda neta 2023 asciende a de EUR 49,4Mn (vs EUR 49,6Mn en 2022), el apalancamiento (LTV) se situó en 10,8% (muy por debajo del sector: 40%). Tras las entregas de las promociones de L'Hospitalet y Montgat, esperamos una reducción de la deuda neta hasta los EUR 25,4Mn en 2026e.

Enorme visibilidad del negocio patrimonialista con un dividendo "seguro". Estimamos un crecimiento a dígito medio (+4,6% TACC 2023-2026e) hasta alcanzar ingresos de EUR 24,4Mn con un margen EBITDA rec. del 69,4% en 2026e. Sin contar el negocio promocional que elevaría el Margen EBITDA hasta el 73,0%. Esperamos un dividendo anual de EUR 0,25/acc. (+25% vs 2022; Dividend Yield: 4,1%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. La nueva Ley de Vivienda limita la capacidad de actualizar las rentas de los nuevos contratos en las viviendas libres en zonas "tensionadas" (c. 11% de la cartera de CEV está afectada por la ley, estimamos un impacto limitado).

Concentración geográfica, con el 100% de los inmuebles en Cataluña (principalmente en Barcelona y su área metropolitana). Lo que aumenta el riesgo regulatorio y la dependencia de las condiciones económicas de esta región.

Altas tasas de interés durante un mayor tiempo. De mantenerse los tipos de interés altos por un mayor tiempo, tendría un efecto inevitable en las valoraciones de los inmuebles. Reduciendo el GAV e incrementando el apalancamiento de CEV.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Descuento elevado frente al NAV. Comportamiento -12m del -8,3% (-24% vs sector), y descuento de c. 60% vs NAV (vs 40% descuento medio del sector). El catalizador a m/p son las entregas de las promociones junto con el proyecto HMB (que no estarían cotizadas aún). La posición de balance sana (LTV 23: 11%) junto con la recurrencia del negocio patrimonial (respaldado por la elevada ocupación), explican el perfil defensivo de CEV frente a la incertidumbre actual del sector. 2024e: FCF Yield 7,8%; PER 11,3x. Todo ello asociado a un modelo de negocio de bajo riesgo.



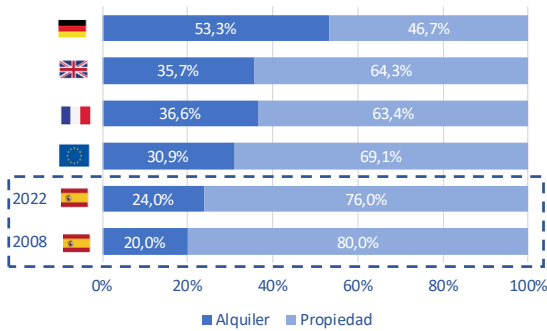
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0		
Inmovilizado material	456,2	461,7	479,8	496,5	499,0	490,0	481,0	472,1		
Otros activos no corrientes	4,0	4,0	3,4	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8		
Inmovilizado financiero	10,0	7,1	10,3	12,2	11,7	19,8	28,4	37,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	23,0	26,3	34,3	27,7	33,3	32,4	33,6	35,2		
Total activo	494,1	500,0	528,8	539,3	546,9	545,2	545,9	547,4		
Patrimonio neto	332,8	337,2	357,5	383,6	388,2	394,8	402,2	409,9		
Minoritarios	10,0	10,5	11,4	12,8	13,5	14,3	15,2	16,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	83,1	83,7	85,3	89,8	89,8	89,8	89,8	89,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	65,8	64,9	69,5	49,6	49,4	40,5	32,7	25,4		
Pasivo circulante	2,5	3,7	5,0	3,5	6,1	5,8	6,0	6,3		
Total pasivo	494,1	500,0	528,8	539,3	546,9	545,2	545,9	547,4		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	19,0	19,1	19,4	20,4	21,4	22,2	23,1	24,4	3,1%	4,6%
Cto. Total Ingresos	5,3%	0,6%	1,9%	5,2%	4,5%	4,1%	4,1%	5,6%		
Coste de ventas	(0,9)	(0,8)	(1,2)	(1,7)	(1,0)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
Margen Bruto	18,1	18,2	18,2	18,8	20,4	21,0	21,8	23,0	3,1%	4,1%
Margen Bruto / Ingresos	95,3%	95,7%	93,8%	91,9%	95,4%	94,2%	94,2%	94,3%		
Gastos de personal	(3,2)	(3,1)	(3,4)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,9)		
EBITDA recurrente	13,2	13,5	13,3	13,2	14,8	15,2	15,9	17,0	2,8%	4,7%
Cto. EBITDA recurrente	5,7%	1,7%	-1,4%	-0,4%	11,6%	3,0%	4,5%	6,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	69,9%	70,7%	68,3%	64,7%	69,1%	68,4%	68,6%	69,4%		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	(0,1)	(1,0)	0,4	4,4	(0,0)	1,7	1,7	0,9		
EBITDA	13,1	12,5	13,7	17,6	14,7	16,9	17,6	17,8	2,9%	6,6%
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,1)	0,4	(0,1)	0,1	0,1	0,1	0,1		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	16,8	0,2	17,9	15,5	0,5	-	-	-		
EBIT	29,8	12,6	32,0	33,1	15,3	17,0	17,7	17,9	-15,3%	5,3%
Cto. EBIT	-51,2%	-57,7%	154,1%	3,3%	-53,6%	11,0%	4,0%	1,3%		
EBIT / Ingresos	n.a.	66,1%	n.a.	n.a.	71,8%	76,6%	76,5%	73,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,6)	(1,3)	(1,5)	(1,3)	(1,6)	(1,5)	(1,1)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario	28,2	11,3	30,5	31,7	13,7	15,5	16,6	17,0	-16,5%	7,4%
Cto. Beneficio ordinario	-52,7%	-59,8%	169,9%	3,9%	-56,8%	13,4%	6,8%	2,4%		
Extraordinarios	-	-	-	5,9	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	28,2	11,3	30,5	37,7	13,7	15,5	16,6	17,0	-16,5%	7,4%
Impuestos	(5,4)	(1,5)	(5,2)	(7,9)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,6)		
Tasa fiscal efectiva	19,1%	13,2%	16,9%	21,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
Minoritarios	(0,8)	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	22,0	9,3	24,5	28,7	10,9	12,4	13,2	13,5	-16,1%	7,4%
Cto. Beneficio neto	-51,2%	-57,9%	164,8%	17,2%	-62,0%	13,4%	6,8%	2,4%		
Beneficio ordinario neto	8,5	10,0	9,3	8,3	10,5	10,9	11,7	12,8	5,4%	6,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	24,4%	17,2%	-6,4%	-11,0%	26,5%	3,8%	7,7%	8,9%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						15,2	15,9	17,0	2,8%	4,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						0,7	(1,0)	(1,4)		
Cash Flow operativo recurrente						15,9	14,9	15,6	-3,0%	9,8%
CAPEX						(1,2)	(1,2)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,5)	(1,1)	(0,9)		
Impuestos						(2,3)	(2,5)	(2,6)		
Free Cash Flow Recurrente						10,8	10,2	10,9	-1,1%	20,2%
Promoción y otros no recurrentes						12,0	12,0	11,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(8,1)	(8,6)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						14,7	13,6	13,1	-4,6%	28,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(5,8)	(5,8)	(5,8)		
Variación de Deuda financiera neta						(8,9)	(7,8)	(7,3)		

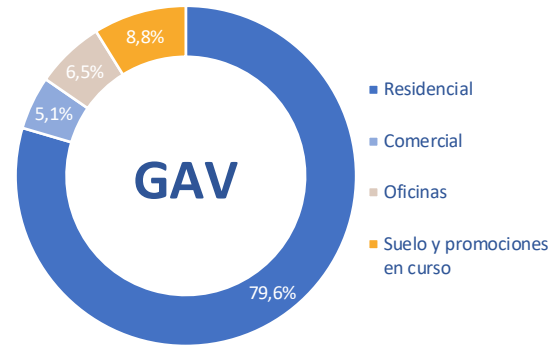


La compañía en 8 gráficos

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



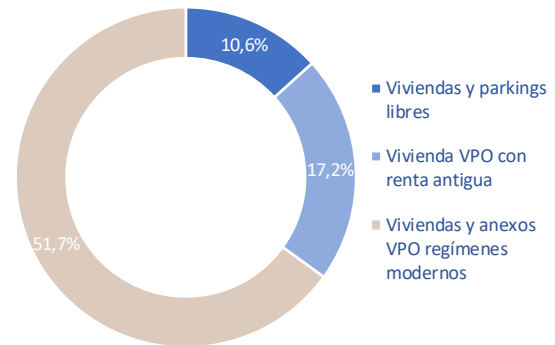
Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (c. 80% s/GAV 2023)...



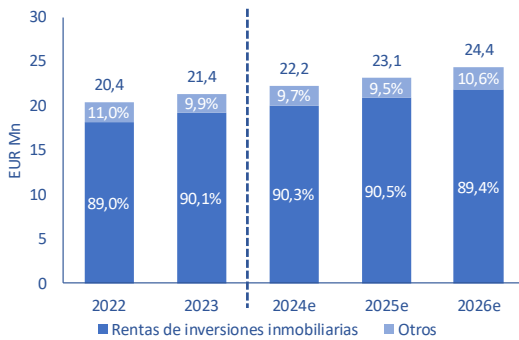
... con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)



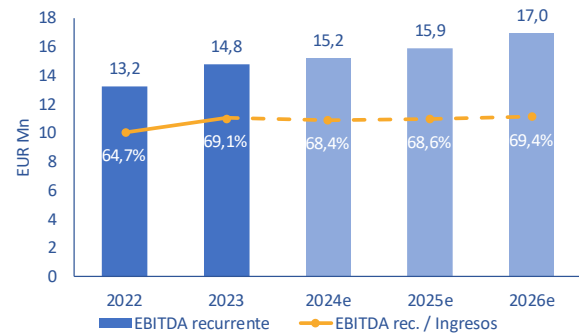
Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas



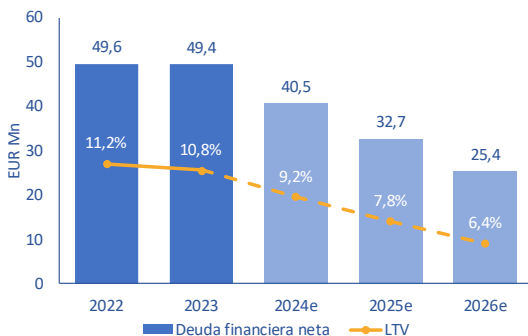
Hasta 2026e la visibilidad es enorme, en ingresos (+4,6% TACC 23-26e)



Y en márgenes (EBITDA Rec: +4,7% TACC 23-26e). Mg. EBITDA > 65%



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento en niveles muy conservadores (LTV < 10%)



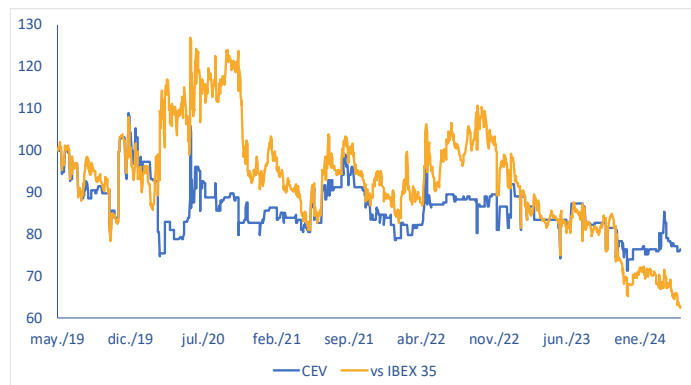
Cotizando con un descuento de c. 60% frente al EPRA NRV

EUR Mn	2022	2023	22-23
GAV	536,2	546,3	1,9%
EPRA NAV/NRV	483,7	490,2	1,3%
EPRA NAV/NTA	423,9	427,2	0,8%
EPRA NAV/NDV	400,9	406,7	1,4%
<i>Number of shares</i>	23,2	23,2	0,0%
<i>EPRA NAV/NRV per share</i>	20,89	21,17	1,3%
<i>EPRA NAV/NTA per share</i>	18,31	18,45	0,8%
<i>EPRA NAV/NDV per share</i>	17,32	17,57	1,4%

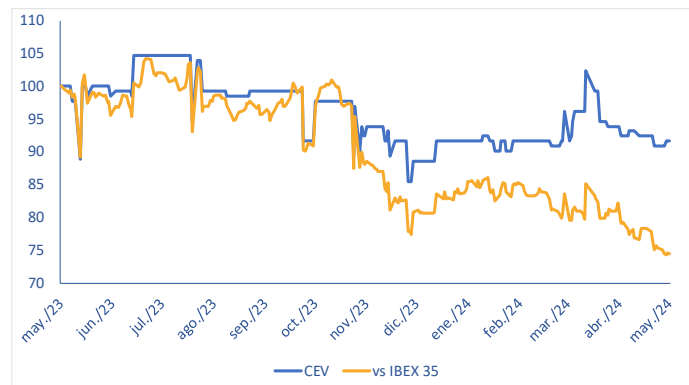


Evolución de la cotización

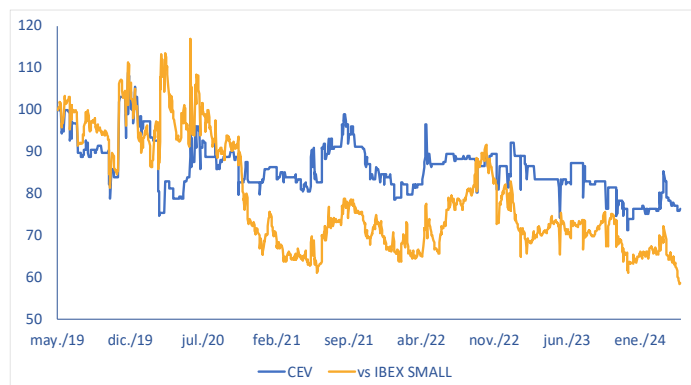
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



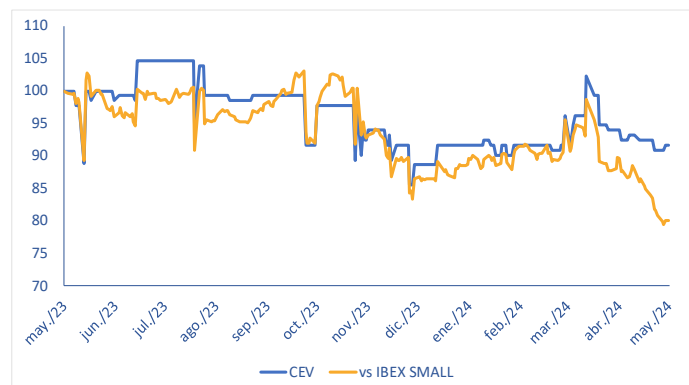
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



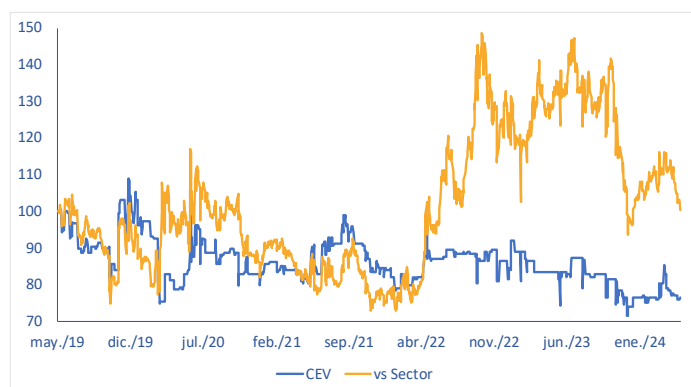
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



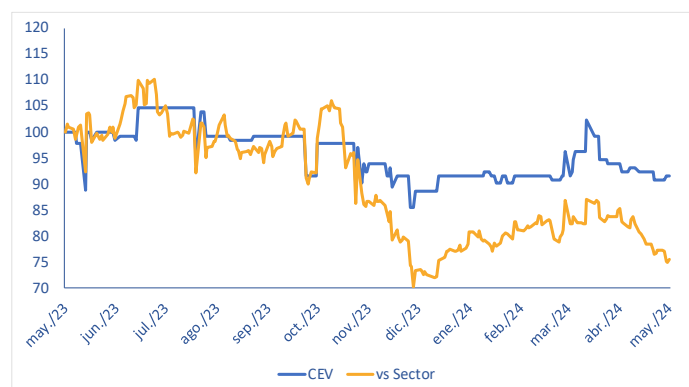
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-2,4	0,0	-8,3	0,0	-6,3	-23,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	-8,4	-12,7	-25,5	-10,8	-24,3	-37,4
vs Euro STOXX 50	-5,3	-5,9	-21,8	-10,7	-25,9	-48,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-10,7	-12,5	-20,0	-10,2	-8,4	-41,3
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-7,5	-7,4	-12,8	-7,2	1,3	-36,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-8,1	-6,8	-11,0	-5,4	15,0	-36,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	-11,3	-6,8	-24,4	0,5	22,0	1,0

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



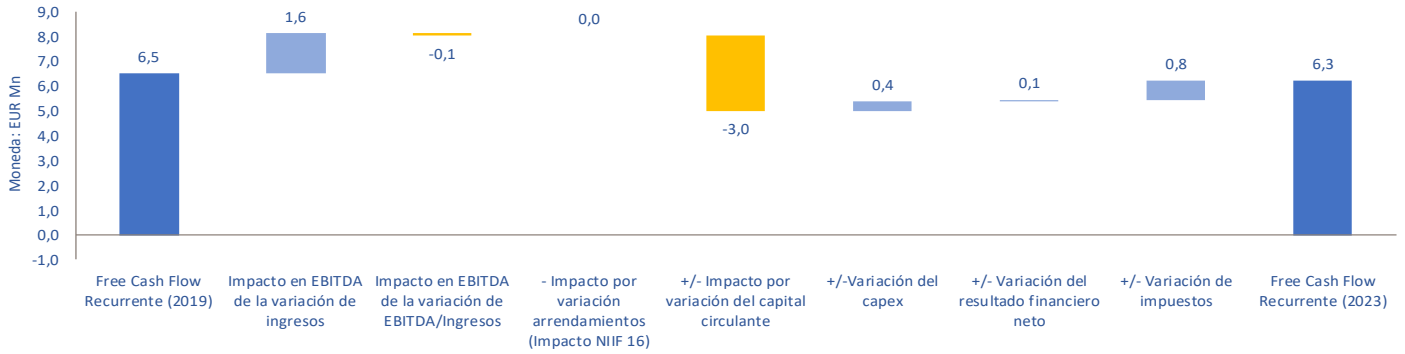
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	13,5	13,3	13,2	14,8	15,2	15,9	17,0	3,1%	4,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	1,7%	-1,4%	-0,4%	11,6%	3,0%	4,5%	6,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	70,7%	68,3%	64,7%	69,1%	68,4%	68,6%	69,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,1)	(6,8)	5,1	(3,0)	0,7	(1,0)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	11,4	6,5	18,3	11,7	15,9	14,9	15,6	1,0%	9,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-14,1%	-42,8%	181,8%	-36,0%	35,0%	-6,0%	4,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	59,7%	33,5%	89,7%	55,0%	71,3%	64,4%	63,7%		
- CAPEX	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(1,5)	(1,1)	(0,9)		
- Impuestos	(1,9)	(0,6)	(7,9)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,6)		
= Free Cash Flow recurrente	3,5	3,0	8,0	6,3	10,8	10,2	10,9	21,2%	20,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-46,1%	-13,6%	162,7%	-21,6%	73,2%	-6,2%	6,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	18,4%	15,6%	39,0%	29,2%	48,7%	43,9%	44,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	4,4	(0,0)	12,0	12,0	11,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,8	(9,4)	4,0	-	(8,1)	(8,6)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	6,3	6,3	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	5,4	(0,0)	22,7	6,2	14,7	13,6	13,1	4,6%	28,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-27,5%	-100,4%	n.a.	-72,5%	136,5%	-7,9%	-3,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,5%	2,2%	5,7%	4,5%	7,8%	7,3%	7,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,9%	n.a.	16,2%	4,5%	10,6%	9,7%	9,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	6,5	3,5	3,0	8,0	6,3	10,8	10,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,3	0,7	0,6	0,6	0,6	0,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(0,5)	(0,7)	0,9	(0,2)	0,1	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	0,2	(0,2)	(0,0)	1,5	0,4	0,7	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,1)	(4,7)	11,9	(8,1)	3,7	(1,6)	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,9)	(4,9)	11,8	(6,6)	4,1	(0,9)	0,7		
+/- Variación del CAPEX	(2,4)	3,1	0,3	(0,6)	0,6	0,1	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,1)	0,1	(0,3)	0,1	0,4	0,2		
+/- Variación de impuestos	0,9	1,3	(7,3)	5,8	(0,3)	(0,2)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(3,0)	(0,5)	4,9	(1,7)	4,6	(0,7)	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	3,5	3,0	8,0	6,3	10,8	10,2	10,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	12,6	32,0	33,1	15,3	17,0	17,7	17,9	6,8%	5,3%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	13,2%	16,9%	21,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,3)	(2,6)	(2,7)	(2,7)		
EBITDA recurrente	13,5	13,3	13,2	14,8	15,2	15,9	17,0	3,1%	4,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,1)	(6,8)	5,1	(3,0)	0,7	(1,0)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	11,4	6,5	18,3	11,7	15,9	14,9	15,6	1,0%	9,8%
- CAPEX	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,3)	(2,6)	(2,7)	(2,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,2	(0,4)	10,2	7,6	12,1	11,1	11,6	13,9%	15,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-3,7%	-107,2%	n.a.	-25,6%	58,4%	-8,2%	5,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	27,0%	n.a.	50,1%	35,7%	54,3%	47,9%	47,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,8	(9,4)	4,0	-	(8,1)	(8,6)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	6,3	6,3	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	7,1	(3,4)	20,6	7,6	4,0	2,5	2,8	2,5%	-28,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	11,8%	-148,4%	700,0%	-63,0%	-47,9%	-37,4%	13,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,8%	n.a.	3,7%	2,7%	4,3%	4,0%	4,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	2,5%	n.a.	7,3%	2,7%	1,4%	0,9%	1,0%		

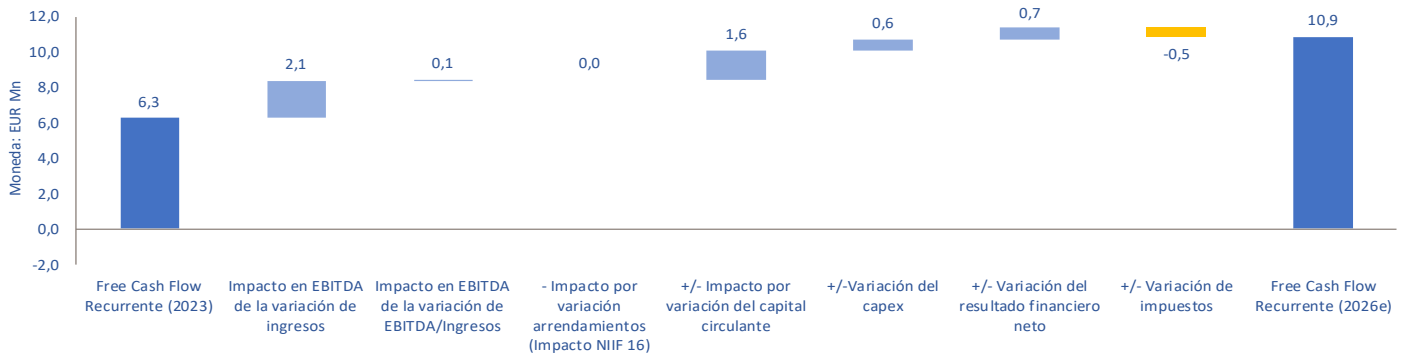


Analítica del Free Cash Flow (II)

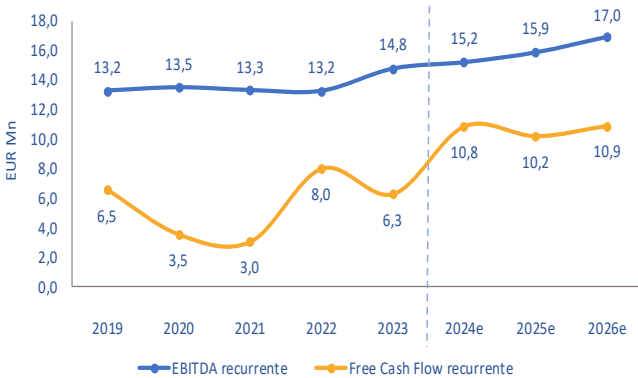
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



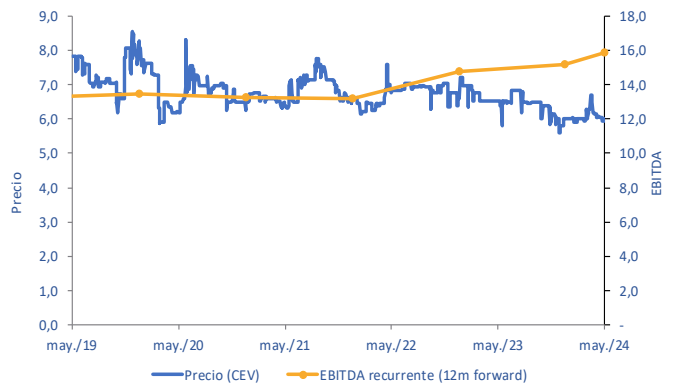
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,0	2,5	2,8	183,1			
Market Cap	139,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	49,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			5,3%	5,8%	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			4,2%	4,6%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			1,0	1,1	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			8,8%	10,4%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,2%	D			=	=	
WACC	8,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,6%	8,9%	
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	139,5	
+ Minoritarios	13,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	89,8	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	49,4	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	11,7	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	280,5	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	5,1%	2,3%	5,3%	5,0%	2,5%
	2022	2026e			
ROCE - WACC	-5,5%	-5,0%			
FCF Yield - WACC	-3,5%	-0,2%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	72,0%	16,7	16,8x
Central	68,6%	15,9	17,7x
Min	65,2%	15,1	18,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	4,5%	5,0%		5,5%	Max	Central
16,7	11,1	10,9	10,8	Max	7,9%	7,8%	7,8%
15,9	10,3	10,2	10,0	Central	7,4%	7,3%	7,2%
15,1	9,5	9,4	9,3	Min	6,8%	6,7%	6,6%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	46,4%	50,0%	53,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	15,4%	14,6%	15,7%



Principales comparables 2024e

SOCIMIS

	EUR Mn	Merlin				Average	CEV
		Properties	Colonial	Lar España	Árma		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	5.082,9	3.345,6	601,8	236,0		139,5
	Enterprise value (EV)	9.115,3	9.134,4	1.007,9	284,8		280,5
Información financiera básica	Total Ingresos	496,9	389,2	94,0	14,0		22,2
	Cto.Total Ingresos	5,8%	-2,6%	-18,6%	39,0%	5,9%	4,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,2%	3,9%	5,5%	n.a.	5,9%	4,8%
	EBITDA	382,3	317,2	68,2	4,0		16,9
	Cto. EBITDA	9,8%	0,3%	n.a.	241,5%	83,9%	14,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,7%	4,8%	4,9%	n.a.	6,5%	2,6%
	EBITDA/Ingresos	76,9%	81,5%	72,6%	28,6%	64,9%	76,2%
	EBIT	356,7	310,6	67,8	(2,0)		17,0
	Cto. EBIT	3,1%	1,0%	-21,5%	31,1%	3,4%	11,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	16,1%	9,3%	5,2%	n.a.	10,2%	2,6%
	EBIT/Ingresos	71,8%	79,8%	72,1%	n.a.	74,6%	76,6%
	Beneficio Neto	272,3	175,5	57,6	(5,0)		12,4
	Cto. Beneficio Neto	426,2%	117,2%	56,7%	84,7%	171,2%	13,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	15,5%	7,0%	4,5%	n.a.	9,0%	4,6%
	CAPEX/Ventas	52,3%	9,0%	12,1%	157,1%	57,6%	5,5%
Free Cash Flow	197,5	272,7	33,1	n.a.		14,7	
Deuda financiera Neta	4.260,5	4.733,1	435,0	88,0		40,5	
DN/EBITDA (x)	11,1	14,9	6,4	22,0	13,6	2,7	
Pay-out	76,6%	83,0%	99,2%	-10,5%	62,1%	46,8%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,1	19,2	10,4	n.a.	15,9	11,3
	P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	n.a.	0,7	0,4
	EV/Ingresos (x)	18,3	23,5	10,7	n.a.	17,5	12,6
	EV/EBITDA (x)	23,8	28,8	14,8	n.a.	22,5	18,4
	EV/EBIT (x)	25,6	29,4	14,9	n.a.	23,3	16,5
	ROE	4,4	3,8	6,4	n.a.	4,9	3,2
	FCF Yield (%)	3,9	8,2	5,5	n.a.	5,8	7,8
	DPA	0,45	0,27	0,68	0,02	0,36	0,25
	Dvd Yield	4,1%	4,4%	9,5%	0,2%	4,6%	4,1%

(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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos	19,6	17,4	16,4	13,9	14,6	16,1	19,0	19,1	19,4	20,4	21,4	22,2	23,1	24,4	0,8%	4,6%
Cto. Total Ingresos	8,1%	-11,5%	-5,5%	-15,5%	5,2%	10,2%	17,7%	0,6%	1,9%	5,2%	4,5%	4,1%	4,1%	5,6%		
EBITDA	8,0	7,3	8,5	8,6	7,9	10,0	13,1	12,5	13,7	17,6	14,7	16,9	17,6	17,8	6,3%	6,6%
Cto. EBITDA	17,7%	-9,0%	16,1%	2,0%	-8,1%	25,7%	31,6%	-5,0%	9,3%	28,8%	-16,2%	14,9%	4,0%	1,3%		
EBITDA/Ingresos	40,8%	42,0%	51,5%	62,2%	54,4%	62,0%	69,3%	65,5%	70,3%	86,0%	69,0%	76,2%	76,1%	73,0%		
Beneficio neto	3,0	22,6	5,6	13,0	14,5	45,0	22,0	9,3	24,5	28,7	10,9	12,4	13,2	13,5	13,7%	7,4%
Cto. Beneficio neto	21,3%	647,0%	-75,3%	134,2%	11,6%	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	17,2%	-62,0%	13,4%	6,8%	2,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,2	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)	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,95	0,40	1,06	1,24	0,47	0,53	0,57	0,58	13,7%	7,3%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-51,1%	-57,9%	n.a.	17,2%	-62,0%	12,9%	6,8%	2,4%		
BPA ord. (EUR)	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,37	0,43	0,40	0,36	0,45	0,47	0,50	0,55	13,3%	6,6%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-81,1%	17,2%	-6,5%	-11,0%	26,7%	3,4%	7,7%	8,9%		
CAPEX	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
CAPEX/Vtas % ¹	9,0%	3,2%	8,4%	31,8%	182,4%	19,4%	11,7%	24,0%	7,5%	5,7%	8,5%	5,5%	5,0%	5,0%		
Free Cash Flow	1,5	3,8	(1,6)	(4,5)	(21,8)	4,3	7,5	5,4	(0,0)	22,7	6,2	14,7	13,6	13,1	15,6%	28,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	5,5x	7,0x	6,5x	4,9x	7,9x	6,8x	5,0x	5,2x	5,1x	2,8x	3,4x	2,4x	1,9x	1,4x		
PER (x)	47,4x	5,1x	23,1x	14,2x	6,2x	3,2x	8,5x	16,2x	6,3x	5,4x	12,7x	11,3x	10,6x	10,3x		
EV/Vtas (x)	11,05x	11,16x	12,78x	19,08x	11,82x	14,84x	18,67x	16,35x	16,20x	15,43x	13,08x	12,61x	12,12x	11,48x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	27,1x	26,6x	24,8x	30,7x	21,7x	23,9x	26,9x	25,0x	23,1x	17,9x	19,0x	16,6x	15,9x	15,7x		
Comport. Absoluto	-3,2%	-18,8%	10,8%	44,5%	-51,7%	61,5%	29,6%	-19,7%	2,1%	0,1%	-9,7%	0,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-20,3%	-21,7%	19,4%	47,5%	-55,1%	89,9%	15,9%	-5,1%	-5,4%	6,0%	-26,4%	-10,8%				

(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).

Clerhp Estructuras (CLR), es una Small Cap de ingeniería de estructuras (integrada verticalmente). En 2022, adquirió terrenos en la R. Dominicana (RD) para iniciar el proyecto Larimar (construcción de c.20.000 apartamentos, villas, hoteles...). Cambiando por completo la compañía. Que pasaría a ser (desde 2025e) esencialmente, una promotora turística y residencial en RD. CLR cotiza en BME Growth desde marzo de 2016.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	57,9	63,0
EV (Mn EUR y USD)	67,8	73,7
Número de Acciones (Mn)	14,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,00 / 3,42 / 2,57	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,10	
Rotación ⁽¹⁾	42,2	
Factset / Bloomberg	CLR-ES / CLR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

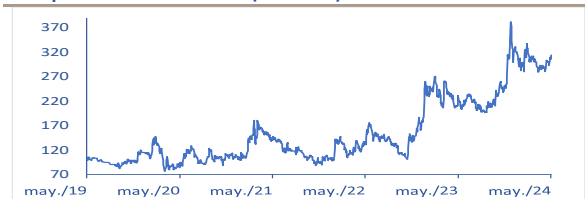
Familia Romero	26,5
Trina World Wide	10,2
Alejandro Clemares Sempere	7,5
Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,4
Free Float	44,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	13,6	14,1	14,1	14,1
Total Ingresos	17,5	29,3	59,2	145,9
EBITDA Rec.	4,4	12,0	13,3	33,9
% Var.	6,0	170,9	11,6	154,3
% EBITDA Rec./Ing.	25,2	40,8	22,6	23,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	5,5	11,2	6,2	5,8
Beneficio neto	0,8	7,0	6,2	20,9
BPA (EUR)	0,06	0,50	0,44	1,48
% Var.	-50,5	758,9	-12,2	237,3
BPA ord. (EUR)	0,00	0,50	0,44	1,48
% Var.	-97,0	n.a.	-12,2	237,3
Free Cash Flow Rec.	-2,6	-15,3	-42,1	40,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,6	24,9	67,0	26,9
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	2,1	5,0	0,8
ROE (%)	19,0	72,7	37,9	70,0
ROCE (%)	37,4	31,3	14,8	31,1

Ratios y Múltiplos (x)

PER	70,6	8,2	9,4	2,8
PER Ordinario	n.a.	8,2	9,4	2,8
P/BV	9,4	4,4	3,0	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,87	2,31	1,15	0,46
EV/EBITDA Rec.	15,3	5,7	5,1	2,0
EV/EBIT	13,3	5,7	5,2	2,0
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	69,3

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	9,6	-1,4	36,0	214,5

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

(3) Otros: Meca Alcázar 5,1%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

El negocio de ejecución de estructuras situó los ingresos 2023 en EUR 17,5Mn (99% s/ventas), +23% vs 2022 (EUR 14,2Mn). Y el EBITDA Rec. en EUR 4,4Mn (vs EUR 4,2Mn en 2022). Por áreas geográficas la Rep. Dominicana (RD) representó el 79% de los ingresos 2023 (vs 58% 2022), Paraguay el 20% (vs 27%) y España el 1% (vs 15%).

Esperamos un fuerte "salto" en ingresos en 2024e... hasta EUR 29,3Mn (+68% vs 2023). Gracias a la ejecución de la cartera de proyectos, que a cierre de 2023 se situaba en EUR 125Mn. Donde c.68% corresponde a la línea de negocio de ejecución de estructuras, elevando significativamente la visibilidad para los próximos años. En 2024e, esta línea de negocio supondría el 100% de los ingresos.

... y en EBITDA Recurrente hasta EUR 12,0Mn (vs EUR 4,4Mn en 2023). Debido al fuerte crecimiento en la parte alta del P&L y la capacidad de apalancamiento operativo del negocio (tradicional) de estructuras de CLR. Aunque la generación de caja estará penalizada por la fuerte inversión en el proyecto Larimar.

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

Proyecto Larimar City & Resorts. En 2022, CLR adquirió unos terrenos en la RD para el desarrollo de 2,7Mn de m2 de edificaciones residenciales (c.20.000 apartamentos y villas), hoteles, restaurantes, campos de golf. Es decir, un auténtico punto de inflexión para CLR (entrando en el negocio de promoción inmobiliaria). Con impacto en P&L desde 2025e, aunque con impacto en caja desde 2023. Pasando, por tanto, a ser desde 2025e, esencialmente, una promotora turística y residencial en RD. La reciente (19 de mayo 2024) reelección del gobierno de RD reduce el riesgo político/macro de CLR.

Ritmo de las ventas y entregas. Ya que todas las demás variables (ingresos, EBITDA Rec., DN, FCF...) dependen de la evolución de las entregas de Larimar.

Fortísimo salto en ingresos y EBITDA Rec. por el proyecto Larimar. Acelerando de forma sideral el crec. en ingresos hasta EUR 145,9Mn en 2026e (+103% TACC 2023-26e). Y multiplicando el EBITDA Rec. 2023 por 8x hasta EUR 33,9Mn. Que provocaría un cambio casi total en el mix de ingresos. En 2026e, promoción inmobiliaria supondría el 90% del mix (vs 0% en 2024e). Los años 2024e (comercialización) y 2025e (inicio de las entregas) serán clave para cuantificar el atractivo de la combinación de crec./riesgo que CLR ofrece. Y en qué medida se materializará realmente la enorme reserva de valor que "sobre el papel" contiene Larimar.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Disparidad del tamaño del proyecto Larimar City & Resort vs balance actual de CLR. A cierre de 2023, la compañía tenía un patrimonio neto de EUR 6,2Mn. Lo que, puesto en relación con el megaproyecto inmobiliario que está desarrollando (c.EUR 310Mn de inversión entre 2024e-26e según nuestros números), implica un riesgo teórico (financiero y contable) evidente, ya que la capacidad de responder a imprevistos (crisis que afecten a la demanda, deterioros) es mínima.

Ralentización de las entregas, que impactaría inevitablemente en el negocio promotor de CLR, implicando un mayor consumo de caja y menores márgenes.

Estructura de capital. Ya que el salto en tamaño demanda financiación y cambiará la estructura de capital de la compañía. Presumiblemente con fuerte dilución del accionariado actual o fuerte aumento de la DN (especialmente en 2025e).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Cotizando a múltiplos bajos. Nuestros números para 2024e (sin impacto del proyecto Larimar) estarían cotizando a un EV/EBITDA Rec. 5,7x (5,1x 2025e; 2,0x 2026e...). CLR es una opción de inversión realmente singular en el inmobiliario cotizado español. Y dados los números un valor que "obligatoriamente" hay que, al menos, vigilar. El performance de CLR -12m (+10,6% vs Ibex 35) indicaría que Larimar y su impacto todavía no está cotizando.



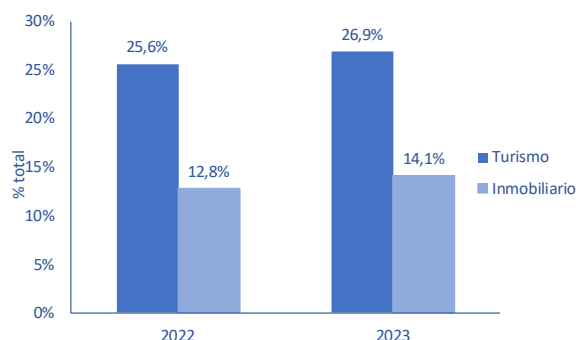
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,4	2,0	2,7	0,8	0,5	1,5	2,4	3,4		
Inmovilizado material	4,2	4,2	3,4	3,9	4,5	6,8	8,9	11,3		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Inmovilizado financiero	0,2	1,0	0,9	5,5	3,9	3,9	3,9	3,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	0,3	0,2	-	-	-	-	-		
Activo circulante	7,0	9,7	9,2	13,0	29,1	59,5	137,5	220,7		
Total activo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2	71,7	152,8	239,3		
Patrimonio neto	3,7	1,9	(2,8)	2,2	6,2	13,2	19,4	40,3		
Minoritarios	0,3	0,7	0,1	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	0,3	0,2	3,0	4,3	4,3	4,3	4,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	5,5	11,5	15,7	11,7	9,6	24,9	67,0	26,9		
Pasivo circulante	2,1	3,0	3,6	6,4	18,3	29,6	62,3	168,1		
Total pasivo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2	71,7	152,8	239,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	14,0	10,3	6,1	14,2	17,5	29,3	59,2	145,9	19-23	23-26e
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>31,9%</i>	<i>-26,5%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>133,5%</i>	<i>23,0%</i>	<i>67,7%</i>	<i>101,7%</i>	<i>146,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>n.a.</i>
Coste de ventas	(4,1)	(1,9)	(2,7)	(3,3)	(5,9)	(9,2)	(36,7)	(100,7)		
Margen Bruto	9,9	8,3	3,4	10,9	11,6	20,2	22,5	45,2	4,0%	57,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,0%</i>	<i>81,1%</i>	<i>55,2%</i>	<i>76,5%</i>	<i>66,4%</i>	<i>68,8%</i>	<i>38,0%</i>	<i>31,0%</i>		
Gastos de personal	(5,1)	(4,6)	(3,6)	(3,2)	(3,5)	(4,4)	(5,1)	(6,8)		
Otros costes de explotación	(2,2)	(3,3)	(3,6)	(3,5)	(3,7)	(3,8)	(4,0)	(4,5)		
EBITDA recurrente	2,6	0,4	(3,8)	4,2	4,4	12,0	13,3	33,9	14,3%	97,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>43,7%</i>	<i>-83,2%</i>	<i>-979,3%</i>	<i>208,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>170,9%</i>	<i>11,6%</i>	<i>154,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>18,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>29,3%</i>	<i>25,2%</i>	<i>40,8%</i>	<i>22,6%</i>	<i>23,3%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(0,0)	0,0	-	1,0	-	-	-		
EBITDA	2,6	0,4	(3,8)	4,2	5,5	12,0	13,3	33,9	20,4%	83,9%
Depreciación y provisiones	(0,7)	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(1,0)	(1,4)	(1,3)		
Gastos capitalizados	0,1	0,8	0,9	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	2,0	0,2	(3,9)	3,4	5,1	11,9	12,9	33,6	26,3%	87,3%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>23,4%</i>	<i>-88,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>188,9%</i>	<i>48,7%</i>	<i>133,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>159,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>14,3%</i>	<i>2,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>24,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>40,6%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(1,2)	(1,1)	(2,1)	(4,1)	(2,0)	(4,3)	(4,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0	9,9	8,7	29,2	-7,6%	n.a.
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>0,6%</i>	<i>-168,2%</i>	<i>-427,5%</i>	<i>127,4%</i>	<i>-26,1%</i>	<i>879,8%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>237,3%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0	9,9	8,7	29,2	-7,6%	n.a.
Impuestos	(0,4)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(2,8)	(2,5)	(8,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>25,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,6%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,7%</i>		
Minoritarios	(0,1)	0,0	0,1	0,0	0,1	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	0,2	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,0	(1,1)	(5,0)	1,4	0,8	7,0	6,2	20,9	-5,0%	n.a.
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>19,9%</i>	<i>-211,6%</i>	<i>-360,1%</i>	<i>127,8%</i>	<i>-42,7%</i>	<i>785,9%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>237,3%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,0	(0,9)	(4,9)	1,2	0,0	7,0	6,2	20,9	-54,3%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>1,8%</i>	<i>-189,8%</i>	<i>-466,5%</i>	<i>124,9%</i>	<i>-96,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-12,2%</i>	<i>237,3%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						12,0	13,3	33,9	14,3%	97,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(19,2)	(45,2)	22,6		
Cash Flow operativo recurrente						-7,2	-31,8	56,5	52,5%	n.a.
CAPEX						(3,2)	(3,6)	(3,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,0)	(4,3)	(4,3)		
Impuestos						(2,8)	(2,5)	(8,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(15,3)	(42,1)	40,1	4,0%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(15,3)	(42,1)	40,1	19,2%	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						15,3	42,1	(40,1)		

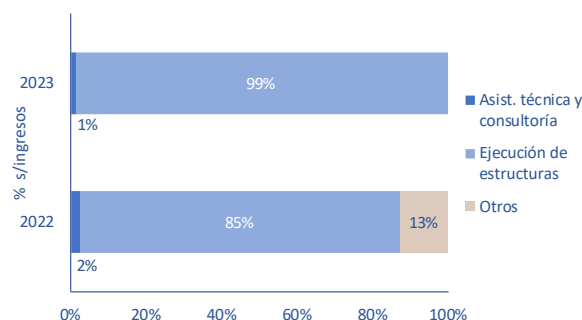


La compañía en 8 gráficos

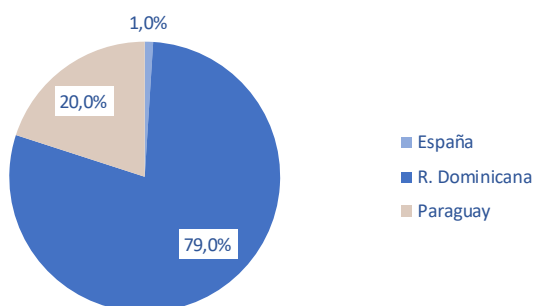
El turismo y la construcción son dos sectores clave para la R. Dominicana. Atrayendo un elevado % de la IED anual en el país.



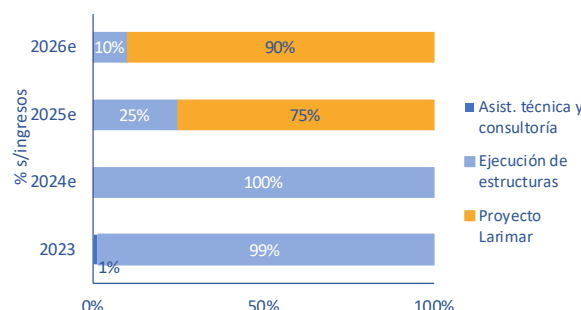
CLR: un negocio presente en toda la cadena de valor de sus clientes. Su principal línea de negocio es ejecución de estructuras.



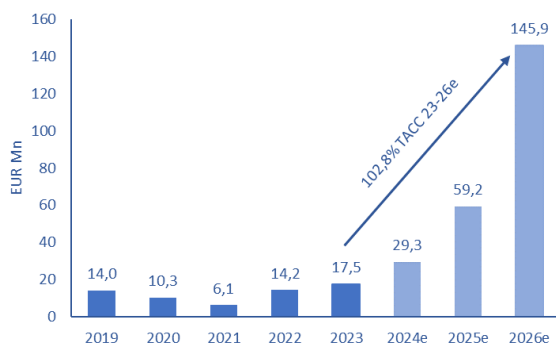
Tiene una alta concentración de la actividad en República Dominicana. En 2023 representó el 79% de las ventas.



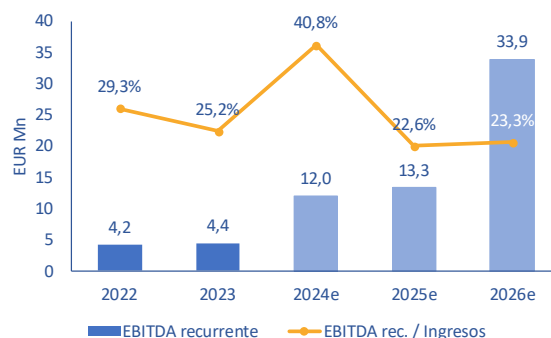
Concentración que esperamos que se acentúe debido al Proyecto Larimar. Y que provocaría un cambio casi total del mix de negocio...



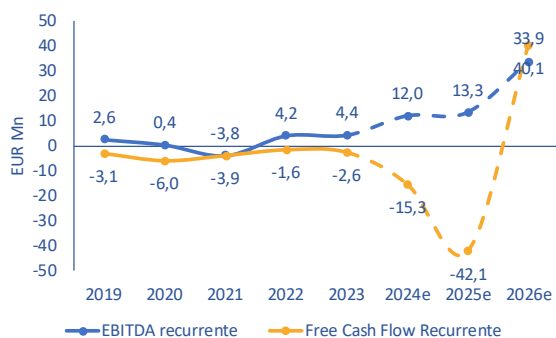
... permitiendo el despegue (muy exigente) en la parte alta de la P&L hasta los EUR 145,9Mn en ingresos en 2026e.



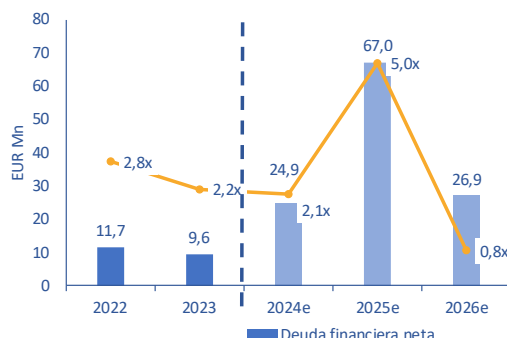
Empujando el EBITDA Rec. hasta EUR 33,9Mn en 2026e (vs EUR 12,0Mn en 2024e). Por el fortísimo crec. en volumen de ingresos...



... que situaría el FCF Rec. en EUR 40,1Mn en 2026e (vs EUR -15,3Mn en 2024e). Hiperdependiente del ritmo de entregas.



Aumentando la DN en 2025e hasta EUR 67Mn. Para reducirse significativamente en 2026e (DN EUR 26,9Mn; 0,8x DN/EBITDA Rec.)



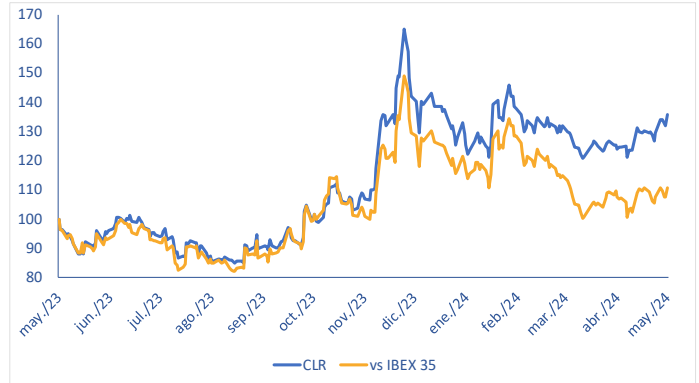


Evolución de la cotización

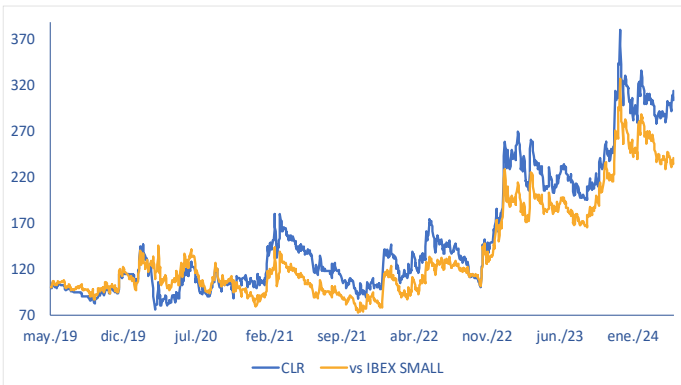
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



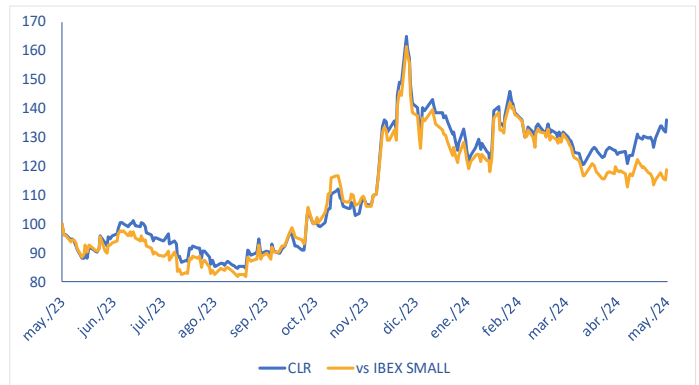
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



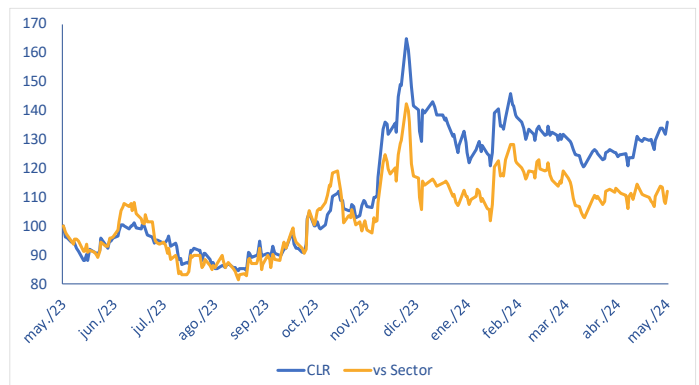
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



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



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	9,6	-1,4	36,0	-1,9	116,8	214,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	2,9	-14,0	10,6	-12,5	75,3	157,7
vs Euro STOXX 50	6,3	-7,2	16,1	-12,4	71,6	112,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	0,3	-13,8	18,7	-11,9	112,1	141,4
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	3,9	-8,7	29,4	-9,0	134,4	160,2
vs MSCI Europe Micro Cap	3,3	-8,2	32,1	-7,2	166,1	162,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	-0,4	-8,2	12,2	-1,4	182,3	315,8

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



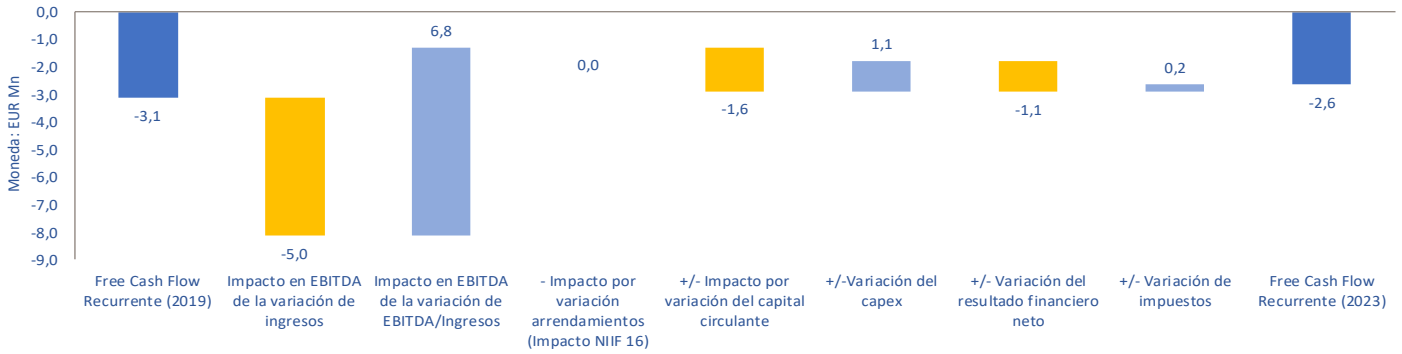
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	0,4	(3,8)	4,2	4,4	12,0	13,3	33,9	<i>n.a.</i>	97,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-83,2%	-979,3%	208,8%	6,0%	170,9%	11,6%	154,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	4,2%	<i>n.a.</i>	29,3%	25,2%	40,8%	22,6%	23,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	1,0	(0,9)	(4,2)	(19,2)	(45,2)	22,6		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	3,3	0,2	(7,2)	(31,8)	56,5	28,5%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	-99,8%	216,0%	-94,7%	<i>n.a.</i>	-342,8%	277,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	22,9%	1,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	38,7%		
- CAPEX	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(3,2)	(3,6)	(3,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,9)	(2,1)	(1,7)	(2,0)	(4,3)	(4,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(2,8)	(2,5)	(8,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(15,3)	(42,1)	40,1	23,9%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-92,9%	34,9%	59,6%	-67,6%	-479,8%	-175,6%	195,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / 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>	27,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	0,0	-	1,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	-	1,6	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,2)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(6,2)	(4,1)	0,1	(1,4)	(15,3)	(42,1)	40,1	39,4%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-91,9%	34,1%	101,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-175,6%	195,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - 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>n.a.</i>	69,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	69,3%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,1)	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(15,3)	(42,1)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,2)	(5,1)	1,0	3,0	12,2	19,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,5)	(4,1)	13,1	(0,7)	4,6	(10,8)	1,0		
= Variación EBITDA recurrente	(2,2)	(4,3)	8,0	0,3	7,6	1,4	20,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,8	2,9	(1,9)	(3,3)	(14,9)	(26,0)	67,8		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(1,4)	6,1	(3,1)	(7,4)	(24,7)	88,4		
+/- Variación del CAPEX	(1,8)	3,8	(2,5)	1,6	(2,3)	(0,3)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,4)	(1,1)	0,3	(0,3)	(2,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	0,2	0,1	(0,1)	0,1	(2,7)	0,3	(5,9)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,9)	2,1	2,3	(1,1)	(12,7)	(26,8)	82,3		
Free Cash Flow Recurrente	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(15,3)	(42,1)	40,1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,2	(3,9)	3,4	5,1	11,9	12,9	33,6	<i>n.a.</i>	87,3%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	13,6%	0,0%	28,7%	28,7%	28,7%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(3,4)	(3,7)	(9,6)		
EBITDA recurrente	0,4	(3,8)	4,2	4,4	12,0	13,3	33,9	<i>n.a.</i>	97,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	1,0	(0,9)	(4,2)	(19,2)	(45,2)	22,6		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	3,3	0,2	(7,2)	(31,8)	56,5	28,5%	<i>n.a.</i>
- CAPEX	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(3,2)	(3,6)	(3,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(3,4)	(3,7)	(9,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(5,3)	(2,8)	0,2	(0,8)	(13,8)	(39,1)	43,2	46,8%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-100,2%	46,3%	107,6%	-466,5%	<i>n.a.</i>	-182,6%	210,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	29,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	-	1,6	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,2)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,5)	(3,1)	1,9	(0,6)	(13,8)	(39,1)	43,2	52,8%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-98,0%	44,2%	160,9%	-130,9%	<i>n.a.</i>	-182,6%	210,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,3%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	63,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	63,8%		

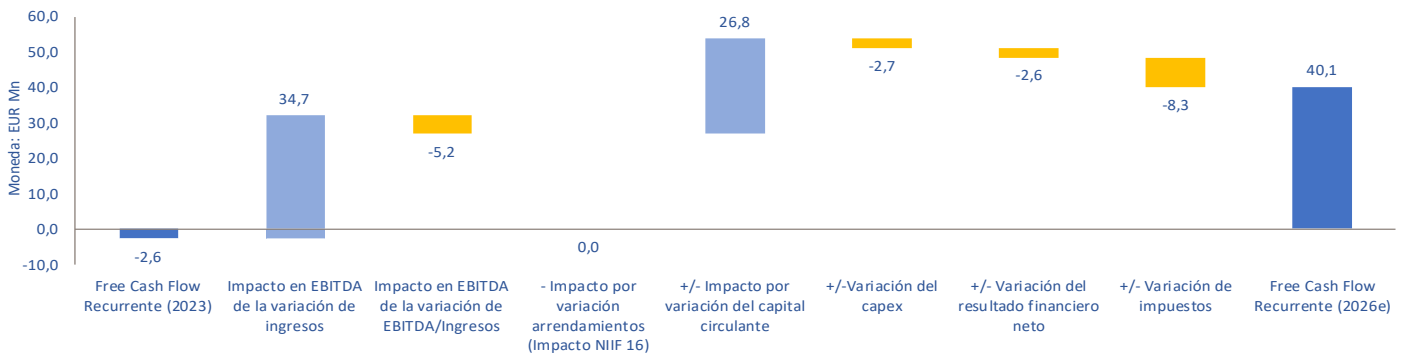


Analítica del Free Cash Flow (II)

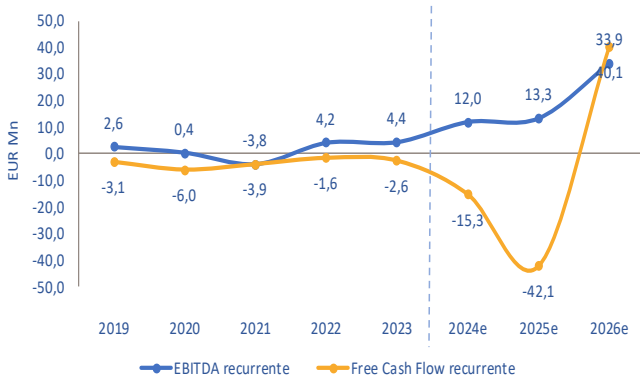
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



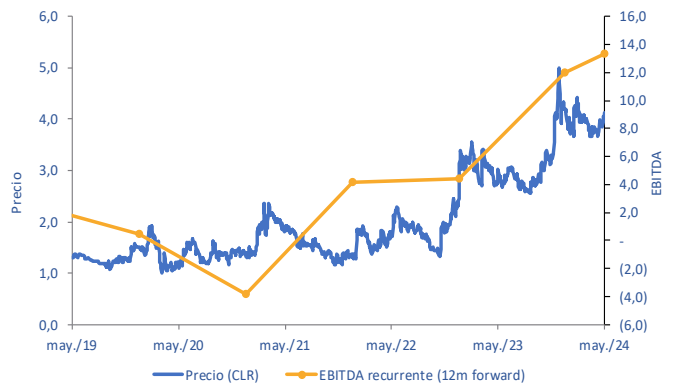
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(13,8)	(39,1)	43,2	n.a.			
Market Cap	57,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	11,7%	R (estimación propia)			11,2%	12,2%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	17,3%	Ke = Rf + (R * B)			15,6%	19,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	85,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	14,2%	D			=	=	
WACC	15,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			14,0%	17,1%	
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	57,9	
+ Minoritarios	(0,2)	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	9,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,9	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	67,8	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	20,0%	2,0%	n.a.	25,1%	37,4%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	21,9%	15,6%			
FCF Yield - WACC	n.a.	53,7%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	24,9%	14,7	4,6x
Central	22,6%	13,3	5,1x
Min	20,3%	12,0	5,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	5,4%	6,0%	6,6%
14,7	(40,4)	(40,8)	(41,1)
13,3	(41,8)	(42,1)	(42,5)
12,0	(43,1)	(43,5)	(43,8)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	22,2%	33,3%	28,6%
% de consejeros dominicales	77,8%	66,7%	71,4%
% 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	11,0%	8,2%	20,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	7,0%	8,0%	11,0%



Principales comparables 2024e

		Promoción inmobiliaria y Turismo				Ingeniería y Construcción					
EUR Mn		Metrovacesa	Aedas Homes	Playa Hotels & Resorts	Insur	Average	Strabag	Hochtief	ACS	Average	CLR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	PLYA-US	ISUR-ES		STR-AT	HOT-DE	ACS-ES		CLR-ES
	País	Spain	Spain	Netherlands	Spain		Austria	Germany	Spain		Spain
	Market cap	1.396,9	882,7	1.020,0	149,4		4.870,7	7.697,3	10.823,1		57,9
	Enterprise value (EV)	1.600,6	1.388,5	2.016,9	393,1		1.497,0	8.394,3	11.232,3		67,8
Información financiera básica	Total Ingresos	675,5	992,3	878,8	187,4		18.242,2	29.767,5	37.384,4		29,3
	Cto.Total Ingresos	15,2%	-7,9%	-2,2%	33,5%	9,7%	3,3%	7,2%	4,6%	5,0%	67,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,8%	-0,7%	1,0%	-6,2%	-0,3%	n.a.	5,2%	3,7%	4,4%	n.a.
	EBITDA	68,1	154,8	244,2	30,7		1.351,2	1.334,7	1.965,0		12,0
	Cto. EBITDA	455,1%	-10,1%	2,9%	64,8%	128,2%	43,4%	62,7%	41,4%	49,2%	119,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	7,2%	0,9%	4,2%	-1,5%	2,7%	n.a.	11,2%	6,7%	8,9%	68,4%
	EBITDA/Ingresos	10,1%	15,6%	27,8%	16,4%	17,5%	7,4%	4,5%	5,3%	5,7%	40,8%
	EBIT	62,7	150,4	157,1	26,4		787,3	942,3	1.335,8		11,9
	Cto. EBIT	590,4%	-10,5%	-3,0%	80,9%	164,5%	88,5%	88,1%	59,3%	78,6%	133,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,7%	0,5%	10,8%	-2,2%	5,2%	n.a.	11,0%	8,9%	10,0%	67,9%
	EBIT/Ingresos	9,3%	15,2%	17,9%	14,1%	14,1%	4,3%	3,2%	3,6%	3,7%	40,6%
	Beneficio Neto	39,0	95,8	67,4	12,5		535,9	571,2	684,4		7,0
	Cto. Beneficio Neto	287,1%	-12,5%	36,2%	10,9%	80,4%	-15,0%	9,3%	-12,3%	-6,0%	785,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,3%	1,8%	23,4%	-1,5%	8,8%	n.a.	14,0%	12,5%	13,2%	72,1%
CAPEX/Ventas	3,4%	0,4%	8,4%	33,0%	11,3%	n.a.	1,0%	1,5%	1,3%	11,0%	
Free Cash Flow	116,8	110,8	3,4	(6,9)		n.a.	569,9	824,9		(15,3)	
Deuda financiera Neta	304,0	363,2	770,2	253,1		(2.129,4)	(187,6)	367,2		24,9	
DN/EBITDA (x)	4,5	2,3	3,2	8,3	4,6	n.a.	n.a.	0,2		2,1	
Pay-out	335,0%	85,3%	0,0%	47,2%	116,9%	37,4%	63,1%	80,3%	60,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	36,2	8,9	15,1	11,9	18,0	8,9	13,0	15,9	12,6	8,2
	P/BV (x)	0,9	0,9	2,0	0,9	1,2	1,0	5,1	2,0	2,7	4,4
	EV/Ingresos (x)	2,4	1,4	2,3	2,1	2,0	0,1	0,3	0,3	0,2	2,3
	EV/EBITDA (x)	23,5	9,0	8,3	12,8	13,4	1,1	6,3	5,7	4,4	5,7
	EV/EBIT (x)	25,5	9,2	12,8	14,9	15,6	1,9	8,9	8,4	6,4	5,7
	ROE	2,4	10,3	13,0	8,0	8,4	11,3	39,3	12,6	21,1	72,7
	FCF Yield (%)	8,4	12,6	0,3	n.a.	7,1	n.a.	7,4	7,6	7,5	n.a.
	DPA	0,86	1,88	0,00	0,32	0,77	2,00	4,79	2,11	2,97	0,00
Dvd Yield	9,4%	9,3%	0,0%	4,0%	5,7%	4,9%	4,8%	5,3%	5,0%	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).

Cuatrochenta (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 35% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	27,3	29,7
EV (Mn EUR y USD)	32,8	35,7
Número de Acciones (Mn)	2,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,40 / 8,10 / 6,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	6,7	
Factset / Bloomberg	480S-ES / 480S SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

Familia Montesinos	19,4
Alfredo Cebrían Fuertes	16,8
Sergio Aguado Gonzalez	16,7
Grupo Pavasal	6,3
Free Float	36,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,7	2,7	2,7	2,7
Total Ingresos	22,5	27,2	31,8	36,3
EBITDA Rec.	0,9	2,0	2,9	3,8
% Var.	27,7	119,2	46,2	28,1
% EBITDA Rec./Ing.	4,1	7,4	9,2	10,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	0,2	0,8	1,6	2,3
BPA (EUR)	0,06	0,30	0,58	0,83
% Var.	116,0	362,4	92,9	44,1
BPA ord. (EUR)	-0,08	0,30	0,58	0,83
% Var.	53,8	471,6	92,9	44,1
Free Cash Flow Rec.	-0,1	0,6	1,1	1,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,9	6,3	5,2	3,6
DN / EBITDA Rec.(x)	7,5	3,1	1,8	1,0
ROE (%)	1,7	7,6	13,1	16,3
ROCE (%)	2,4	4,5	8,6	12,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	33,5	17,4	12,1
PER Ordinario	n.a.	33,5	17,4	12,1
P/BV	2,6	2,4	2,1	1,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,46	1,21	1,03	0,91
EV/EBITDA Rec.	35,9	16,4	11,2	8,7
EV/EBIT	n.a.	32,0	17,0	12,0
FCF Yield (%)	n.a.	2,0	4,2	5,6

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	25,0	40,8	7,5	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: Gimeno 111 Estudio de comunicación 3,3%, Inveready 1,4%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?
El 1T24 (al igual que 2023) mostró un fuerte aumento en ingresos y en rentabilidad.

En 2023, 480s generó unos ingresos de EUR 22,5Mn (vs EUR 18,7Mn en 2022) y situó el EBITDA Rec. en EUR 0,9Mn (vs EUR 0,7Mn en 2022; excl. gastos capitalizados y subvenciones). Destacó el fortísimo crecimiento del negocio de ciberseguridad que ha pasado a representar el 37% de las ventas (vs 26% en 2022) hasta los EUR 8,3Mn. Los ingresos en el 1T24 se situaron en EUR 6,5Mn (+23,8% vs 1T23) y el EBITDA Rec. se mantiene por encima de break even (EUR 0,4Mn vs EUR 0,2Mn en 1T23).

En 2024e, estimamos un crec. de doble dígito alto en ingresos (en línea con el histórico) ... gracias a una sólida base de ingresos recurrentes y a la estrategia de internacionalización (principalmente Latam). La línea de negocio que seguiría creciendo más sería ciberseguridad. Estimamos una cifra de ingresos en 2024e de EUR 27,2Mn (+20,9% vs 2023).

...con una fuerte mejora del EBITDA Rec. hasta EUR 2,0Mn. El "salto de escala" en estructura operativa ya está hecho por lo que, gracias a la capacidad de apalancamiento operativo de 480S, esperamos que el EBITDA Rec. 2024e se sitúe en EUR 2,0Mn (vs EUR 0,9Mn en 2023). 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"?

Negocio diversificado. Por geografía, en 2023 los ingresos procedentes de fuera de España aumentaron hasta el 35% (vs 26% en 2022; con perspectiva de que sigan aumentando los próximos años). Y por línea de negocio, destaca ciberseguridad con un 37% del mix de negocio y soluciones empresariales con un 23%. Además, sólo el 31% de las ventas están concentradas en los primeros 15 clientes.

Base de ingresos recurrentes. Las soluciones y productos propios de 480S están enfocados en 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. Los ingresos recurrentes anuales (anualizando los ingresos recurrentes de marzo de 2024) se han situado en EUR 15,8Mn en el 1T24 (72% s/Ingresos proforma).

La mejora de márgenes (por puro apalancamiento operativo) debería hacer visible una mayor capacidad de generación de caja. En el periodo 2024e-2026e, deberíamos ver una fuerte mejora del EBITDA Rec. (que empujaría la generación de FCF Rec. hasta en EUR 1,5Mn en 2026e) como resultado de: (i) la continuidad de crecimientos de doble dígito en ingresos (+17% TACC 23-26e) y (ii) el efecto del apalancamiento operativo, ya visible en 2023. Y que debería permitir aspirar a un margen EBITDA Rec. del c. 9% en 2025e (vs c.4% 2023).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento. 480s cerró 2023 con una deuda neta de EUR 6,9Mn (excl. impacto por NIIF 16). Que supone un múltiplo de DN/FF.PP. de 0,7x y DN/EBITDA Rec. de 7,5x. La mejora estimada del EBITDA Rec. empujaría la generación de FCF Rec. reduciendo la DN hasta EUR 5,2Mn en 2025e (DN/EBITDA Rec. 1,8x).

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.32% s/Ingresos 2023) implica dependencia de la "macro" y crecimiento de la región.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

480 recupera momentum, después de la fuerte subida del precio de la acción en los últimos meses (YTD +42,9% absoluto y un +27,4% vs IBEX 35). Nuestras estimaciones 2024e y 2025e (con la mejora en márgenes estimada) estarían cotizando a un múltiplo EV/EBITDA Rec. de 16,4x y 11,2x, respectivamente.



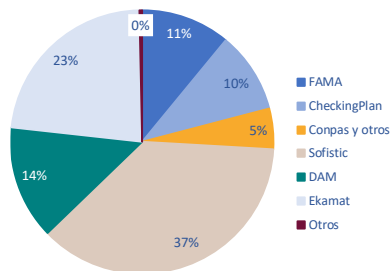
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	2,4	3,9	8,1	8,8	8,1	7,7	7,2	6,7		
Inmovilizado material	0,1	0,2	0,4	0,5	0,8	1,4	2,1	2,8		
Otros activos no corrientes	0,3	0,5	0,5	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3		
Inmovilizado financiero	0,0	1,0	0,1	0,4	0,7	1,2	1,6	2,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,8	5,1	7,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3		
Activo circulante	1,6	2,8	4,3	8,0	8,4	8,5	8,9	9,5		
Total activo	6,2	13,6	20,6	28,0	28,7	29,3	30,3	31,5		
Patrimonio neto	1,9	5,4	4,6	10,2	10,4	11,2	12,8	15,0		
Minoritarios	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	1,4	1,7	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8		
Deuda financiera neta	1,9	3,5	7,5	6,6	6,9	6,3	5,2	3,6		
Pasivo circulante	1,2	3,3	5,8	8,2	8,9	9,3	9,9	10,4		
Total pasivo	6,2	13,6	20,6	28,0	28,7	29,3	30,3	31,5		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	5,9	11,8	13,9	18,7	22,5	27,2	31,8	36,3	39,5%	17,3%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>99,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>34,5%</i>	<i>20,5%</i>	<i>20,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>14,1%</i>		
Coste de ventas	(1,4)	(3,1)	(3,8)	(5,4)	(7,4)	(9,8)	(11,5)	(13,2)		
Margen Bruto	4,5	8,7	10,1	13,3	15,1	17,4	20,3	23,1	35,1%	15,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>76,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>72,6%</i>	<i>71,3%</i>	<i>67,0%</i>	<i>64,1%</i>	<i>63,8%</i>	<i>63,7%</i>		
Gastos de personal	(2,5)	(5,7)	(7,4)	(9,9)	(9,9)	(11,1)	(12,1)	(13,5)		
Otros costes de explotación	(0,8)	(1,5)	(1,7)	(2,6)	(3,0)	(3,4)	(3,8)	(4,3)		
EBITDA recurrente	1,1	1,5	0,9	0,7	0,9	2,0	2,9	3,8	-5,5%	60,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>27,7%</i>	<i>119,2%</i>	<i>46,2%</i>	<i>28,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	0,5	-	-	-		
EBITDA	1,1	1,2	0,8	0,5	1,4	2,0	2,9	3,8	5,7%	38,0%
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,7)	(1,1)	(1,5)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,3)		
Gastos capitalizados	-	0,1	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	0,7	0,6	0,1	(0,4)	0,4	1,0	1,9	2,7	-11,7%	84,1%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-91,3%</i>	<i>-894,2%</i>	<i>197,8%</i>	<i>134,5%</i>	<i>88,0%</i>	<i>41,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>12,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>0,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,9%</i>	<i>3,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	(0,0)	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4		
Beneficio ordinario	0,7	0,5	(0,1)	(0,7)	0,3	1,0	2,0	2,8	-19,0%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>-22,7%</i>	<i>-124,9%</i>	<i>-415,9%</i>	<i>143,3%</i>	<i>250,1%</i>	<i>92,9%</i>	<i>44,1%</i>		
Extraordinarios	(0,5)	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,1	0,2	(0,1)	(0,7)	0,3	1,0	2,0	2,8	18,4%	n.a.
Impuestos	(0,2)	0,0	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,6)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>40,6%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	0,0	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	(0,5)	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,0)	0,2	(0,2)	(1,1)	0,2	0,8	1,6	2,3	73,1%	n.a.
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-184,1%</i>	<i>-436,9%</i>	<i>116,0%</i>	<i>362,4%</i>	<i>92,9%</i>	<i>44,1%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,5	0,8	(0,0)	(0,5)	(0,2)	0,8	1,6	2,3	-25,3%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>75,1%</i>	<i>-104,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>53,8%</i>	<i>471,6%</i>	<i>92,9%</i>	<i>44,1%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						2,0	2,9	3,8	-5,5%	60,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var. capital circulante						0,3	0,2	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						1,9	2,7	3,2	2,9%	53,1%
CAPEX						(0,7)	(0,8)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Impuestos						(0,2)	(0,4)	(0,6)		
Free Cash Flow Recurrente						0,6	1,1	1,5	-21,5%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						0,6	1,1	1,5	43,4%	97,5%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(0,6)	(1,1)	(1,5)		

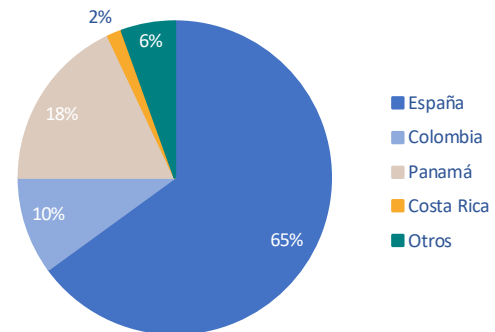


La compañía en 8 gráficos

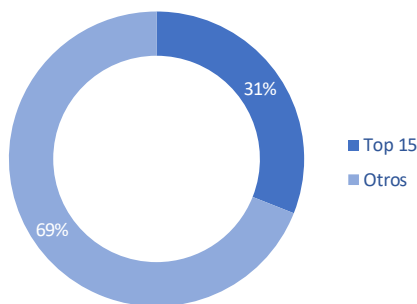
Un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto SaaS y ciberseguridad) ...



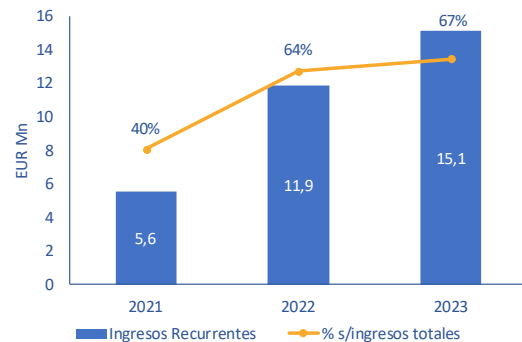
... como por geografía (a fecha de este informe las ventas fuera de España ya alcanzan el c.35%)



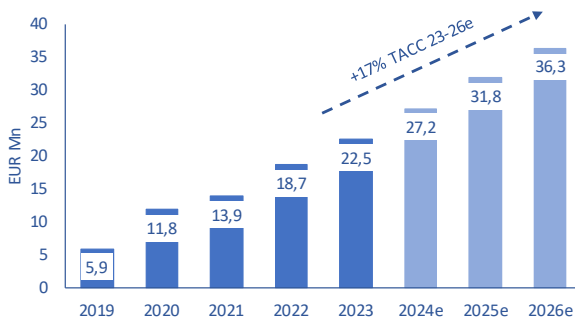
El top 15 de los clientes sólo representa el 31% de los ingresos. Lo que reduce el riesgo de concentración de clientes



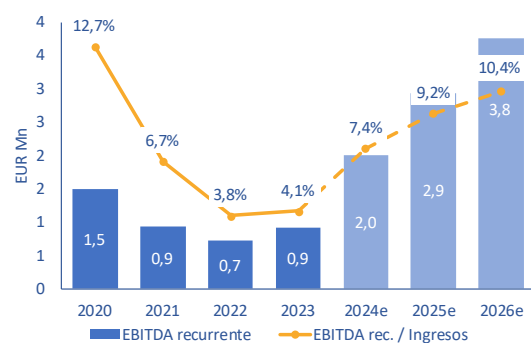
480S cuenta con un modelo de negocio escalable con una base sólida de ingresos recurrentes



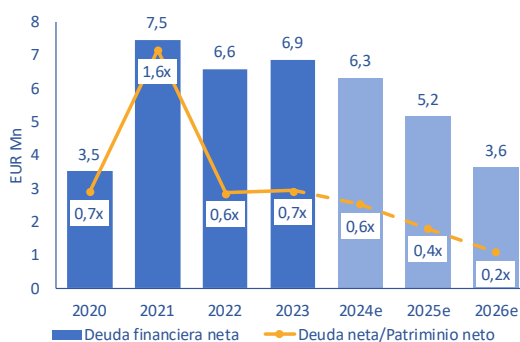
El foco en producto SaaS y Ciberseguridad permitirá a 480S crecer en ingresos a ritmos de doble dígito alto (+17% TACC 23-26e)



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



El importante crecimiento estimado en EBITDA permitirá mantener el nivel de apalancamiento controlado



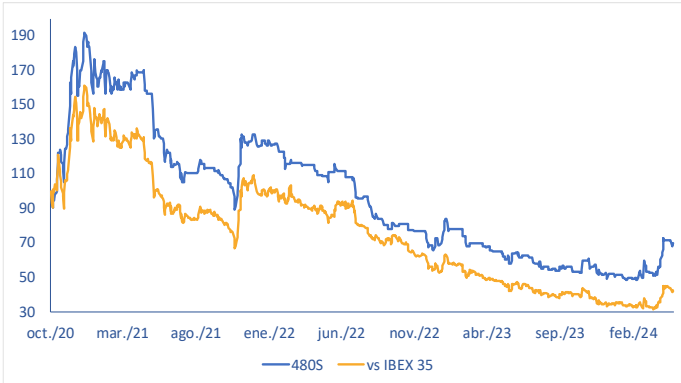
En definitiva, en 2024e 480S recupera momentum con la cotización cerca de mínimos



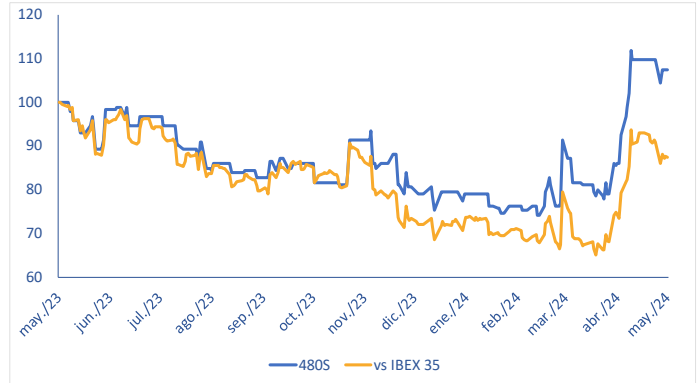


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



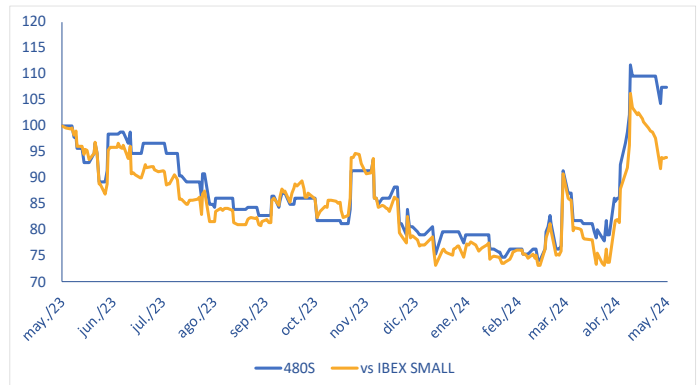
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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	25,0	40,8	7,5	42,9	-55,3	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	17,3	22,9	-12,6	27,4	-63,9	n.a.
vs Euro STOXX 50	21,3	32,5	-8,2	27,5	-64,7	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	14,4	23,2	-6,1	28,3	-56,3	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	18,5	30,4	2,3	32,6	-51,7	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	17,8	31,2	4,5	35,2	-45,2	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	18,6	39,3	-14,8	26,0	-65,5	n.a.

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



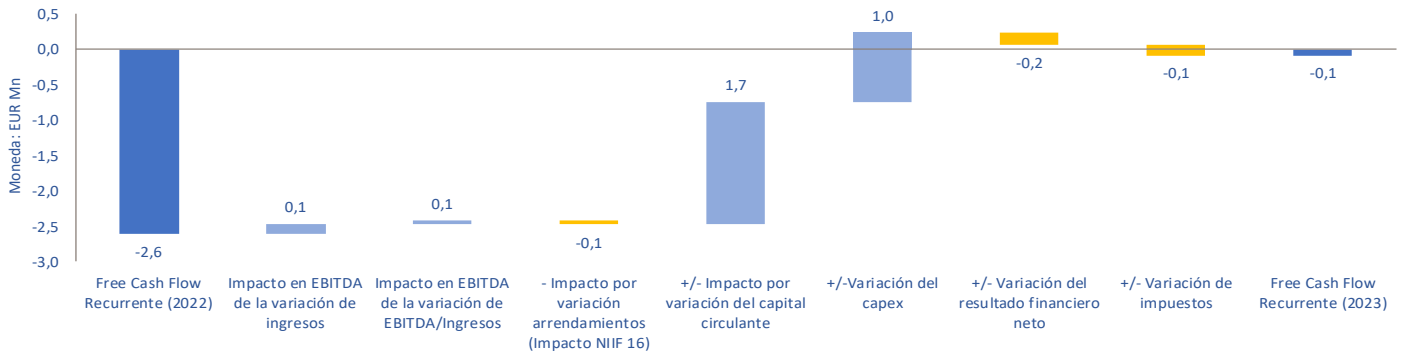
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	1,5	0,9	0,7	0,9	2,0	2,9	3,8	-15,3%	60,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	31,2%	-38,1%	-23,0%	27,7%	119,2%	46,2%	28,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,7%	6,7%	3,8%	4,1%	7,4%	9,2%	10,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,8	1,1	(1,4)	0,4	0,3	0,2	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,3	1,7	(1,0)	0,9	1,9	2,7	3,2	-26,4%	53,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	181,7%	-22,9%	-155,8%	192,5%	114,5%	41,4%	18,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	19,1%	12,6%	n.a.	4,0%	7,1%	8,6%	8,9%		
- CAPEX	(0,3)	(0,8)	(1,3)	(0,3)	(0,7)	(0,8)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,2)	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,6)		
= Free Cash Flow recurrente	1,7	0,6	(2,6)	(0,1)	0,6	1,1	1,5	-27,0%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	265,2%	-64,1%	-531,7%	96,8%	766,6%	107,0%	33,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	14,2%	4,4%	n.a.	n.a.	2,0%	3,6%	4,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	(0,1)	(0,2)	0,5	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,8)	(3,8)	(3,2)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,7)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,4)	(3,3)	(6,0)	(0,3)	0,6	1,1	1,5	42,9%	97,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	45,0%	-129,8%	-80,8%	95,5%	306,0%	107,0%	33,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,2%	2,2%	n.a.	n.a.	2,0%	4,2%	5,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,0%	4,2%	5,6%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,5	1,7	0,6	(2,6)	(0,1)	0,6	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,8)	(0,8)	(0,5)	0,1	0,9	0,6	0,4		
= Variación EBITDA recurrente	0,4	(0,6)	(0,2)	0,2	1,1	0,9	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,1	0,3	(2,4)	1,7	(0,1)	(0,1)	(0,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,5	(0,5)	(2,7)	1,9	1,0	0,8	0,5		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	(0,5)	(0,4)	1,0	(0,4)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,2)	0,1	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,0)	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,2	(1,1)	(3,2)	2,5	0,6	0,6	0,4		
Free Cash Flow Recurrente	1,7	0,6	(2,6)	(0,1)	0,6	1,1	1,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,6	0,1	(0,4)	0,4	1,0	1,9	2,7	-12,1%	84,1%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
EBITDA recurrente	1,5	0,9	0,7	0,9	2,0	2,9	3,8	-15,3%	60,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,8	1,1	(1,4)	0,4	0,3	0,2	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,3	1,7	(1,0)	0,9	1,9	2,7	3,2	-26,4%	53,1%
- CAPEX	(0,3)	(0,8)	(1,3)	(0,3)	(0,7)	(0,8)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,0	0,9	(2,2)	0,6	1,0	1,5	1,9	-32,2%	45,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	293,9%	-52,8%	-340,1%	127,4%	61,7%	56,4%	21,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	16,6%	6,7%	n.a.	2,7%	3,6%	4,9%	5,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,8)	(3,8)	(3,2)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,7)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,9)	(2,9)	(5,4)	(0,1)	1,0	1,5	1,9	53,2%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	66,9%	-240,4%	-86,4%	98,4%	n.a.	56,4%	21,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	6,0%	2,8%	n.a.	1,9%	3,0%	4,7%	5,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,0%	4,7%	5,7%		

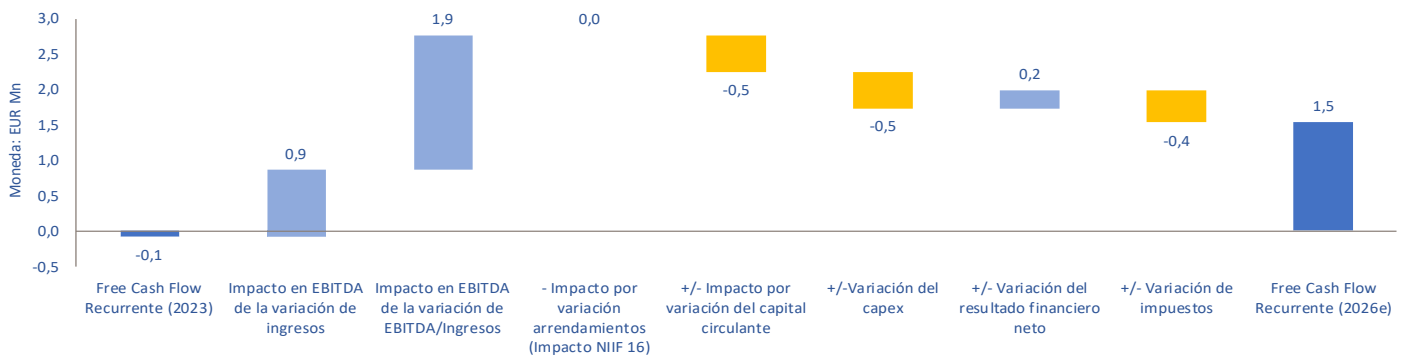


Analítica del Free Cash Flow (II)

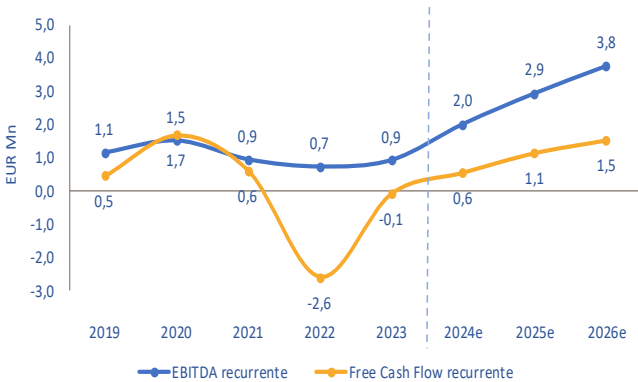
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2023)



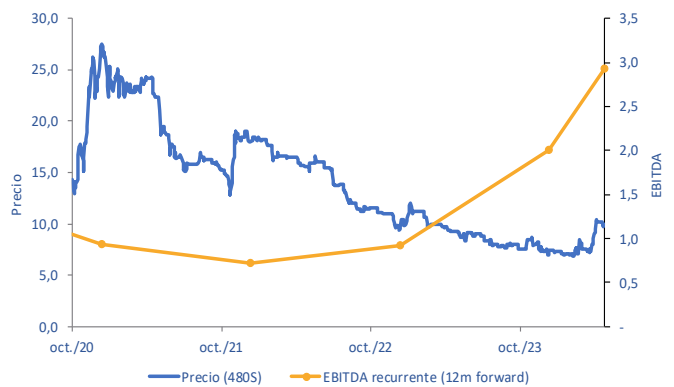
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,0	1,5	1,9	n.a.			
Market Cap	27,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	6,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	79,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	20,1%	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 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	27,3	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	6,9	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,0	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	32,8	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	9,1%	0,5%	n.a.	2,4%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-6,8%	2,9%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-3,6%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	10,1%	3,2	10,2x
Central	9,2%	2,9	11,2x
Min	8,3%	2,6	12,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	2,2%	2,5%		2,8%	Max	Central
3,2	1,5	1,4	1,3	Max	5,6%	5,2%	4,9%
2,9	1,2	1,1	1,0	Central	4,5%	4,2%	3,8%
2,6	1,0	0,9	0,8	Min	3,5%	3,1%	2,8%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	29,4%	33,1%	33,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,7%	3,6%	3,7%



Principales comparables 2024e

Datos	EUR Mn	Software			Cybersecurity			480S	
		Descartes Systems	Appfolio	American Software	Average	CrowdStrike	SecureWorks		Average
Mercado	Ticker (Factset)	DSG-CA	APPF-US	AMSWA-US		CRWD-US	SCWX-US	480S-ES	
	País	Canada	USA	USA		USA	USA	Spain	
	Market cap	7.691,7	8.194,9	319,2		77.347,0	509,0	27,3	
	Enterprise value (EV)	7.408,2	7.827,4	247,2		74.911,7	457,7	32,8	
Información financiera básica	Total Ingresos	586,3	710,9	97,2		3.655,2	303,5	27,2	
	Cto.Total Ingresos	12,2%	24,6%	3,4%	13,4%	30,1%	-9,8%	10,2%	20,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,2%	19,8%	n.a.	15,5%	26,2%	3,9%	15,1%	15,5%
	EBITDA	259,5	185,0	15,5		943,3	10,5		2,0
	Cto. EBITDA	21,0%	355,5%	9,7%	128,8%	560,0%	119,9%	339,9%	40,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	12,5%	23,0%	n.a.	17,8%	36,6%	n.a.	36,6%	36,9%
	EBITDA/Ingresos	44,3%	26,0%	16,0%	28,8%	25,8%	3,5%	14,6%	7,4%
	EBIT	181,9	113,3	12,3		827,5	14,8		1,0
	Cto. EBIT	17,9%	844,5%	39,6%	300,7%	n.a.	117,0%	117,0%	134,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	19,6%	31,1%	n.a.	25,4%	35,4%	90,7%	63,0%	63,1%
	EBIT/Ingresos	31,0%	15,9%	12,7%	19,9%	22,6%	4,9%	13,8%	3,8%
	Beneficio Neto	135,9	138,2	7,0		899,4	1,5		0,8
	Cto. Beneficio Neto	28,6%	n.a.	-11,4%	8,6%	995,1%	101,9%	548,5%	362,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	18,0%	26,5%	n.a.	22,3%	29,1%	n.a.	29,1%	66,8%
	CAPEX/Ventas	1,0%	1,6%	1,4%	1,3%	7,5%	2,0%	4,7%	2,7%
Free Cash Flow	201,8	159,3	n.a.		1.169,9	(3,0)		0,6	
Deuda financiera Neta	(415,4)	(160,9)	(74,3)		(3.694,1)	(85,1)		6,3	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1	
Pay-out	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	56,6	67,3	27,2	50,4	88,0	n.a.	88,0	33,5
	P/BV (x)	n.a.	18,8	n.a.	18,8	n.a.	1,1	1,1	2,4
	EV/Ingresos (x)	12,6	11,0	2,5	8,7	n.a.	1,5	1,5	1,2
	EV/EBITDA (x)	28,5	42,3	15,9	28,9	n.a.	43,4	43,4	16,4
	EV/EBIT (x)	40,7	n.a.	20,1	30,4	n.a.	30,9	30,9	32,0
	ROE	n.a.	27,9	n.a.	27,9	29,2	0,6	14,9	7,6
	FCF Yield (%)	2,6	1,9	n.a.	2,3	1,5	n.a.	1,5	2,0
	DPA	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	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).

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclaje (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)	24,0	26,1
EV (Mn EUR y USD)	32,4	35,2
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	14,51 / 12,67 / 11,75	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	0,6	
Factset / Bloomberg	DESA-ES / DESA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

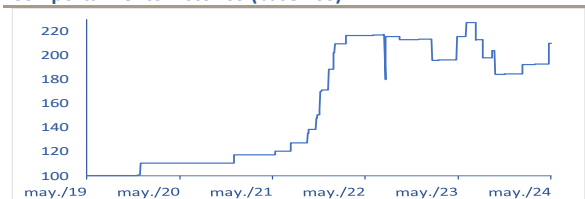
Maden	29,6
SARM	20,2
Gestión Ixua	16,0
Miembros del Consejo	12,1
Free Float	22,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	47,7	50,1	52,4	54,8
EBITDA Rec.	4,8	5,3	5,7	6,2
% Var.	-7,7	10,8	8,7	7,3
% EBITDA Rec./Ing.	10,0	10,6	11,0	11,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	10,6	11,4	17,8	15,0
Beneficio neto	2,1	2,8	3,2	3,6
BPA (EUR)	1,20	1,59	1,82	2,00
% Var.	-24,4	33,1	14,1	10,1
BPA ord. (EUR)	1,31	1,59	1,82	2,00
% Var.	-17,3	21,6	14,1	10,1
Free Cash Flow Rec.	3,9	2,0	2,3	2,6
Pay-out (%)	70,5	52,7	46,2	42,0
DPA (EUR)	0,84	0,84	0,84	0,84
Deuda financiera neta	10,7	10,2	9,4	8,3
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	1,9	1,6	1,3
ROE (%)	11,2	14,2	15,1	15,3
ROCE (%)	8,3	10,8	11,6	12,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	11,2	8,4	7,4	6,7
PER Ordinario	10,2	8,4	7,4	6,7
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	6,3	6,3	6,3	6,3
EV/Ventas	0,68	0,65	0,62	0,59
EV/EBITDA Rec.	6,8	6,1	5,6	5,3
EV/EBIT	9,6	7,7	7,0	6,4
FCF Yield (%)	16,5	8,2	9,8	10,8

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	8,9	9,2	-2,5	109,9

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Un buen inicio de año motivado por el negocio agrícola. DESA cierra el 1T24 con unos ingresos planos (EUR 12,9Mn vs EUR 13Mn en 1T23; por el freno de la actividad en Semana Santa) aunque la sorpresa está en la mejora en el Mg. Bruto (43,1% vs 39,1% en 1T23) por el mayor peso de “tomsystem” (producto agrícola) en las exportaciones. Que, junto a la estricta política de contención de costes y el apalancamiento operativo de la compañía, llevan al EBITDA rec. EUR 1,6Mn (+30,9% vs 1T23; Mg. EBITDA 12,7% por encima de nuestras estimaciones 2024e (10,6%).

Un 2024e que puede marcar el inicio de la recuperación en márgenes. Tras un 2023 marcado por la inestabilidad. Esperamos un 2024e que vaya de menos a más. En concreto, estimamos un crecimiento de facturación de un dígito medio (+4,8%) hasta los EUR 50,1Mn con un EBITDA de EUR 5,3Mn (Mg. EBITDA 10,6%; el riesgo hoy es el de revisión de estimaciones al alza, siempre que se mantengan los niveles de rentabilidad vistos en 1T24).

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

Negocio diversificado. DESA cuenta con una exposición diversificada por sectores: industrial (37%), construcción (28%), retail (19%), agricultura (16%). Lo que, sumado a una elevada base de clientes, resta ciclicidad al negocio.

Referente dentro de la industria agraria, concretamente, en los sistemas de fijación para plantas de invernadero (con producto propio, desarrollado internamente). A nuestro juicio, el principal driver de crecimiento (y rentabilidad) del negocio a l/p (los resultados 1T24 son la prueba (Mg. Bruto: +4,0p.p. por mayor peso del negocio agrario en el mix).

Un crecimiento a dígito medio que se amplificará en términos de EBITDA... Para 2026e, esperamos un crecimiento en ingresos de +4,8% TACC 2023-2026e hasta llegar a los EUR 54,8Mn, que se traduzca en un EBITDA de 6,2Mn (+8,9% TACC 23-26e; Mg. EBITDA 11,2%).

... generando abundante caja (conversión de c. 40% del EBITDA en FCF) y con un dividendo atractivo. Uno de los principales atractivos de DESA es la fuerte capacidad de generar caja (principal soporte del dividendo). Nuestro escenario central contempla un FCF 2026e de EUR 2,0Mn (FCF yield 10,8%; Dividend Yield 6,3%). Lo que, sumado al crecimiento en EBITDA reducirá su nivel de endeudamiento hasta DN/EBITDA rec. 2026e 1,3x (vs 2,2x en 2023).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Tipos de interés altos por un mayor tiempo. De mantenerse los tipos elevados por un mayor tiempo incrementarían los gastos financieros de DESA (DN/EBITDA 2023: 2,2x) presionando el beneficio neto y reduciendo la generación de caja.

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

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una Micro Cap con un dividendo estable y una importante generación de caja (FCF Yield 24e 8,2%) cotizando a PER 8x. DESA es una pequeña compañía industrial con una gama de productos diversificada y un dividendo estable (Dividend Yield 6,3%). La vuelta a la normalidad en las cadenas de suministro y la ralentización en la inflación deberían ser catalizadores de los resultados en 2024e (en los que el riesgo de revisión es al alza). Hoy, el valor parece estar pasando desapercibido por el mercado (-20,7% vs IBEX35 -12m). DESA cotiza a unos múltiplos 2024e de PER 8,4x y EV/EBITDA 6,1x, por debajo de su sector.



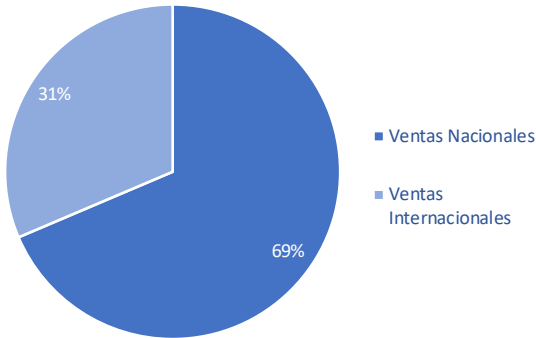
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	1,1	0,5	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9		
Inmovilizado material	13,0	13,9	12,3	13,2	11,8	11,9	12,0	12,2		
Otros activos no corrientes	1,7	1,5	1,3	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	1,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	22,7	19,5	26,3	25,9	24,0	25,2	26,4	27,6		
Total activo	38,5	35,4	41,8	43,1	40,7	42,0	43,3	44,8		
Patrimonio neto	12,5	13,5	15,6	18,8	19,3	20,6	22,4	24,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3		
Otros pasivos no corrientes	0,4	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4		
Deuda financiera neta	15,6	10,6	10,8	13,0	10,7	10,2	9,4	8,3		
Pasivo circulante	9,4	9,6	13,5	9,6	9,0	9,4	9,9	10,3		
Total pasivo	38,5	35,4	41,8	43,1	40,7	42,0	43,3	44,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	42,5	39,7	48,1	50,4	47,7	50,1	52,4	54,8	2,9%	4,8%
Cto.Total Ingresos	3,5%	-6,7%	21,3%	4,8%	-5,5%	5,0%	4,7%	4,7%		
Coste de ventas	(25,7)	(23,8)	(28,8)	(31,4)	(28,9)	(30,2)	(31,6)	(33,1)		
Margen Bruto	16,8	15,9	19,3	19,0	18,8	19,8	20,8	21,8	2,8%	5,1%
Margen Bruto / Ingresos	39,6%	40,0%	40,2%	37,6%	39,4%	39,6%	39,7%	39,7%		
Gastos de personal	(7,8)	(7,3)	(7,7)	(7,8)	(7,9)	(8,1)	(8,4)	(8,6)		
Otros costes de explotación	(6,5)	(5,3)	(5,8)	(6,0)	(6,1)	(6,4)	(6,7)	(7,0)		
EBITDA recurrente	2,5	3,3	5,8	5,2	4,8	5,3	5,7	6,2	17,7%	8,9%
Cto.EBITDA recurrente	-2,9%	33,9%	75,8%	-11,7%	-7,7%	10,8%	8,7%	7,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	5,8%	8,4%	12,2%	10,3%	10,0%	10,6%	11,0%	11,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,5)	-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA	2,4	2,8	5,8	5,2	4,5	5,3	5,7	6,2	17,2%	11,1%
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,2)	(1,2)	(1,0)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
Gastos capitalizados	0,0	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	1,2	1,4	4,6	4,0	3,4	4,2	4,6	5,0	28,8%	14,5%
Cto.EBIT	-27,1%	15,6%	222,0%	-12,0%	-16,0%	24,6%	10,8%	8,8%		
EBIT / Ingresos	2,9%	3,6%	9,5%	7,9%	7,1%	8,4%	8,9%	9,2%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,1	1,2	4,3	3,7	2,9	3,8	4,3	4,8	28,6%	17,8%
Cto.Beneficio ordinario	-29,7%	17,0%	248,7%	-15,1%	-21,0%	30,1%	14,1%	10,1%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,1	1,2	4,3	3,7	2,9	3,8	4,3	4,8	28,6%	17,8%
Impuestos	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,9)	(0,8)	(0,9)	(1,1)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	23,8%	27,4%	13,4%	23,7%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,8	0,9	3,8	2,8	2,1	2,8	3,2	3,6	27,2%	18,9%
Cto.Beneficio neto	-33,8%	11,6%	315,6%	-25,2%	-24,4%	33,7%	14,1%	10,1%		
Beneficio ordinario neto	0,9	1,3	3,8	2,8	2,3	2,8	3,2	3,6	27,3%	15,3%
Cto. Beneficio ordinario neto	-27,7%	42,4%	198,0%	-25,2%	-17,3%	22,2%	14,1%	10,1%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						5,3	5,7	6,2	17,7%	8,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						4,3	4,8	5,2	32,9%	-4,2%
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						(0,9)	(1,1)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						2,0	2,3	2,6	55,1%	-13,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						2,0	2,3	2,6	51,1%	-10,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,5)	(1,5)	(1,5)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,5)	(0,8)	(1,1)		

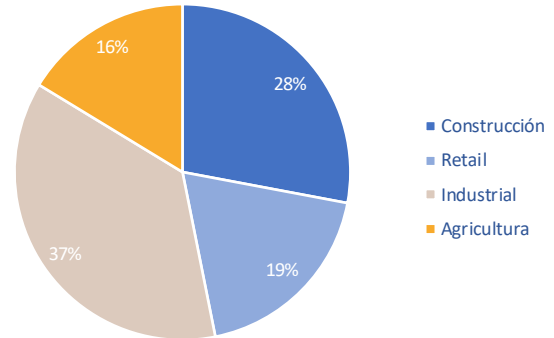


La compañía en 8 gráficos

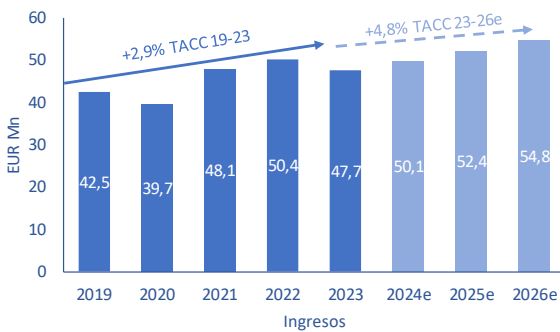
Un negocio diversificado: Las ventas fuera de España (esencialmente Europa) ya representan el 31%



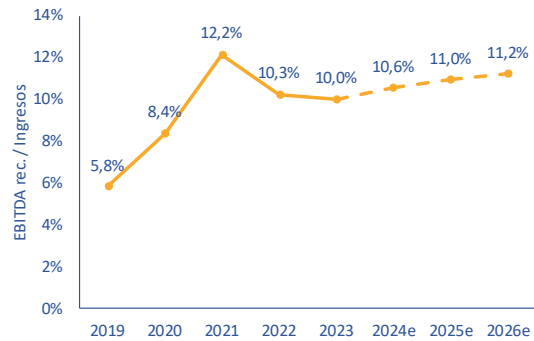
Posicionado en el mercado agrario (16% s/Ingresos 2023), su principal motor de crecimiento (m/p)



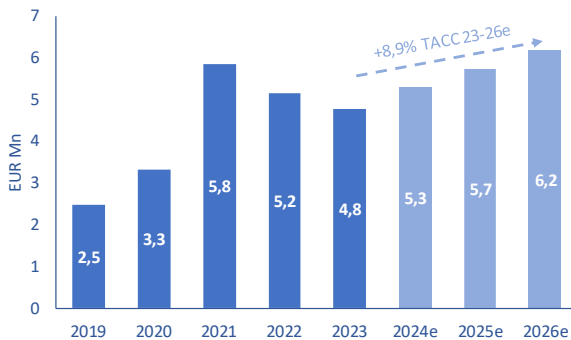
23-26e: Crecimiento de ingresos de un dígito bajo (+4,8% TACC 23-26e), en línea con lo visto durante los últimos 5 años



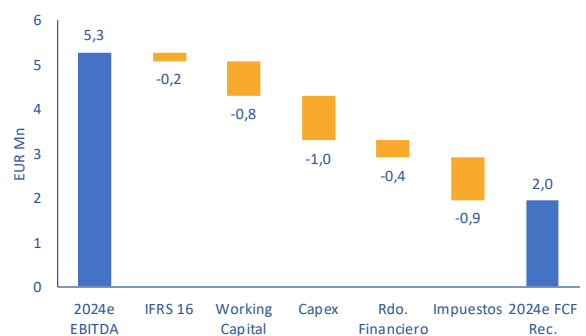
Manteniendo un margen EBITDA > 10% (con capacidad de recuperar niveles c. 11% en 2026e, aún por debajo de máximos de 2021)



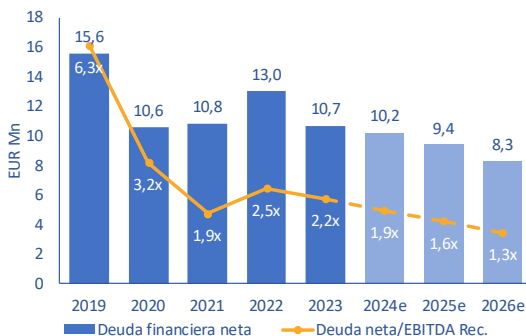
Y permitiendo traspasar la mejora de Ingresos al EBITDA (+8,9% TACC 23-26e)



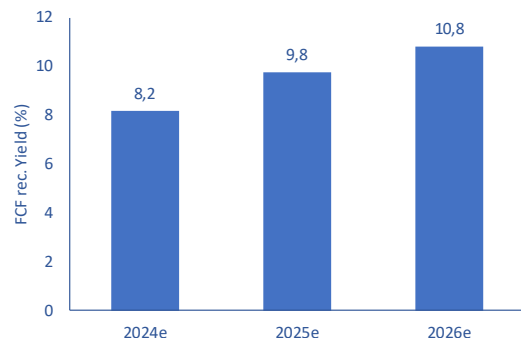
Con capacidad de convertir >30% del EBITDA en FCF



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



FCF Yield c. 9% durante todo el período estimado





Evolución de la cotización

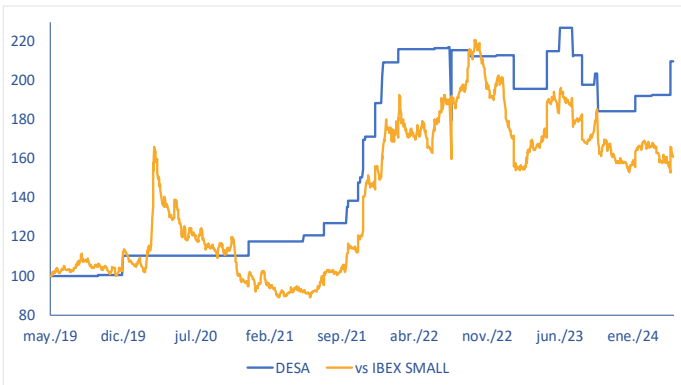
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



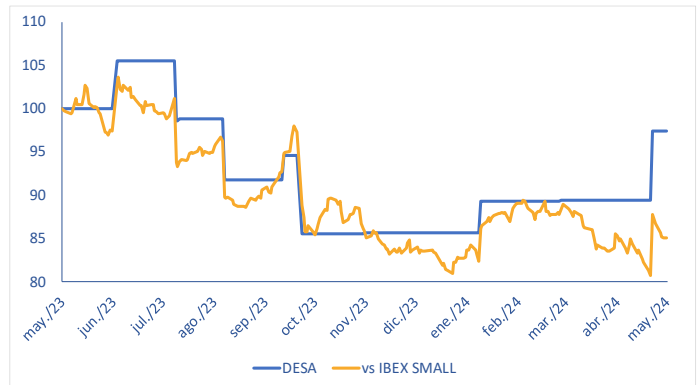
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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	8,9	9,2	-2,5	13,7	78,7	109,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	2,3	-4,7	-20,7	1,4	44,4	72,0
vs Euro STOXX 50	5,7	2,8	-16,8	1,5	41,4	42,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,3	-4,5	-14,9	2,2	74,7	61,1
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	3,3	1,1	-7,2	5,5	93,1	73,7
vs MSCI Europe Micro Cap	2,7	1,7	-5,3	7,6	119,2	75,1
vs Sector						
vs Europe Industrial Machinery	3,0	4,1	-17,6	9,4	54,9	-5,5

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



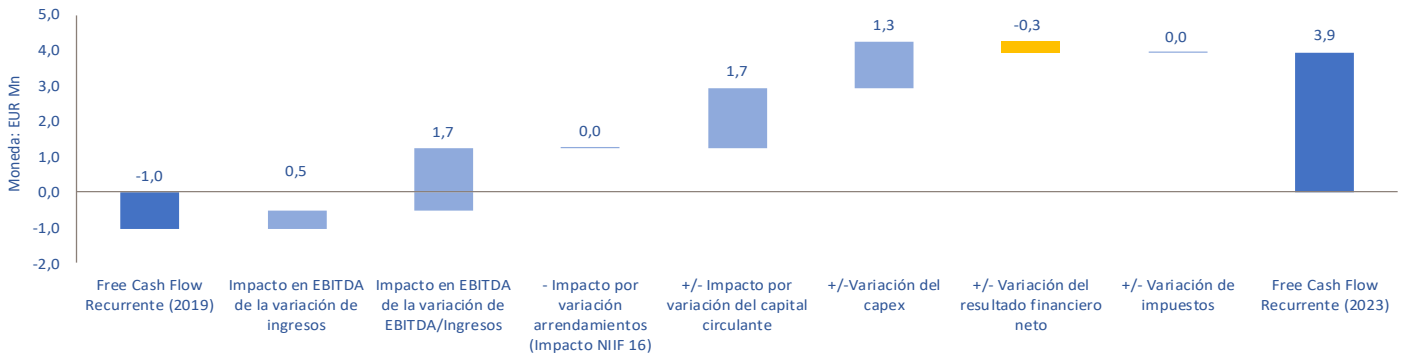
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	3,3	5,8	5,2	4,8	5,3	5,7	6,2	12,8%	8,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	33,9%	75,8%	-11,7%	-7,7%	10,8%	8,7%	7,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,4%	12,2%	10,3%	10,0%	10,6%	11,0%	11,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	3,4	(2,9)	(3,5)	1,3	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,5	2,8	1,5	5,9	4,3	4,8	5,2	-3,4%	-4,2%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	245,8%	-56,8%	-46,5%	290,2%	-26,7%	11,2%	7,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	16,4%	5,8%	3,0%	12,3%	8,6%	9,1%	9,4%		
- CAPEX	(1,9)	(0,7)	(0,2)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(0,3)	(0,9)	(1,1)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	4,1	1,5	0,1	3,9	2,0	2,3	2,6	-1,0%	-13,0%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	490,0%	-64,2%	-90,3%	n.a.	-50,4%	19,7%	10,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	10,3%	3,0%	0,3%	8,3%	3,9%	4,5%	4,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,5)	-	-	(0,3)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	3,9	1,5	0,1	3,7	2,0	2,3	2,6	-1,6%	-10,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	437,6%	-62,2%	-90,3%	n.a.	-46,7%	19,7%	10,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	17,0%	6,1%	0,6%	16,5%	8,2%	9,8%	10,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	16,1%	6,1%	0,6%	15,3%	8,2%	9,8%	10,8%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,0)	4,1	1,5	0,1	3,9	2,0	2,3		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	0,7	0,3	(0,3)	0,2	0,2	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,0	1,8	(1,0)	(0,1)	0,3	0,2	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	0,8	2,5	(0,7)	(0,4)	0,5	0,5	0,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	0,0	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	3,8	(6,3)	(0,6)	4,8	(2,1)	0,0	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,6	(3,7)	(1,3)	4,4	(1,6)	0,5	0,4		
+/- Variación del CAPEX	0,6	1,2	0,5	(1,0)	0,2	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,1	0,1	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,4)	0,6	(0,7)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	5,1	(2,6)	(1,3)	3,8	(2,0)	0,4	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	4,1	1,5	0,1	3,9	2,0	2,3	2,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	1,4	4,6	4,0	3,4	4,2	4,6	5,0	33,5%	14,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	27,4%	13,4%	23,7%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	3,3	5,8	5,2	4,8	5,3	5,7	6,2	12,8%	8,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	3,4	(2,9)	(3,5)	1,3	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,5	2,8	1,5	5,9	4,3	4,8	5,2	-3,4%	-4,2%
- CAPEX	(1,9)	(0,7)	(0,2)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4,2	1,5	0,4	3,8	2,3	2,6	2,8	-3,6%	-9,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	553,7%	-64,6%	-74,3%	885,2%	-40,0%	14,3%	8,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	10,6%	3,1%	0,8%	7,9%	4,5%	4,9%	5,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	4,5	1,5	0,4	3,8	2,3	2,6	2,8	-5,6%	-9,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	584,0%	-66,8%	-74,3%	885,2%	-40,0%	14,3%	8,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	12,9%	4,6%	1,2%	11,6%	7,0%	7,9%	8,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	13,8%	4,6%	1,2%	11,6%	7,0%	7,9%	8,7%		

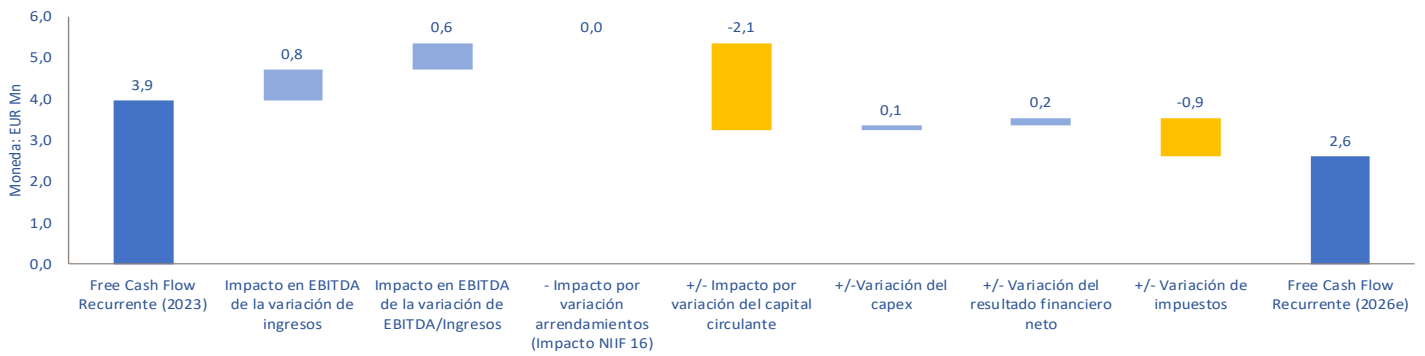


Analítica del Free Cash Flow (II)

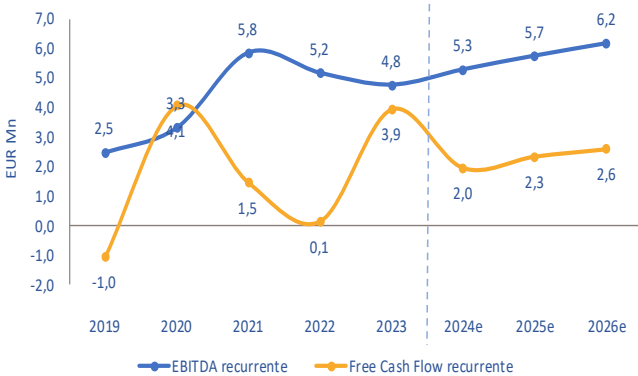
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



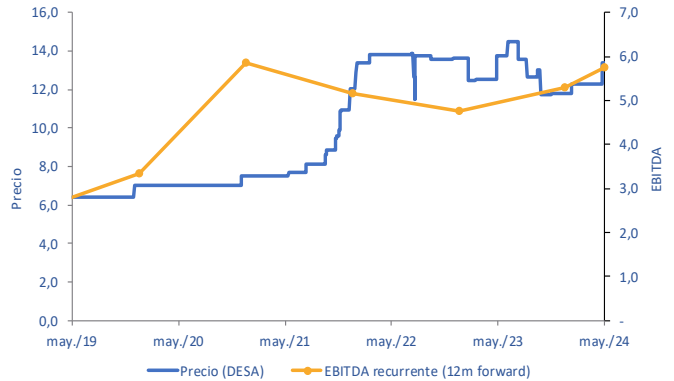
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,3	2,6	2,8	45,3			
Market Cap	24,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)					
Coste de la deuda	3,6%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			3,4%	3,9%	
Coste de la deuda neta	2,9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			2,7%	3,1%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			1,1	1,3	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	72,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			9,3%	11,7%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	27,9%	D			=	=	
WACC	8,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	9,3%	
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	24,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,7	Rdos. 3m 2024
+ Deuda financiera neta	9,3	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	2,5	Rdos. 3m 2024
+/- Otros	-	Rdos. 3m 2024
Enterprise Value (EV)	32,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	3,4%	3,8%	15,2%	10,7%	8,3%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-0,1%	3,9%			
FCF Yield - WACC	8,1%	2,5%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	12,1%	6,3	5,1x
Central	11,0%	5,7	5,6x
Min	9,9%	5,2	6,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	1,8%	2,0%		2,2%	Max	Central
6,3	3,0	2,9	2,8	Max	12,6%	12,2%	11,7%
5,7	2,4	2,3	2,2	Central	10,2%	9,8%	9,3%
5,2	1,9	1,8	1,7	Min	7,8%	7,4%	6,9%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	23,1%	25,0%	18,2%
% de consejeros dominicales	61,5%	66,7%	72,7%
% de consejeros ejecutivos	7,7%	8,3%	9,1%
% de otros consejeros	7,7%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	7,7%	16,7%	9,1%
% de mujeres en la plantilla	25,6%	24,1%	24,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,1%	3,3%	3,1%



Principales comparables 2024e

Actores con amplia gama de productos

Actores especializados en alta tecnología

Datos Mercado	EUR Mn	Norma Group			Average	Actores especializados en alta tecnología				Average	DESA	
		SE	Granges AB	Trifast Plc		Georg Fischer AG	Bossard Holding AG	Bufab AB	SFS Group AG			Barnes Group Inc
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		625,1	1.256,1	112,7		5.749,1	1.792,2	1.223,9	4.487,4	1.909,0		24,0
Enterprise value (EV)		996,6	1.531,6	167,3		7.712,8	1.976,9	1.499,6	4.955,8	3.042,2		32,4
Información financiera básica	Total Ingresos	1.238,5	1.972,2	280,4		5.150,6	1.065,4	736,6	3.168,0	1.517,2		50,1
	Cto. Total Ingresos	1,3%	2,7%	4,1%	2,7%	26,2%	-1,7%	-1,2%	1,7%	13,7%	7,7%	5,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,7%	6,6%	n.a.	5,7%	4,0%	4,5%	4,9%	3,3%	5,8%	4,5%	4,7%
	EBITDA	162,3	206,0	27,1		669,1	140,7	111,2	511,4	308,8		5,3
	Cto. EBITDA	7,2%	2,1%	21,9%	10,4%	44,1%	0,5%	-0,4%	9,7%	46,9%	20,2%	17,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,9%	9,4%	n.a.	10,1%	7,2%	9,5%	6,6%	4,6%	10,5%	7,7%	8,0%
	EBITDA/Ingresos	13,1%	10,4%	9,7%	11,1%	13,0%	13,2%	15,1%	16,1%	20,4%	15,6%	10,6%
	EBIT	81,4	130,5	18,3		507,6	114,6	87,1	377,9	188,3		4,2
	Cto. EBIT	10,8%	-1,6%	35,8%	15,0%	49,0%	0,0%	-0,7%	12,1%	99,2%	31,9%	24,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	19,4%	13,9%	n.a.	16,7%	9,1%	10,7%	7,3%	6,1%	13,5%	9,3%	9,8%
	EBIT/Ingresos	6,6%	6,6%	6,5%	6,6%	9,9%	10,8%	11,8%	11,9%	12,4%	11,4%	8,4%
	Beneficio Neto	43,0	87,3	10,0		306,3	80,1	53,6	283,2	56,5		2,8
	Cto. Beneficio Neto	54,5%	0,6%	66,5%	40,5%	28,6%	6,4%	8,7%	5,0%	284,0%	66,6%	33,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	28,8%	20,4%	n.a.	24,6%	13,3%	12,8%	13,8%	6,1%	48,7%	18,9%	12,1%
	CAPEX/Ventas	4,9%	5,1%	1,9%	3,9%	4,0%	3,0%	0,8%	5,2%	3,9%	3,4%	2,0%
Free Cash Flow	65,0	47,4	11,3		218,1	72,2	70,9	220,3	72,9		2,0	
Deuda financiera Neta	285,7	246,4	33,0		1.839,9	200,2	234,8	312,9	994,8		10,2	
DN/EBITDA (x)	1,8	1,2	1,2	1,4	2,7	1,4	2,1	0,6	3,2	2,0	1,9	
Pay-out	37,0%	28,4%	35,6%	33,7%	37,7%	42,2%	32,2%	39,7%	54,0%	41,1%	52,7%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	14,4	11,6	13,5	18,1	21,2	21,8	15,8	23,9	20,2	8,4
	P/BV (x)	0,9	1,5	0,7	1,0	3,0	4,1	3,7	2,8	1,5	3,0	1,2
	EV/Ingresos (x)	0,8	0,8	0,6	0,7	1,5	1,9	2,0	1,6	2,0	1,8	0,6
	EV/EBITDA (x)	6,1	7,4	6,2	6,6	11,5	14,0	13,5	9,7	9,9	11,7	6,1
	EV/EBIT (x)	12,2	11,7	9,1	11,0	15,2	17,2	17,2	13,1	16,2	15,8	7,7
	ROE	6,0	10,7	6,0	7,6	16,8	19,2	16,9	17,6	6,4	15,4	14,2
	FCF Yield (%)	10,4	3,8	10,0	8,1	3,8	4,0	5,8	4,9	3,8	4,5	8,2
	DPA	0,50	0,23	0,03	0,25	1,41	4,39	0,46	2,89	0,60	1,95	0,84
Dvd Yield	2,5%	2,0%	3,2%	2,6%	2,0%	2,0%	1,4%	2,5%	1,6%	1,9%	6,3%	

- (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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	23-26e
Total Ingresos	31,9	32,2	34,0	34,6	38,1	41,1	42,5	39,7	48,1	50,4	47,7	50,1	52,4	54,8	4,1%	4,8%
Cto. Total ingresos	-0,1%	1,0%	5,7%	1,7%	9,9%	7,9%	3,5%	-6,7%	21,3%	4,8%	-5,5%	5,0%	4,7%	4,7%		
EBITDA	0,4	1,2	1,2	1,9	2,2	2,6	2,4	2,8	5,8	5,2	4,5	5,3	5,7	6,2	26,4%	11,1%
Cto. EBITDA	295,2%	172,4%	-1,7%	63,7%	16,2%	16,0%	-6,8%	18,8%	106,3%	-11,7%	-13,0%	17,6%	8,7%	7,3%		
EBITDA/Ingresos	1,4%	3,7%	3,4%	5,5%	5,8%	6,2%	5,6%	7,1%	12,2%	10,3%	9,4%	10,6%	11,0%	11,2%		
Beneficio neto	(0,6)	(1,7)	(0,2)	0,6	0,8	1,2	0,8	0,9	3,8	2,8	2,1	2,8	3,2	3,6	19,1%	18,9%
Cto. Beneficio neto	41,4%	-197,2%	91,0%	510,0%	30,6%	49,1%	-33,8%	11,6%	315,6%	-25,2%	-24,4%	33,7%	14,1%	10,1%		
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)	-0,32	-0,95	-0,09	0,35	0,46	0,69	0,46	0,51	2,11	1,58	1,20	1,59	1,82	2,00	19,1%	18,7%
Cto. BPA	41,4%	n.a.	91,0%	n.a.	30,8%	49,2%	-33,8%	11,5%	n.a.	-25,0%	-24,4%	33,1%	14,1%	10,1%		
BPA ord. (EUR)	-0,16	-0,95	-0,01	0,31	0,46	0,69	0,50	0,71	2,11	1,58	1,31	1,59	1,82	2,00	26,0%	15,2%
Cto. BPA ord.	42,4%	n.a.	98,8%	n.a.	50,2%	49,2%	-27,7%	42,3%	n.a.	-25,0%	-17,3%	21,6%	14,1%	10,1%		
CAPEX	(0,4)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,2)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,1)		
CAPEX/Vtas % ¹	1,2%	1,6%	2,3%	3,1%	2,8%	3,0%	5,9%	4,9%	1,5%	0,3%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow	0,6	(0,0)	(1,2)	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,1)	3,9	1,5	0,1	3,7	2,0	2,3	2,6	20,1%	-10,9%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	24,9x	9,2x	10,3x	6,9x	5,7x	5,2x	6,5x	3,7x	1,9x	2,5x	2,4x	1,9x	1,6x	1,3x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	27,9x	20,7x	9,3x	15,5x	14,8x	5,7x	8,6x	9,9x	8,4x	7,4x	6,7x		
EV/Vtas (x)	1,06x	1,05x	1,03x	1,04x	0,92x	0,69x	0,74x	0,71x	0,73x	0,75x	0,65x	0,65x	0,62x	0,59x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	28,6x	30,1x	19,0x	15,8x	11,1x	13,1x	9,9x	6,0x	7,3x	6,9x	6,1x	5,6x	5,3x		
Comport. Absoluto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-33,1%	10,5%	6,5%	60,3%	13,2%	-13,4%	13,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-17,6%	-3,5%	7,7%	2,1%	-9,9%	-21,3%	-1,2%	26,0%	48,6%	19,8%	-29,5%	1,4%				

- (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).

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	35,2
EV (Mn EUR y USD)	50,9	55,3
Número de Acciones (Mn)	32,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,00 / 1,00 / 1,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.a.	
Rotación ⁽¹⁾	n.a.	
Factset / Bloomberg	ECO-ES / ECO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

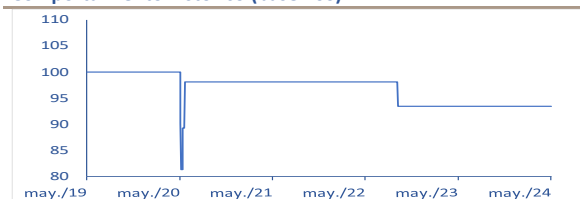
G3T SL	17,8
Onchena	12,8
Brinca 2004 SL	10,6
Acalios	7,3
Free Float	32,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	32,4	32,4	32,4	32,4
Total Ingresos	23,0	23,5	26,0	29,2
EBITDA Rec.	-1,1	-0,5	0,1	0,8
% Var.	49,6	57,6	118,0	828,5
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	0,3	2,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	9,0	9,7	8,4	6,9
Beneficio neto	-15,7	-1,5	-0,9	-0,2
BPA (EUR)	-0,48	-0,05	-0,03	-0,01
% Var.	-184,0	90,4	40,2	78,9
BPA ord. (EUR)	-0,08	-0,05	-0,03	-0,01
% Var.	29,4	33,0	40,2	78,9
Free Cash Flow Rec.	-0,3	-1,3	-0,9	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	17,4	18,7	19,6	19,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	24,9
ROE (%)	n.a.	23,2	11,7	2,3
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	2,5

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	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,21	2,17	1,96	1,75
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	0,0	0,0	0,0	-6,5

(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 2024E?

Los resultados 2023 mejoran (mucho) en términos operativos... Los ingresos crecen hasta los EUR 23Mn (+25,8% vs 2022) por el mayor volumen comercializado (+20%; +5,8% efecto precio), especialmente con su principal cliente Eroski (75% s/Ingresos 2023 vs 60% en 22). Los márgenes mejoran por el tipo de cambio y el mayor volumen. Reduciendo las pérdidas operativas a la mitad en 2023 (EBITDA: EUR -1,1Mn).

... aunque la reestructuración marca el resultado del año. ECO presentó precurso de acreedores en junio de 2023 de forma conjunta en Ecolumber (matriz) y dos de sus filiales. Junto a un plan de reestructuración que ha sido homologado por el juzgado (actualmente en periodo de impugnaciones). Y ha entrado en liquidación en su filial Cododal Agrícola. Los deterioros lastran el resultado contable en 2023 (BN 2023: EUR -15,7Mn).

2024e será crucial para la empresa. Los resultados 2023 llevan a Patrimonio Neto negativo (PN 2023: EUR -5,8Mn). Y un elevado grado de incertidumbre respecto a su evolución durante 2024e. Estimamos unos ingresos planos para 2024e (EUR 23,5Mn) y una mejora del EBITDA 2024e hasta EUR -0,5Mn (vs EUR -1,1Mn en 2023).

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

Foco en el negocio tradicional. ECO ha reorientado su modelo de negocio hacia la comercialización de frutos secos, desinvirtiendo en líneas de negocio menos rentables como la agrícola y la producción agrícola forestal (muy dependientes de las condiciones climatológicas).

La clave es la mejora de la rentabilidad. La mejora de los márgenes vista en 2023 es la rueda a seguir para los siguientes ejercicios. Y vendrá explicada por: i) foco en el negocio tradicional (comercialización de frutos secos) y ii) desarrollo de economías de escala por un mayor volumen comercializado.

Aprobación del plan de reestructuración. Implicaría la reducción del c. 60% de los pasivos totales (EUR 14Mn de pasivo, de los cuales EUR 7Mn son deudas con socios). Si el plan no fuese finalmente aprobado la DN se elevaría hasta EUR 20Mn en 2026e.

El (esperado) despegue de los AirNuts (pilar del equity story) será clave hasta 2026e. La materialización en la entrega de los Airnuts (producto más rentable), que puedan llegar a suponer el 6% s/Ingresos 2026e (vs 1,2% en 2023), implicaría un crecimiento de +8,2% TACC 2023-2026e en ingresos hasta EUR 29,2Mn en 2026e, con la vista puesta en alcanzar un BN cerca de break-even.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de empresa en funcionamiento, El continuo retraso en la ejecución del plan estratégico y la delicada situación financiera de ECO limitan la visibilidad para los próximos ejercicios. Por lo que la aprobación definitiva del plan de reestructuración (quita de c.60% del pasivo total; c. EUR 14Mn) va a ser condición *sine qua non* para asegurar la continuidad de la actividad (resolución esperada antes de dic-2024e).

Concentración de clientes, Durante 2023, ha aumentado el peso de Eroski sobre los ingresos totales hasta c. 75% (vs 60% en 2021) lo que supone un riesgo de revisión de estimaciones a la baja).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El momentum de la acción es muy débil y la situación de la compañía (reestructuración pendiente de aprobación) ha acentuado la iliquidez. Que ha llevado a una congelación del precio de la acción (0% en los últimos 12 meses; sin volumen). EV/Ventas 24e 2,2x (vs 2x de comparables). Más allá del propio negocio, la resolución de la reestructuración es decisiva.



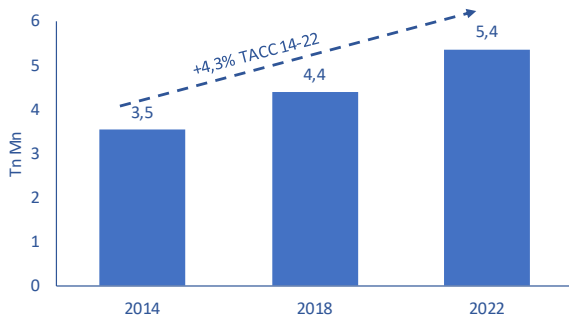
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	4,1	4,1	3,9	3,7	2,8	2,8	2,8	2,8		
Inmovilizado material	19,1	16,3	16,3	14,3	6,4	6,2	6,0	5,9		
Otros activos no corrientes	0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,1	1,8	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	3,9	3,9	3,9	3,9	-	-	-	-		
Activo circulante	5,9	5,0	6,7	7,4	6,8	6,9	7,5	8,2		
Total activo	33,3	31,4	32,0	30,3	16,6	16,5	16,9	17,5		
Patrimonio neto	17,6	12,6	13,0	8,1	(5,8)	(7,3)	(8,2)	(8,4)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9		
Otros pasivos no corrientes	1,2	1,5	1,4	1,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Deuda financiera neta	10,2	14,3	14,2	17,0	17,4	18,7	19,6	19,9		
Pasivo circulante	3,1	1,9	2,3	3,0	3,8	3,9	4,3	4,8		
Total pasivo	33,3	31,4	32,0	30,3	16,6	16,5	16,9	17,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	13,4	15,3	15,9	18,3	23,0	23,5	26,0	29,2	14,4%	8,2%
Cto. Total Ingresos	n.a.	13,8%	4,0%	15,1%	25,8%	1,9%	10,7%	12,3%		
Coste de ventas	(11,3)	(13,1)	(13,4)	(15,9)	(18,9)	(19,1)	(21,0)	(23,2)		
Margen Bruto	2,2	2,2	2,5	2,4	4,2	4,3	5,0	5,9	17,6%	12,4%
Margen Bruto / Ingresos	16,2%	14,6%	16,0%	13,0%	18,1%	18,5%	19,2%	20,3%		
Gastos de personal	(1,5)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)		
Otros costes de explotación	(2,9)	(2,6)	(2,5)	(2,6)	(3,3)	(2,8)	(2,8)	(3,0)		
EBITDA recurrente	(2,2)	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(1,1)	(0,5)	0,1	0,8	15,1%	39,4%
Cto. EBITDA recurrente	-20,3%	-7,4%	13,1%	-10,4%	49,6%	57,6%	118,0%	828,5%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	2,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	(0,3)	(0,0)	0,0	0,0	-	-	-		
EBITDA	(2,5)	(2,6)	(2,1)	(2,2)	(1,1)	(0,5)	0,1	0,8	18,6%	39,7%
Depreciación y provisiones	(0,5)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
Gastos capitalizados	1,0	0,2	1,0	0,7	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	(2,2)	(3,1)	(2,1)	(2,6)	(1,7)	(1,1)	(0,4)	0,3	5,6%	29,7%
Cto. EBIT	-564,3%	-43,1%	31,6%	-22,4%	33,6%	39,1%	58,0%	170,7%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,7)	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,6)	(0,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(2,4)	(3,8)	(2,6)	(3,2)	(2,5)	(1,7)	(1,0)	(0,2)	-0,7%	55,9%
Cto. Beneficio ordinario	-415,7%	-58,7%	31,5%	-22,0%	22,6%	32,3%	40,2%	78,9%		
Extraordinarios	-	(1,5)	-	(2,0)	(12,5)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(2,4)	(5,3)	(2,6)	(5,2)	(15,0)	(1,7)	(1,0)	(0,2)	-57,8%	75,8%
Impuestos	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	(0,8)	-	-	-		
Beneficio neto	(2,2)	(5,0)	(2,5)	(5,0)	(15,7)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	-62,8%	77,0%
Cto. Beneficio neto	-377,5%	-122,6%	49,3%	-99,4%	-211,8%	90,4%	40,2%	78,9%		
Beneficio ordinario neto	(2,1)	(3,6)	(2,6)	(3,2)	(2,5)	(1,7)	(1,0)	(0,2)	-4,8%	56,1%
Cto. Beneficio ordinario neto	-349,1%	-72,5%	27,6%	-24,6%	22,4%	33,0%	40,2%	78,9%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						(0,5)	0,1	0,8	15,1%	39,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var. capital circulante						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,7	-0,2	0,5	19,9%	39,2%
CAPEX						(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,6)	(0,5)		
Impuestos						0,2	0,1	0,0		
Free Cash Flow Recurrente						(1,3)	(0,9)	(0,3)	53,3%	0,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(1,3)	(0,9)	(0,3)	53,1%	0,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,3	0,9	0,3		

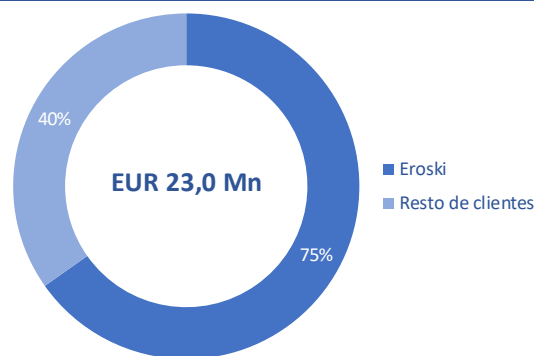


La compañía en 8 gráficos

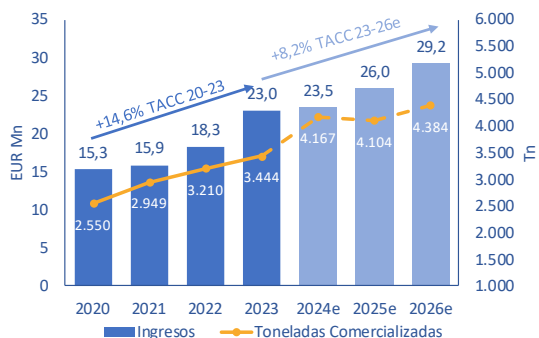
El aumento en el consumo de frutos secos (-8y) es uno de los principales drivers de crecimiento de ECO (+4,3% TACC 14-22)



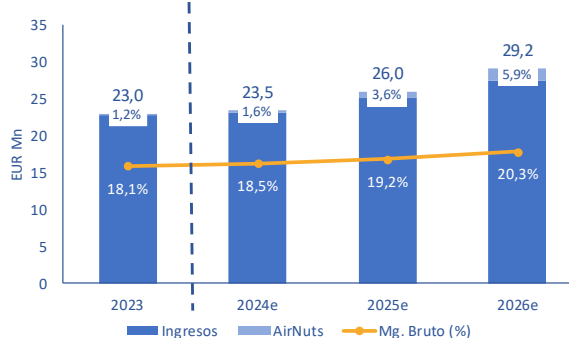
Eroski, principal cliente de ECO, tiene un peso en el mix del 75% en 2023 (vs 60% en 2022)



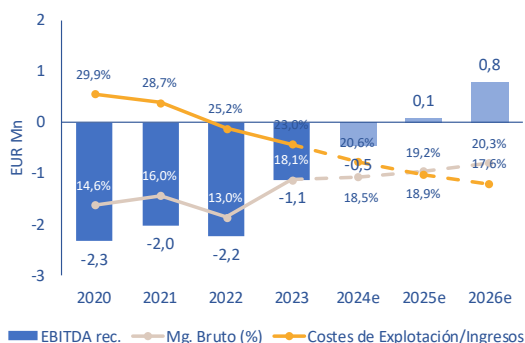
Pese al entorno, ECO ha sido capaz de crecer a doble dígito (+14,6% TACC, en el período 2020-2023)



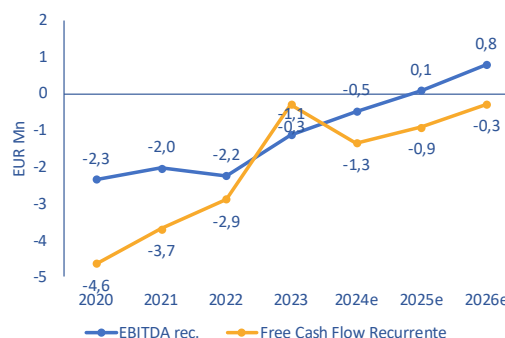
El mayor peso de AirNuts en el mix (5,9% en 26e vs 1,2% en 23), incrementará el Mg. Bruto hasta 20,3% en 26e (+2,2 p.p. vs 23)



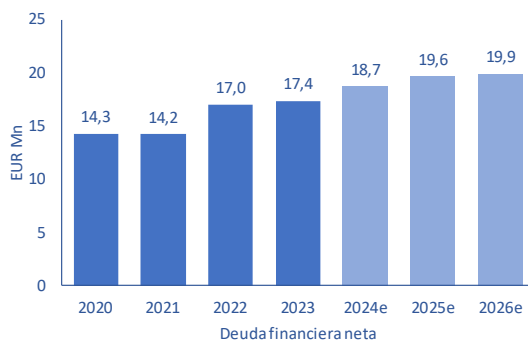
Lo que, sumado al control de costes de estructura, permitirá ver EBITDA positivo en 2025e



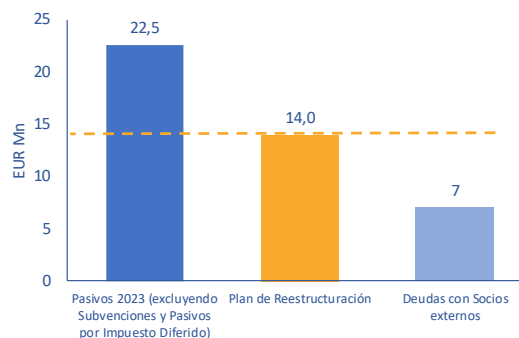
El FCF continuará marcado (24e-26e) por el CAPEX y unos elevados gastos financieros



Incrementando la DN hasta EUR 19,9Mn en 2026e aunque dependiente del plan de reestructuración...



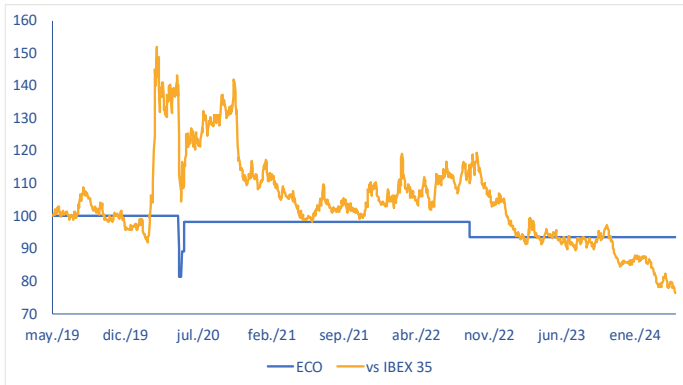
... cuyo éxito supondría una quita de c.60% de los pasivos 2023 (c. EUR 14,0Mn; c. EUR 7Mn son deudas con socios externos de ECO)



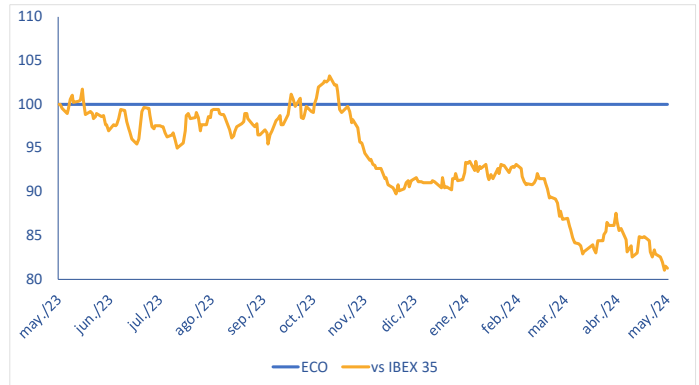


Evolución de la cotización

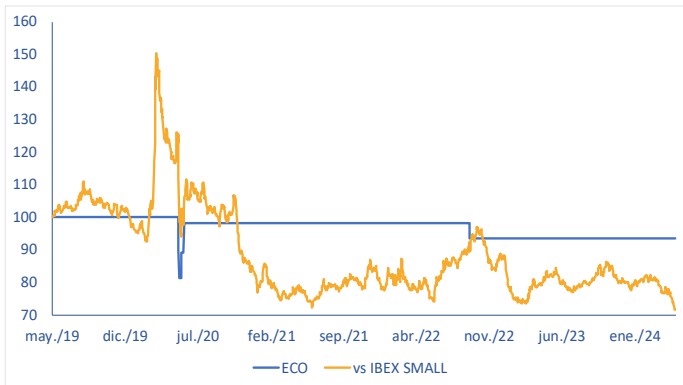
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



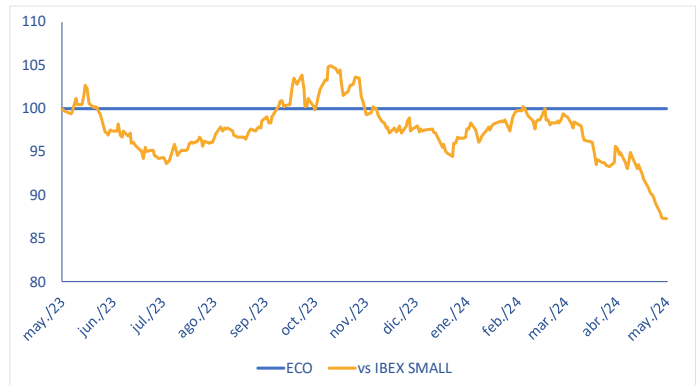
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



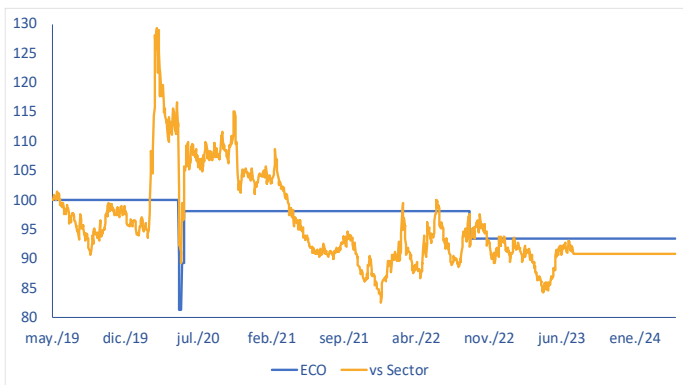
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



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	0,0	0,0	-4,8	-6,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,1	-12,7	-18,7	-10,8	-23,0	-23,4
vs Euro STOXX 50	-3,0	-5,9	-14,6	-10,7	-24,6	-36,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,4	-12,5	-12,7	-10,2	-6,8	-28,3
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-5,2	-7,4	-4,8	-7,2	3,0	-22,7
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,8	-6,8	-2,9	-5,4	16,9	-22,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	0,0	0,0	4,5	0,0	-3,9	-9,1

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



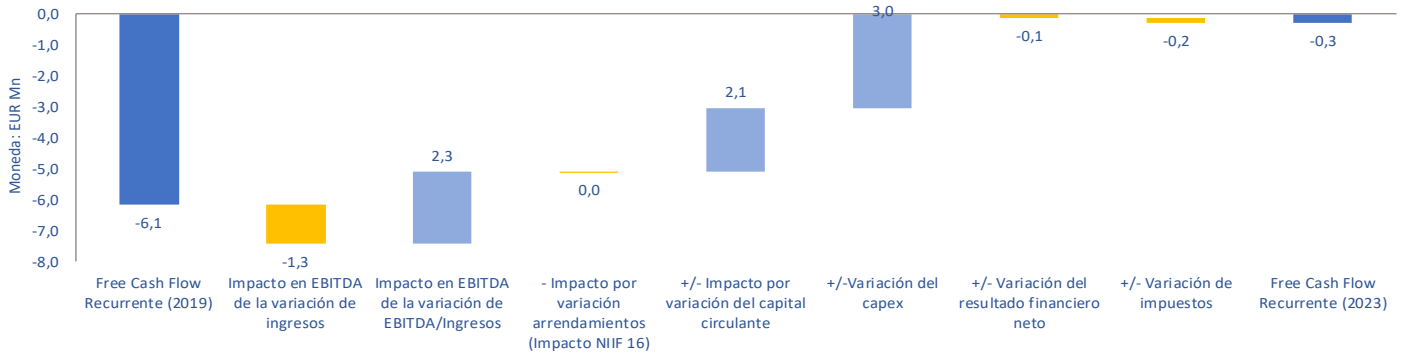
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(1,1)	(0,5)	0,1	0,8	21,5%	39,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-7,4%	13,1%	-10,4%	49,6%	57,6%	118,0%	828,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	2,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	(1,4)	0,0	1,4	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,7)	(3,5)	(2,3)	0,2	(0,7)	(0,2)	0,5	27,4%	39,2%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	6,1%	-29,7%	34,4%	108,1%	-444,5%	70,5%	365,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	1,7%		
- CAPEX	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,6)	(0,5)		
- Impuestos	0,3	0,1	0,2	-	0,2	0,1	0,0		
= Free Cash Flow recurrente	(4,6)	(3,7)	(2,9)	(0,3)	(1,3)	(0,9)	(0,3)	60,2%	0,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	24,6%	20,4%	21,8%	89,9%	-360,8%	32,1%	68,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,5	1,0	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(4,1)	(2,6)	(2,9)	(0,3)	(1,3)	(0,9)	(0,3)	58,5%	0,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	32,4%	35,0%	-8,9%	89,9%	-360,8%	32,1%	68,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	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)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(6,1)	(4,6)	(3,7)	(2,9)	(0,3)	(1,3)	(0,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,6)	(0,0)	(0,1)	0,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	0,4	0,1	1,7	0,7	0,6	0,7		
= Variación EBITDA recurrente	(0,2)	0,3	(0,2)	1,1	0,6	0,6	0,7		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	0,0	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,4	(1,1)	1,4	1,4	(1,5)	(0,1)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,2	(0,8)	1,2	2,5	(0,8)	0,5	0,7		
+/- Variación del CAPEX	1,3	2,0	(0,5)	0,2	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,3)	0,1	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,2)	0,1	(0,2)	0,2	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,5	0,9	0,8	2,6	(1,1)	0,4	0,6		
Free Cash Flow Recurrente	(4,6)	(3,7)	(2,9)	(0,3)	(1,3)	(0,9)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	(3,1)	(2,1)	(2,6)	(1,7)	(1,1)	(0,4)	0,3	17,8%	29,7%
<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	(2,3)	(2,0)	(2,2)	(1,1)	(0,5)	0,1	0,8	21,5%	39,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	(1,4)	0,0	1,4	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,7)	(3,5)	(2,3)	0,2	(0,7)	(0,2)	0,5	27,4%	39,2%
- CAPEX	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(4,6)	(3,5)	(2,7)	0,0	(0,9)	(0,5)	0,2	26,0%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	24,0%	25,3%	21,1%	100,5%	n.a.	48,9%	148,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	n.a.	n.a.	0,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,5	1,0	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(4,1)	(2,4)	(2,7)	0,0	(0,9)	(0,5)	0,2	26,1%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	32,6%	41,0%	-12,7%	100,5%	n.a.	48,9%	148,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	0,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	0,4%		

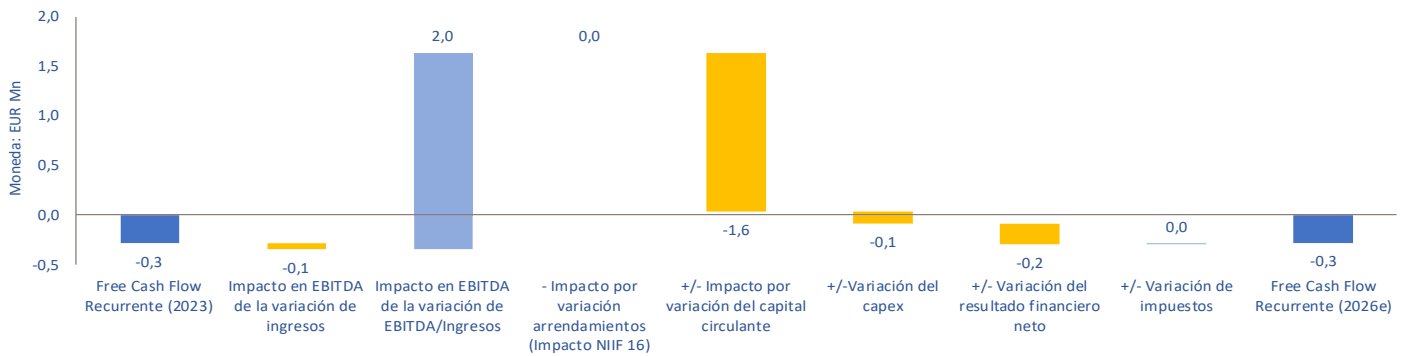


Analítica del Free Cash Flow (II)

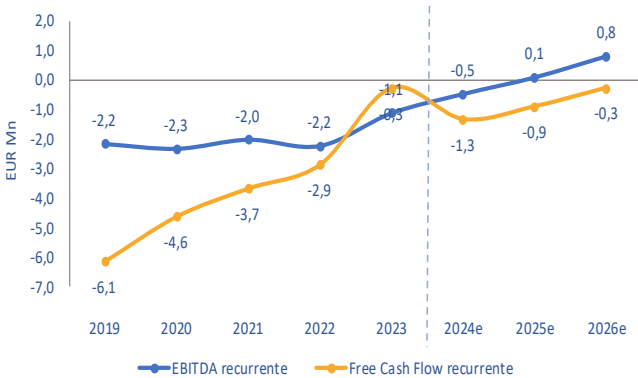
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



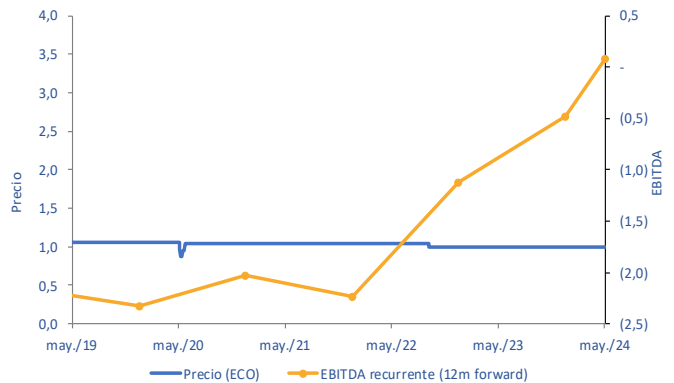
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,9)	(0,5)	0,2	n.a.			
Market Cap	32,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	17,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	8,1%	Ke = Rf + (R * B)			7,1%	9,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,9%	D			=	=	
WACC	7,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,4%	7,8%	
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 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	17,4	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,0	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		Rdos. 12m 2023
Enterprise Value (EV)	50,9	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2023	2026e			
ROCE - WACC	n.a.	-4,5%			
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 (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	0,3%	0,1	n.a.
Central	0,3%	0,1	n.a.
Min	0,3%	0,1	n.a.

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

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

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	30,8%	27,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	61,5%	63,6%	55,6%
% de consejeros ejecutivos	7,7%	9,1%	11,1%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	15,4%	18,2%	22,2%
% de mujeres en la plantilla	30,8%	32,6%	51,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,4%	1,1%	1,1%



Principales comparables 2024e

		Industria Europea			Otros			
EUR Mn		Select Harvest Limited	SIPEF	TIPIAK SA	Average	Archer-Daniels-Midland Company	Average	ECO
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SHV-AU	SIP-BE	TIPI-FR		ADM-US		ECO-ES
	País	Australia	Belgium	France		USA		Spain
	Market cap	246,4	603,0	79,0		28.013,3		32,4
	Enterprise value (EV)	504,6	652,2	138,9		34.231,6		50,9
Información financiera básica	Total Ingresos	151,6	401,7	239,8		83.860,5		23,5
	Cto.Total Ingresos	20,0%	-2,2%	6,4%	8,1%	-2,9%	-2,9%	1,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,2%	4,0%	5,6%	6,2%	1,8%	1,8%	11,5%
	EBITDA	32,0	138,4	18,2		4.572,0		(0,5)
	Cto. EBITDA	265,9%	-4,4%	55,4%	105,6%	26,1%	26,1%	56,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	33,6%	7,2%	12,0%	17,6%	0,4%	0,4%	91,6%
	EBITDA/Ingresos	21,1%	34,5%	7,6%	21,0%	5,5%	5,5%	n.a.
	EBIT	10,6	84,3	5,3		2.970,6		(1,1)
	Cto. EBIT	138,0%	-12,2%	n.a.	62,9%	12,1%	12,1%	39,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	82,8%	12,8%	34,5%	43,4%	0,5%	0,5%	51,6%
	EBIT/Ingresos	7,0%	21,0%	2,2%	10,1%	3,5%	3,5%	n.a.
	Beneficio Neto	2,1	57,3	1,9		2.540,7		(1,5)
	Cto. Beneficio Neto	103,0%	-14,9%	118,2%	68,8%	-20,7%	-20,7%	90,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	8,5%	74,3%	41,4%	-2,6%	-2,6%	64,5%
	CAPEX/Ventas	10,7%	23,5%	5,4%	13,2%	1,4%	1,4%	1,0%
	Free Cash Flow	9,6	14,2	(2,3)		2.610,0		(1,3)
Deuda financiera Neta	130,6	29,5	60,5		5.786,6		18,7	
DN/EBITDA (x)	4,1	0,2	3,3	2,5	1,3	1,3	n.a.	
Pay-out	26,7%	28,7%	91,3%	48,9%	38,6%	38,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	10,4	39,3	24,9	11,0	11,0	n.a.
	P/BV (x)	1,0	0,7	1,3	1,0	1,4	1,4	n.a.
	EV/Ingresos (x)	3,3	1,6	0,6	1,8	0,4	0,4	2,2
	EV/EBITDA (x)	15,8	4,7	7,6	9,4	7,5	7,5	n.a.
	EV/EBIT (x)	47,6	7,7	26,2	27,2	11,5	11,5	n.a.
	ROE	0,8	7,0	3,2	3,7	12,4	12,4	23,2
	FCF Yield (%)	3,9	2,3	n.a.	3,1	9,3	9,3	n.a.
	DPA	0,00	1,58	1,95	1,18	1,81	1,81	0,00
Dvd Yield	0,2%	2,8%	2,3%	1,8%	3,2%	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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	23-26e
Total Ingresos					0,1	0,2	13,4	15,3	15,9	18,3	23,0	23,5	26,0	29,2	n.a.	8,2%
Cto. Total ingresos					n.a.	69,3%	n.a.	13,8%	4,0%	15,1%	25,8%	1,9%	10,7%	12,3%	n.a.	
EBITDA					(1,2)	(2,0)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	(2,2)	(1,1)	(0,5)	0,1	0,8	n.a.	39,7%
Cto. EBITDA					-217,2%	-69,8%	-25,8%	-2,9%	20,3%	-7,2%	50,1%	56,6%	118,0%	828,5%	n.a.	
EBITDA/Ingresos					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	2,7%	n.a.	
Beneficio neto					0,0	(1,4)	(2,2)	(5,0)	(2,5)	(5,0)	(15,7)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	n.a.	77,0%
Cto. Beneficio neto					108,2%	n.a.	-55,8%	-122,6%	49,3%	-99,4%	-211,8%	90,4%	40,2%	78,9%	n.a.	
Nº Acciones Ajustado (Mn)					-	-	-	27,0	27,0	29,5	32,4	32,4	32,4	32,4	n.a.	
BPA (EUR)					n.a.	n.a.	n.a.	-0,18	-0,09	-0,17	-0,48	-0,05	-0,03	-0,01	n.a.	77,0%
Cto. BPA					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	49,3%	-82,4%	n.a.	90,4%	40,2%	78,9%	n.a.	
BPA ord. (EUR)					n.a.	n.a.	n.a.	-0,13	-0,10	-0,11	-0,08	-0,05	-0,03	-0,01	n.a.	56,1%
Cto. BPA ord.					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27,6%	-14,1%	29,4%	33,0%	40,2%	78,9%	n.a.	
CAPEX					(1,5)	(1,0)	(3,2)	(1,9)	0,1	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	n.a.	
CAPEX/Vtas % ¹					1670,0%	660,8%	23,8%	12,5%	n.a.	2,3%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	n.a.	
Free Cash Flow					(2,9)	(3,1)	(6,0)	(4,1)	(2,6)	(2,9)	(0,3)	(1,3)	(0,9)	(0,3)	n.a.	0,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,9x	n.a.	
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.	n.a.	2,66x	2,59x	2,64x	2,57x	2,17x	2,17x	1,96x	1,75x	n.a.	
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.	
Comport. Absoluto					-8,3%	10,7%	0,0%	-1,9%	0,0%	-4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	
Comport. Relativo vs Ibx 35					-14,6%	30,2%	-10,6%	16,1%	-7,3%	0,8%	-18,5%	-10,8%			n.a.	

- (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 58% de la compañía.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	14,1	15,3
EV (Mn EUR y USD)	17,7	19,3
Número de Acciones (Mn)	10,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,09 / 1,49 / 1,05	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽¹⁾	74,8	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Carlos Navarro	31,3
Andrés Muelas	26,6
Free Float	42,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,7	10,0	10,1	10,1
Total Ingresos	10,2	14,0	18,8	24,2
EBITDA Rec.	-0,1	0,4	1,1	2,2
% Var.	94,0	356,7	194,2	104,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	2,7	5,8	9,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	15,6	17,7	26,1	14,2
Beneficio neto	-0,3	0,2	0,6	1,5
BPA (EUR)	-0,03	0,02	0,06	0,15
% Var.	85,3	169,2	180,0	145,1
BPA ord. (EUR)	-0,05	0,00	0,06	0,15
% Var.	78,6	102,6	n.a.	145,1
Free Cash Flow Rec.	-0,4	-0,8	-0,4	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	3,0	3,8	4,2	3,6
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	10,0	3,8	1,6
ROE (%)	n.a.	14,3	31,5	50,0
ROCE (%)	n.a.	10,4	14,5	24,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	65,0	23,2	9,5
PER Ordinario	n.a.	n.a.	23,2	9,5
P/BV	10,1	8,8	6,4	3,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,73	1,26	0,94	0,73
EV/EBITDA Rec.	n.a.	47,4	16,1	7,9
EV/EBIT	n.a.	33,1	17,2	8,4
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	4,3

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-2,1	7,3	-26,8	n.a.

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

END disminuye considerablemente sus pérdidas operativas en 2023. La normalización en la cadena de suministro ha llevado a END a registrar unos ingresos 2023 de EUR 10,2Mn (+68,7%) y la caída del precio de los materiales de las baterías (acero y litio) permite acercarse al break-even en EBITDA rec. (vs EUR -2,4Mn en 2022).

La senda del crecimiento (rentable) pasa por la internacionalización (35% s/Ingresos 2023) y la diversificación de producto. La delegación de México (abierta en 2S23) ha supuesto c.10% de los ingresos. Y el desarrollo de nuevas líneas de negocio actuará como catalizador para mejorar los niveles de rentabilidad (con la estructura necesaria ya desarrollada).

El momentum de resultados 2024e es muy positivo. Esperamos que la demanda continúe alimentando el crecimiento a doble dígito en ingresos 2024e hasta EUR 14Mn (+37,2% vs 2022) superando break-even en EBITDA rec. (EUR 0,4Mn) y BN positivo por primera vez (EUR 0,2Mn) probando la rentabilidad del negocio. El nivel de endeudamiento se mantendrá elevado (DN 24e: EUR 3,8Mn DN/FFPP 24e 2,3x).

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

La movilidad sostenible es un fuerte driver sectorial ... en plena fase de crecimiento, necesario para los procesos de electrificación de la movilidad que buscan acelerar la descarbonización. Reduciendo los niveles de emisiones.

... y con opción de extenderse a otros sectores (como el estacionamiento), aunque aún se encuentra en una fase incipiente. Los productos destinados al sector industrial (autoconsumo) y al sector renovable (almacenamiento) son productos de mayor envergadura (y rentabilidad) que hoy son invisibles en nuestros números.

Esperamos que continúe el crecimiento a doble dígito (+33,3% TACC 2023-2026e). Nuestras hipótesis de crecimiento pivotan sobre: i) expansión internacional a nuevos mercados (>45% en 2026e vs 35% s/ingresos 2023), ii) aumento de la base de clientes y iii) nuevos modelos de batería con mayor valor añadido.

Ante el inicio de un nuevo ciclo (¿Mg. EBITDA 2026e 9%?). En 2026e nos deberíamos encontrar ante una compañía con un EBITDA Recurrente de EUR 2,2Mn (break-even en 2023) resultado de: i) el crecimiento a doble dígito en ingresos (+33% TACC 23-26e) y ii) el efecto del apalancamiento operativo (economías de escala) que deberían hacer posible un Mg. EBITDA 2026e 9%. No estimamos FCF positivo hasta 2026e, por lo que END requerirá de un consumo de caja adicional de EUR 1,2Mn (2024e-2025e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Costes de materias primas y energía. El principal catalizador de la mejora de margen en 2023 ha sido la bajada de los precios de los materiales. Una subida de precios, como la vista en 2022, volvería a presionar los niveles de rentabilidad (aumentando el riesgo de revisión de estimaciones a la baja).

Necesidades adicionales de financiación que pasen por equity. END cerró 2023 con una DN de EUR 3Mn. En 2023 firmó un acuerdo de financiación mediante la emisión de bonos convertibles con Alpha Blue Ocean. Si las necesidades de financiación actuales (EUR 1,2Mn) se financiaran a través de bonos convertibles, supondrían una dilución adicional de c.8% para el accionista.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El crecimiento en ingresos sitúa los múltiplos en línea con sus comparables. Pese a la caída del precio de la acción -26,8% -12m (-42,7% vs sector), nuestros números 2024e cotizan a un EV/Vtas de 1,3x (vs 1x de sus principales comparables cotizados). El potencial despegue del EBITDA en los próximos ejercicios se podría traducir en un EV/EBITDA 26e de 7,9x (muy por debajo del sector). La mejora de márgenes es clave.



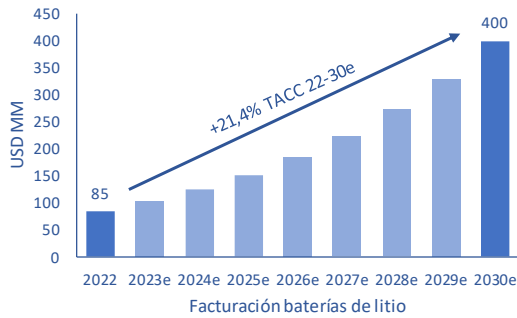
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,6	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6		
Inmovilizado material	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,6		
Otros activos no corrientes	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	0,4	1,5	3,1	4,5	3,8	4,9	6,1	7,0		
Total activo	0,9	2,7	4,9	6,7	6,3	7,4	8,8	10,0		
Patrimonio neto	0,9	0,9	0,9	1,1	1,4	1,6	2,2	3,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	0,4	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(0,0)	1,1	2,3	3,0	3,0	3,8	4,2	3,6		
Pasivo circulante	0,1	0,8	1,3	1,7	1,2	1,5	1,8	2,2		
Total pasivo	0,9	2,7	4,9	6,7	6,3	7,4	8,8	10,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	21-23	23-26e
Total Ingresos	0,3	2,3	4,7	6,1	10,2	14,0	18,8	24,2	47,7%	33,3%
Cto.Total Ingresos	n.a.	613,8%	107,3%	29,3%	68,7%	37,3%	34,3%	28,6%		
Coste de ventas	(0,3)	(1,8)	(3,5)	(4,8)	(6,3)	(8,9)	(12,0)	(15,2)		
Margen Bruto	0,0	0,5	1,2	1,3	3,9	5,1	6,8	9,0	80,8%	32,3%
Margen Bruto / Ingresos	7,6%	22,1%	25,5%	21,0%	38,2%	36,5%	36,3%	37,3%		
Gastos de personal	(0,2)	(0,8)	(1,7)	(2,2)	(2,5)	(3,0)	(3,7)	(4,3)		
Otros costes de explotación	(0,4)	(0,7)	(1,2)	(1,5)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,5)		
EBITDA recurrente	(0,6)	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(0,1)	0,4	1,1	2,2	70,7%	n.a.
Cto.EBITDA recurrente	-288,5%	-85,9%	-62,9%	-42,1%	94,0%	356,7%	194,2%	104,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,7%	5,8%	9,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	0,1	0,2	-	-		
EBITDA	(0,6)	(1,2)	(1,7)	(2,1)	(0,1)	0,6	1,1	2,2	77,6%	n.a.
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)		
Gastos capitalizados	0,1	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(0,5)	(0,7)	(1,3)	(1,7)	(0,1)	0,5	1,0	2,1	68,8%	n.a.
Cto.EBIT	-554,2%	-51,3%	-73,4%	-37,0%	92,9%	531,9%	93,0%	105,1%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,8%	5,5%	8,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,5)	(0,8)	(1,3)	(1,9)	(0,5)	0,2	0,7	1,8	41,3%	82,2%
Cto.Beneficio ordinario	-518,5%	-54,8%	-73,5%	-44,7%	76,2%	147,0%	230,7%	160,4%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,5)	(0,8)	(1,3)	(1,9)	(0,5)	0,2	0,7	1,8	41,3%	82,2%
Impuestos	0,1	0,2	-	-	0,2	-	(0,1)	(0,4)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,4)	(0,6)	(1,3)	(1,9)	(0,3)	0,2	0,6	1,5	52,4%	90,5%
Cto.Beneficio neto	-512,5%	-54,8%	-130,6%	-44,7%	84,3%	171,3%	181,1%	145,1%		
Beneficio ordinario neto	(0,5)	(0,6)	(1,3)	(2,3)	(0,5)	0,0	0,6	1,5	36,8%	69,5%
Cto. Beneficio ordinario neto	-545,4%	-30,4%	-98,1%	-75,2%	77,2%	102,7%	n.a.	145,1%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	21-23	23-26e
EBITDA recurrente						0,4	1,1	2,2	70,7%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,8)	(0,9)	(0,6)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,4	0,2	1,7	84,4%	n.a.
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						-	(0,1)	(0,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,8)	(0,4)	0,6	62,5%	51,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,8)	(0,4)	0,6	62,6%	51,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,8	0,4	(0,6)		



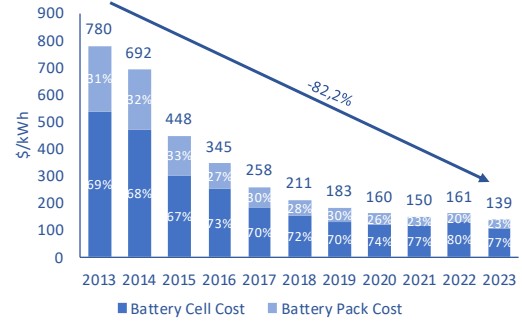
La compañía en 8 gráficos

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



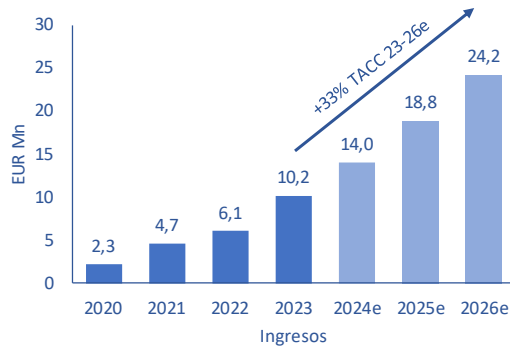
Fuente: BNEF (BloombergNEF)

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

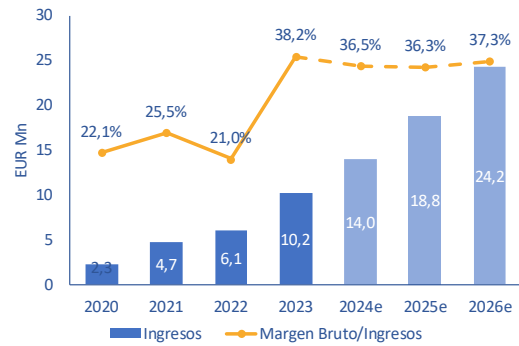


Fuente: BNEF (BloombergNEF)

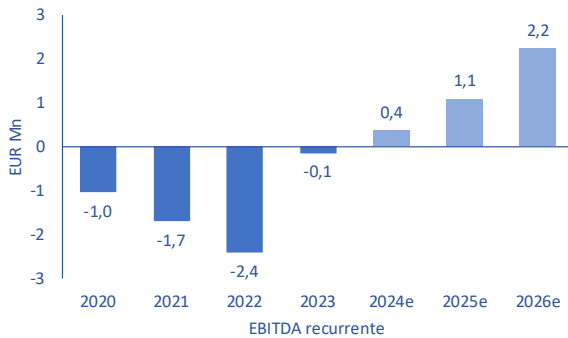
END: Bien posicionada para acelerar su crecimiento (+33% TACC 23-26e)...



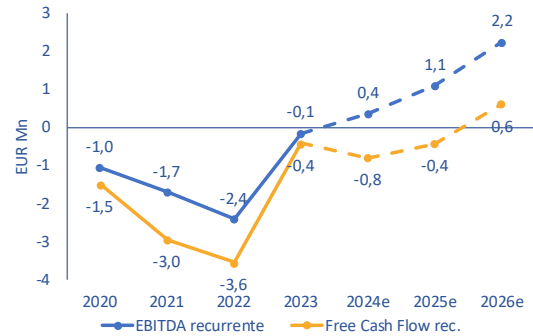
... y de mantener Mg. Bruto por encima del 35%



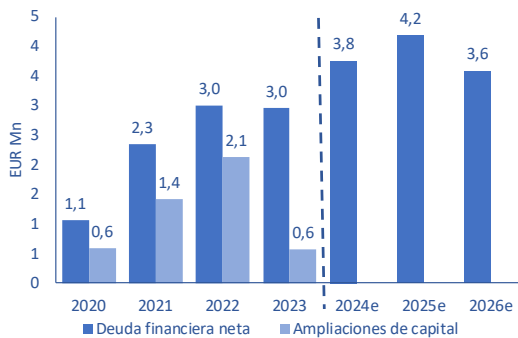
Catalizador que permitirá ver el EBITDA rec. por encima de break-even ya en 2024e



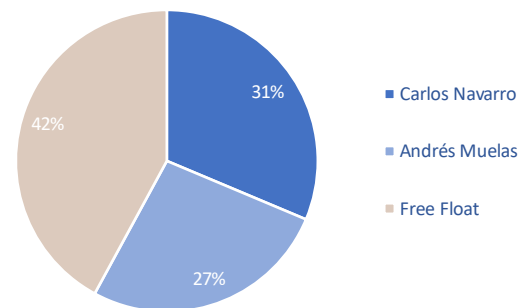
Aunque el negocio continuará consumiendo caja...



... lo que incrementará la DN hasta EUR 4,2Mn en 2025e...



c. 58% del capital en manos de sus fundadores



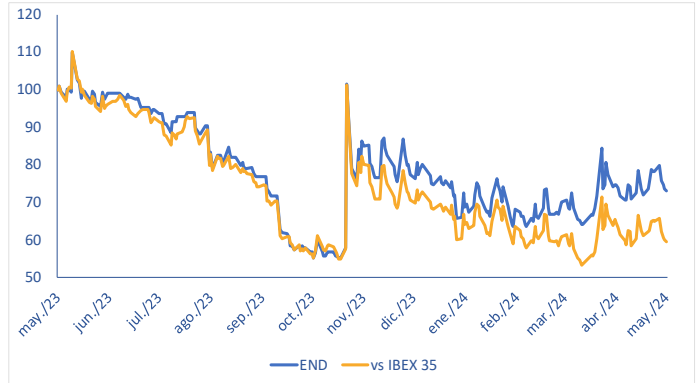


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



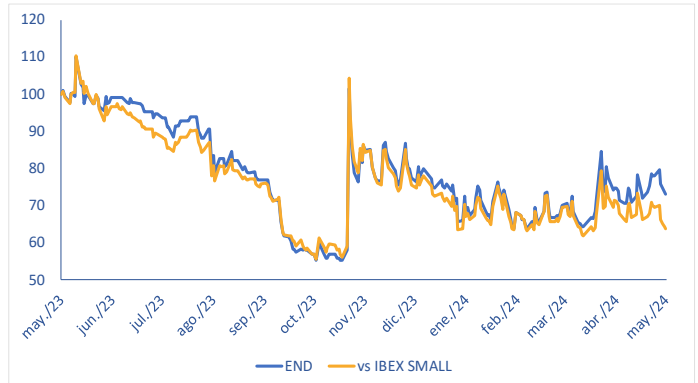
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



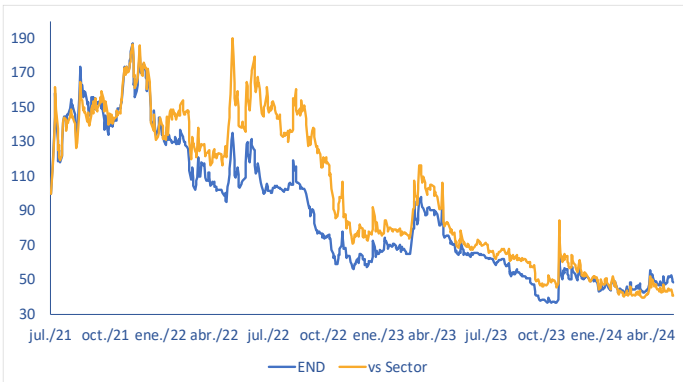
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-2,1	7,3	-26,8	-2,1	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-8,1	-6,3	-40,5	-12,7	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-5,0	1,0	-37,5	-12,6	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-10,4	-6,1	-36,1	-12,1	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-7,4	-1,0	-30,5	-9,5	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-7,7	0,0	-28,9	-7,4	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Europe Electrical Products	-13,4	-6,5	-42,7	-16,6	n.a.	n.a.

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



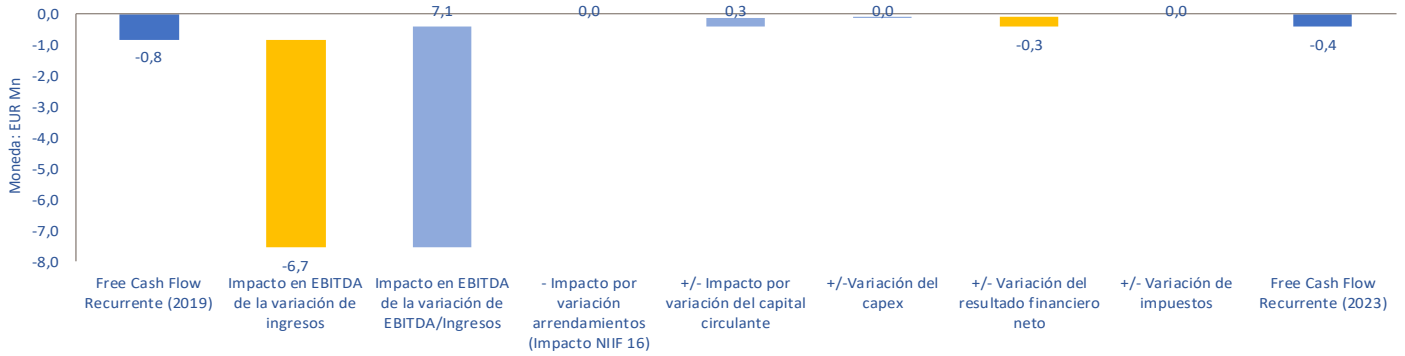
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(0,1)	0,4	1,1	2,2	48,1%	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-85,9%	-62,9%	-42,1%	94,0%	356,7%	194,2%	104,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,7%	5,8%	9,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(1,1)	(1,0)	0,1	(0,8)	(0,9)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	(3,4)	(0,1)	(0,4)	0,2	1,7	63,6%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-83,0%	-98,6%	-21,7%	98,0%	-486,1%	162,6%	581,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%	6,9%		
- CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,5)	(3,0)	(3,6)	(0,4)	(0,8)	(0,4)	0,6	34,7%	51,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-83,9%	-98,0%	-20,6%	88,4%	-92,0%	45,7%	239,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,0)	0,3	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,6)	(3,0)	(3,2)	(0,4)	(0,8)	(0,4)	0,6	36,2%	51,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-99,1%	-86,3%	-7,8%	87,0%	-90,6%	45,7%	239,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,3%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,8)	(1,5)	(3,0)	(3,6)	(0,4)	(0,8)	(0,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(3,4)	(1,1)	(0,5)	(1,7)	(0,1)	0,1	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,0	0,5	(0,2)	3,9	0,6	0,6	0,8		
= Variación EBITDA recurrente	(0,5)	(0,7)	(0,7)	2,3	0,5	0,7	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,2)	(0,7)	0,1	1,0	(0,8)	(0,1)	0,3		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,6)	(1,4)	(0,6)	3,3	(0,3)	0,6	1,4		
+/- Variación del CAPEX	(0,0)	(0,1)	0,1	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,0)	0,1		
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,7)	(1,5)	(0,6)	3,1	(0,4)	0,4	1,0		
Free Cash Flow Recurrente	(1,5)	(3,0)	(3,6)	(0,4)	(0,8)	(0,4)	0,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(0,7)	(1,3)	(1,7)	(0,1)	0,5	1,0	2,1	44,7%	n.a.
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)		
EBITDA recurrente	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(0,1)	0,4	1,1	2,2	48,1%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(1,1)	(1,0)	0,1	(0,8)	(0,9)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	(3,4)	(0,1)	(0,4)	0,2	1,7	63,6%	n.a.
- CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(1,5)	(2,9)	(3,4)	(0,1)	(0,5)	(0,2)	0,8	61,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-82,2%	-99,1%	-18,3%	97,6%	-475,7%	66,9%	620,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,5)	(2,9)	(3,4)	(0,1)	(0,5)	(0,2)	0,8	61,2%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-82,2%	-99,1%	-18,3%	97,5%	-455,5%	66,9%	620,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,6%		

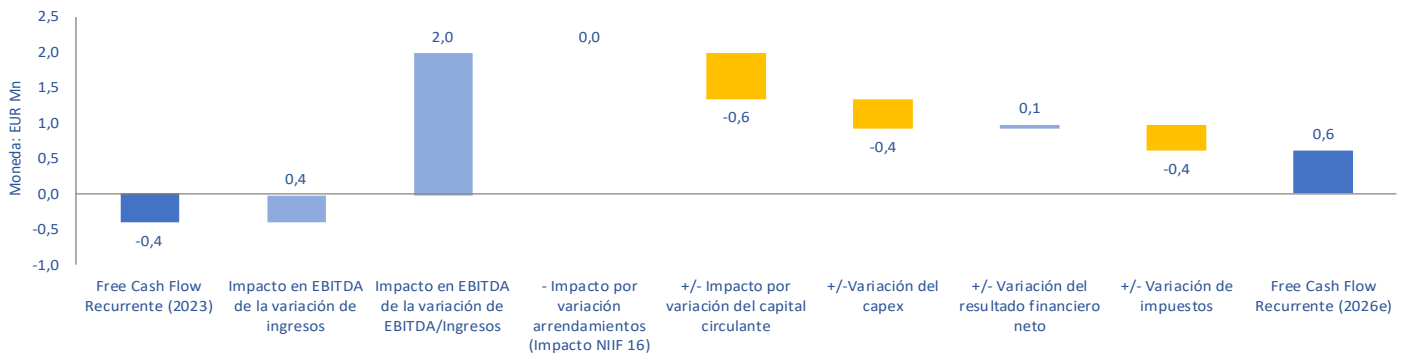


Analítica del Free Cash Flow (II)

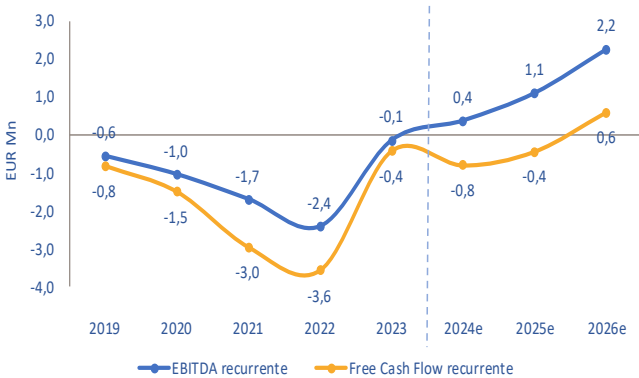
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



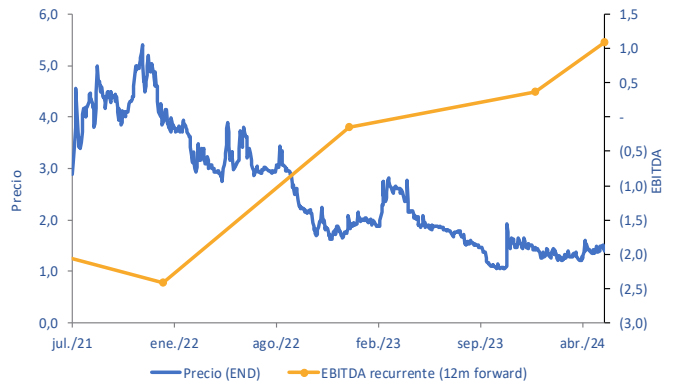
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,5)	(0,2)	0,8	n.a.			
Market Cap	14,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	8,0%	Coste de la deuda neta			7,8%	8,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	6,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			6,2%	6,6%	
Risk free rate (rf)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,3%	D			=	=	
WACC	9,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,8%	10,8%	
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	14,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	3,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	17,7	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2021	2021
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2022	2026e			
ROCE - WACC	n.a.	14,4%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-5,5%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	6,4%	1,2	14,6x
Central	5,8%	1,1	16,1x
Min	5,2%	1,0	18,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	1,2%	1,3%	1,4%
1,2	(0,3)	(0,3)	(0,3)
1,1	(0,4)	(0,4)	(0,5)
1,0	(0,5)	(0,5)	(0,6)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	31,6%	32,8%	36,1%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,3%	1,3%	3,8%



Principales comparables 2024e

		Lithium batteries						
		EUR Mn	Varta AG	Energys	Fluence	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VAR1-DE	ENS-US	FLNC-US	FLUX-US			END-ES
	País	Germany	USA	USA	USA			Spain
	Market cap	511,3	3.581,2	3.021,8	49,2			14,1
	Enterprise value (EV)	1.072,6	4.116,8	1.840,1	63,0			17,7
Información financiera básica	Total Ingresos	948,1	3.320,1	2.727,8	56,9			14,0
	Cto. Total Ingresos	9,1%	1,3%	33,8%	-6,7%	14,7%		37,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	26,4%	25,5%	26,4%		31,4%
	EBITDA	105,9	480,9	60,6	(3,0)			0,6
	Cto. EBITDA	56,2%	0,5%	n.a.	18,4%	28,3%		760,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	16,7%	n.a.	n.a.	n.a.	16,7%		97,9%
	EBITDA/Ingresos	11,2%	14,5%	2,2%	n.a.	9,3%		4,1%
	EBIT	2,4	383,3	28,8	(5,6)			0,5
	Cto. EBIT	107,2%	3,4%	n.a.	-12,8%	55,3%		531,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	74,0%	n.a.		99,0%
	EBIT/Ingresos	0,2%	11,5%	1,1%	n.a.	4,3%		3,8%
	Beneficio Neto	(28,4)	300,4	29,0	(7,2)			0,2
	Cto. Beneficio Neto	54,1%	14,5%	n.a.	-15,9%	34,3%		171,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	60,1%	n.a.		n.a.
	CAPEX/Ventas	7,0%	2,9%	1,7%	1,4%	3,8%		0,6%
	Free Cash Flow	11,4	322,5	1,3	(6,2)			(0,8)
Deuda financiera Neta	562,2	n.a.	(340,6)	(7,2)			3,8	
DN/EBITDA (x)	5,3	n.a.	n.a.	n.a.	5,3		10,0	
Pay-out	0,0%	11,2%	0,0%	n.a.	3,7%		0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	11,6	93,2	n.a.	52,4		65,0
	P/BV (x)	5,2	1,9	6,0	n.a.	4,4		8,8
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,2	0,7	1,1	1,0		1,3
	EV/EBITDA (x)	10,1	8,6	30,3	n.a.	16,3		47,4
	EV/EBIT (x)	n.a.	10,7	n.a.	n.a.	10,7		33,1
	ROE	n.a.	16,3	6,5	n.a.	11,4		14,3
	FCF Yield (%)	2,2	9,0	0,0	n.a.	3,8		n.a.
	DPA	0,00	0,83	0,00	n.a.	0,28		0,00
Dvd Yield	0,0%	0,9%	0,0%	n.a.	0,3%		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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	23-26e
Total Ingresos							0,3	2,3	4,7	6,1	10,2	14,0	18,8	24,2	n.a.	33,3%
Cto. Total ingresos							n.a.	613,8%	107,3%	29,3%	68,7%	37,3%	34,3%	28,6%		
EBITDA							(0,6)	(1,2)	(1,7)	(2,1)	(0,1)	0,6	1,1	2,2	n.a.	n.a.
Cto. EBITDA							n.a.	-108,0%	-50,1%	-19,6%	95,8%	760,1%	91,6%	104,4%		
EBITDA/Ingresos							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,1%	5,8%	9,3%		
Beneficio neto							(0,4)	(0,6)	(1,3)	(1,9)	(0,3)	0,2	0,6	1,5	n.a.	90,5%
Cto. Beneficio neto							n.a.	-54,8%	-130,6%	-44,7%	84,3%	171,3%	181,1%	145,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							-	-	8,5	9,1	9,7	10,0	10,1	10,1		
BPA (EUR)							n.a.	n.a.	-0,16	-0,21	-0,03	0,02	0,06	0,15	n.a.	88,9%
Cto. BPA							n.a.	n.a.	n.a.	-35,4%	85,3%	n.a.	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)							n.a.	n.a.	-0,15	-0,25	-0,05	0,00	0,06	0,15	n.a.	68,3%
Cto. BPA ord.							n.a.	n.a.	n.a.	-63,9%	78,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
CAPEX							(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,4)		
CAPEX/Vtas % ¹							11,8%	2,7%	2,8%	1,0%	0,1%	0,6%	1,3%	1,8%		
Free Cash Flow							(0,8)	(1,6)	(3,0)	(3,2)	(0,4)	(0,8)	(0,4)	0,6	n.a.	51,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,5x	3,8x	1,6x		
PER (x)							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	65,0x	23,2x	9,5x		
EV/Vtas (x)							n.a.	n.a.	0,19x	0,42x	3,60x	1,26x	0,94x	0,73x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾							0,4x	0,1x	n.a.	n.a.	n.a.	30,9x	16,1x	7,9x		
Comport. Absoluto							n.a.	n.a.	n.a.	-45,9%	-32,1%	-2,1%				
Comport. Relativo vs Ibx 35							n.a.	n.a.	n.a.	-42,7%	-44,7%	-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).

Energy Solar Tech, es una compañía de energías renovables (fundada en 2020) que ofrece a sus clientes tecnologías de generación y eficiencia energética mediante una oferta de servicios de outsourcing energético, bajo la modalidad de *energy as a service*. El 100% de las ventas de ETC proceden de España. Desde diciembre de 2022 cotiza en BME Growth.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	80,5	87,6
EV (Mn EUR y USD)	92,5	100,6
Número de Acciones (Mn)	26,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,18 / 4,99 / 2,87	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽¹⁾	16,7	
Factset / Bloomberg	ETC-ES / ETC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

Alberto Hernández Poza	21,1
Erbiennergía Inversiones	12,6
José Abel Martín Sánchez	10,6
Alberto Torregro López	10,6
Free Float	44,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	25,2	26,8	26,8	26,8
Total Ingresos	52,6	67,0	87,8	107,2
EBITDA Rec.	8,9	11,6	21,8	28,1
% Var.	229,0	30,6	88,7	28,6
% EBITDA Rec./Ing.	16,9	17,3	24,9	26,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	18,4	8,9	5,0	2,6
Beneficio neto	2,8	0,8	7,1	10,3
BPA (EUR)	0,11	0,03	0,26	0,38
% Var.	16,6	-72,7	757,9	45,1
BPA ord. (EUR)	0,12	0,03	0,26	0,38
% Var.	13,8	-74,2	757,9	45,1
Free Cash Flow Rec.	0,9	-47,1	-14,9	-10,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	13,0	73,3	88,2	98,3
DN / EBITDA Rec.(x)	1,5	6,3	4,0	3,5
ROE (%)	7,9	1,7	13,7	17,0
ROCE (%)	9,6	4,2	8,1	9,4

Ratios y Múltiplos (x)

PER	26,6	97,4	11,4	7,8
PER Ordinario	25,1	97,4	11,4	7,8
P/BV	1,7	1,7	1,5	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,76	1,38	1,05	0,86
EV/EBITDA Rec.	10,4	8,0	4,2	3,3
EV/EBIT	17,1	19,6	6,9	5,1
FCF Yield (%)	1,1	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-11,8	-28,4	-55,8	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

(3) Otros: Autocartera 0,5%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

2023: salto de escala vía M&A... que ha situado los ingresos en EUR 52,6Mn (vs EUR 13,3Mn en 2022). Y ha multiplicado por 3,3x el EBITDA Rec. 2022 hasta EUR 8,9Mn (vs EUR 2,7Mn en 2022). Gracias a la adquisición del 49% restante del Parque Eólico Valdelugo y el 100% de la ingeniería Sarpel. Todo ello con una posición de balance muy sana (Deuda Neta: 13,0Mn; DN/FF. PP. 0,3x).

... **que esperamos que continúe en 2024e**, gracias a: (i) la estrategia de integración vertical (diversificación del negocio) y (ii) el foco en el negocio de generación (que aumentará la DN hasta EUR 73,3Mn en 2024e, DN/EBITDA Rec. 6x; salto explicado por la fuerte inversión requerida). Lo que nos lleva a estimar en 2024e unos ingresos de EUR 67,0Mn y un EBITDA Rec. de EUR 11,6Mn, que empujará el CF operativo hasta EUR 10,9Mn (vs EUR 7,8Mn en 2023).

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

Modelo de energy as a service. En el que ETC se encarga de la construcción (y mantenimiento) del activo en el establecimiento del cliente (ETC mantiene la propiedad) y le vende a este toda la energía que se produce. Lo que genera unos ingresos recurrentes con un elevado coste de cambio para el cliente, una vez el activo se ha instalado. Reduciendo significativamente el riesgo comercial o de rotación.

Control de toda la cadena de valor. ETC desarrolla una estrategia de integración vertical que le permite controlar desde el desarrollo y construcción hasta la operación y mantenimiento de proyectos eólicos y fotovoltaicos. Ayudando a la generación de sinergias y a la diversificación del mix de negocio (Ingresos 2023: 22% outsourcing, 68% ingeniería y 9% generación vs 100% de outsourcing en 2022).

Foco en el negocio de generación eólica y fotovoltaica, con la adquisición y construcción de activos de generación para mantenerlos en propiedad (de mayor margen y CF Operativo), aumentando la capacidad híbrida del grupo. Esperamos que generación dentro del mix pase del 9% s/ventas en 2023 al c.27% en 2026e.

En definitiva, 2024e-2026e es "clave" para ver la dimensión del salto de escala. Toda la atención debe estar puesta en la evolución del mix de negocio hacia líneas de negocio de mayor margen y CF operativo (que pasaría de EUR 7,8Mn en 2023 a EUR 27,7Mn en 2026e), hiperdependiente de la velocidad de ejecución del pipeline de generación. Y que empujará la DN hasta EUR 88Mn en 2025e (DN/EBITDA Rec. 4,0x). Todo ello, en un contexto de bajo riesgo, ya que el apalancamiento irá "de la mano" de la evolución del negocio de generación. El resto de los negocios no necesitan deuda para crecer.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

El retraso en la puesta en marcha o en la adquisición de los parques (eólicos y fotovoltaicos), tendría un impacto significativo en ingresos y rentabilidad (y, por tanto, en la generación de caja) durante el periodo proyectado. Retrasando el salto de escala. Lo que implica un riesgo importante de revisión de estimaciones a la baja.

Concentración geográfica, con el 100% de sus ingresos en 2023 procedentes de España. Lo que hace a ETC especialmente sensible a la regulación, la evolución del precio de la energía y condiciones sectoriales y económicas de España.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

¿Y ahora qué? Tras la fuerte corrección de la acción en los últimos meses (ETC -12m: -55,8%, -64,0% vs Ibex 35, -56,0% vs sector), nuestras estimaciones 2024e (que contemplan un fuerte crecimiento en ingresos y mejora de márgenes) cotizan a 8,0x EV/EBITDA Rec. y 4,2x EV/EBITDA Rec. 2025e. Los resultados 2024e (con foco en el 2S) serán claves para empezar a ver la evolución del cambio en el mix de ingresos hacia el negocio de generación. Que debería acelerarse en 2025e. Aunque es obvio que el momentum sectorial es negativo y a c/p no "ayuda", el despegue en EBITDA 2025e debería empezar a cotizar ya en 2024.



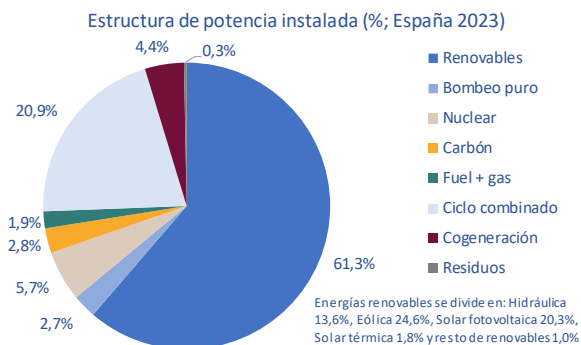
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	0,1	0,2	0,7	0,9	0,8		
Inmovilizado material	1,0	5,8	11,1	33,1	95,8	119,9	142,6			
Otros activos no corrientes	0,0	0,0	8,4	0,1	0,1	0,1	0,1			
Inmovilizado financiero	0,0	0,1	0,7	1,2	1,2	1,3	1,3			
Fondo de comercio y otros intangibles	0,1	0,1	0,4	24,9	22,1	19,4	16,6			
Activo circulante	0,2	0,9	2,2	19,3	19,6	25,4	30,9			
Total activo	1,4	7,0	22,8	78,9	139,6	166,9	192,2			
Patrimonio neto	1,7	5,9	24,2	47,4	48,2	55,3	65,6			
Minoritarios	-	-	-	0,1	0,0	(0,0)	(0,1)			
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1			
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-			
Deuda financiera neta	(0,5)	0,6	(3,8)	13,0	73,3	88,2	98,3			
Pasivo circulante	0,1	0,5	2,3	18,3	17,9	23,3	28,4			
Total pasivo	1,4	7,0	22,8	78,9	139,6	166,9	192,2			
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	0,3	4,2	13,3	52,6	67,0	87,8	107,2	107,2	<i>n.a.</i>	26,8%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>213,7%</i>	<i>296,1%</i>	<i>27,5%</i>	<i>30,9%</i>	<i>22,1%</i>			
Coste de ventas	(0,1)	(3,3)	(8,8)	(31,6)	(42,2)	(51,8)	(63,2)			
Margen Bruto	0,3	1,0	4,5	21,0	24,8	36,0	44,0	44,0	<i>n.a.</i>	28,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>78,0%</i>	<i>22,5%</i>	<i>34,1%</i>	<i>39,9%</i>	<i>37,0%</i>	<i>41,0%</i>	<i>41,0%</i>			
Gastos de personal	(0,1)	(0,3)	(1,0)	(7,3)	(8,0)	(8,4)	(9,2)			
Otros costes de explotación	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(4,8)	(5,2)	(5,8)	(6,6)			
EBITDA recurrente	0,0	0,3	2,7	8,9	11,6	21,8	28,1	28,1	<i>n.a.</i>	46,9%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>942,1%</i>	<i>821,5%</i>	<i>229,0%</i>	<i>30,6%</i>	<i>88,7%</i>	<i>28,6%</i>			
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>20,3%</i>	<i>16,9%</i>	<i>17,3%</i>	<i>24,9%</i>	<i>26,2%</i>			
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	-	(0,2)	-	-	-	-			
EBITDA	0,0	0,3	2,5	8,9	11,6	21,8	28,1	28,1	<i>n.a.</i>	46,9%
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,2)	(0,5)	(4,1)	(7,7)	(9,3)	(10,9)			
Gastos capitalizados	-	0,2	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8			
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	-	-	-	-	-	-			
EBIT	(0,0)	0,3	2,5	5,4	4,7	13,4	18,0	18,0	<i>n.a.</i>	49,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>804,8%</i>	<i>117,1%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>183,2%</i>	<i>34,6%</i>			
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>15,2%</i>	<i>16,8%</i>			
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-			
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(1,1)	(3,8)	(4,6)	(5,2)			
Resultados por puesto en equivalencia	-	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0			
Beneficio ordinario	(0,0)	0,2	2,5	4,3	1,0	8,8	12,8	12,8	<i>n.a.</i>	43,4%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>709,2%</i>	<i>955,0%</i>	<i>74,2%</i>	<i>-77,9%</i>	<i>817,2%</i>	<i>45,5%</i>			
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-			
Beneficio antes de impuestos	(0,0)	0,2	2,5	4,3	1,0	8,8	12,8	12,8	<i>n.a.</i>	43,4%
Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,2)	(1,8)	(2,6)			
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,7%</i>	<i>34,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>			
Minoritarios	-	-	-	(0,0)	0,1	0,1	0,1			
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-			
Beneficio neto	(0,0)	0,2	2,2	2,8	0,8	7,1	10,3	10,3	<i>n.a.</i>	53,7%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>544,8%</i>	<i>954,3%</i>	<i>27,6%</i>	<i>-70,9%</i>	<i>757,9%</i>	<i>45,1%</i>			
Beneficio ordinario neto	(0,0)	0,2	2,4	3,0	0,8	7,1	10,3	10,3	<i>n.a.</i>	50,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>649,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>24,6%</i>	<i>-72,5%</i>	<i>757,9%</i>	<i>45,1%</i>			
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						11,6	21,8	28,1	<i>n.a.</i>	46,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(0,4)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						10,9	21,4	27,7	<i>n.a.</i>	52,7%
CAPEX						(54,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,8)	(4,6)	(5,2)		
Impuestos						(0,2)	(1,8)	(2,6)		
Free Cash Flow Recurrente						(47,1)	(14,9)	(10,0)	41,5%	<i>n.a.</i>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(13,3)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(60,3)	(14,9)	(10,0)	<i>n.a.</i>	36,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						60,3	14,9	10,0		

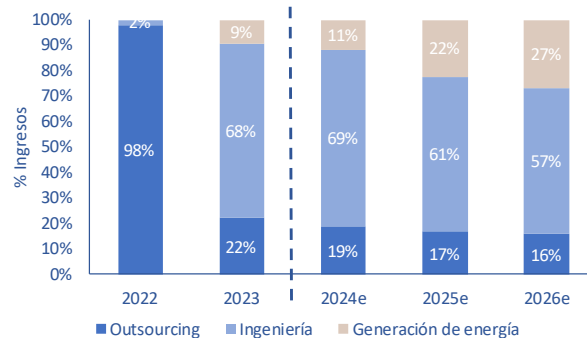


La compañía en 8 gráficos

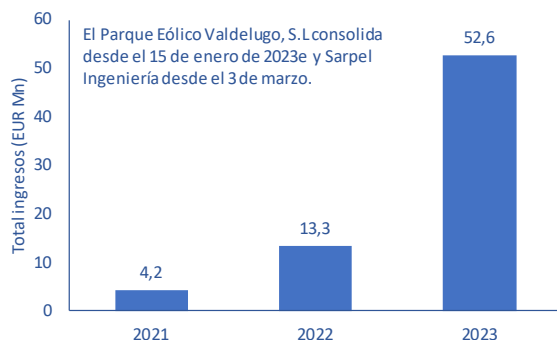
Las energías renovables en España: eólica y fotovoltaica son las tecnologías ganadoras en un sector en crecimiento



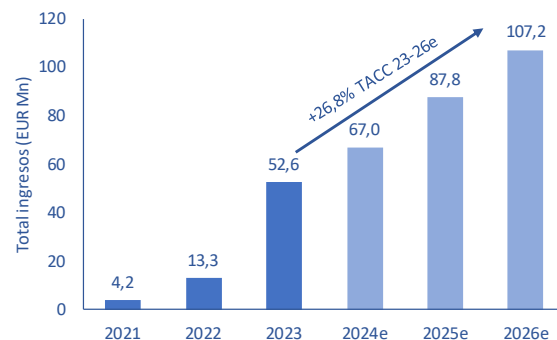
ETC: compañía de energías renovables integrada verticalmente (con tres líneas de negocio) ...



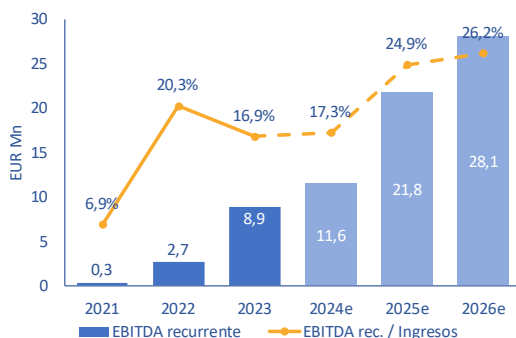
... que en 2023 ha adquirido varios activos de generación (eólica y fotovoltaica) y una compañía de ingeniería



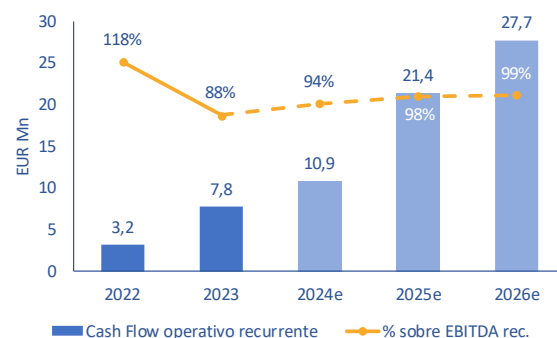
Esperamos un salto de escala muy relevante en ingresos y un cambio en el mix de negocio hasta 2026e



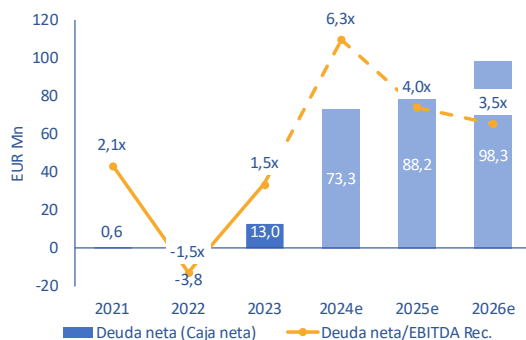
Acompañado de un crecimiento muy relevante en el EBITDA Rec. (+47% TACC 23-26e) ...



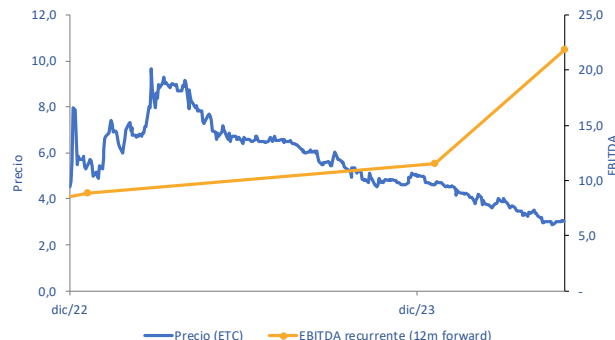
... que empujará la generación del Cash Flow operativo recurrente hasta los EUR 27,7Mn en 2026e



El nivel de endeudamiento se incrementará a raíz del desarrollo y construcción del pipeline de proyectos eólicos y fotovoltaicos



Tras la caída de la acción en los últimos meses, ETC debería ganar momentum en 2024e



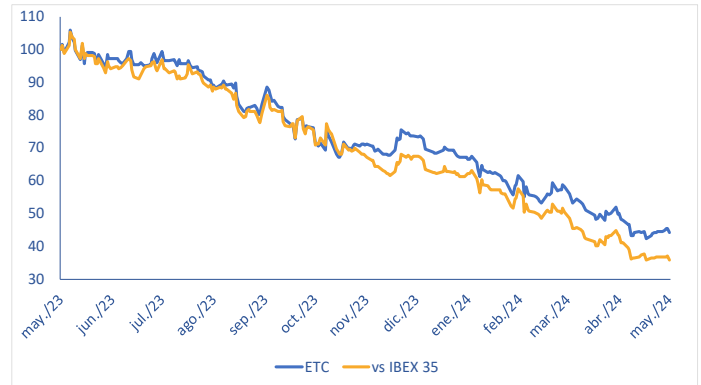


Evolución de la cotización

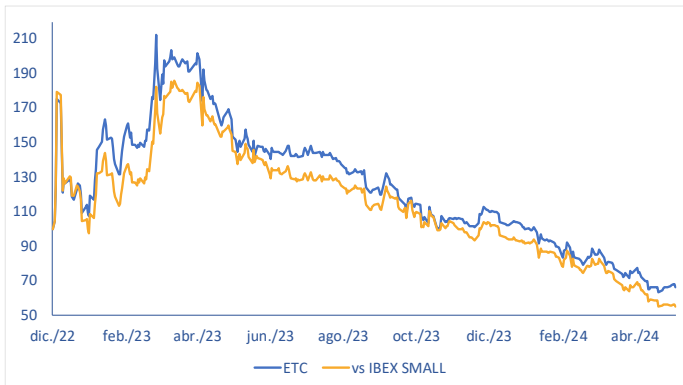
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



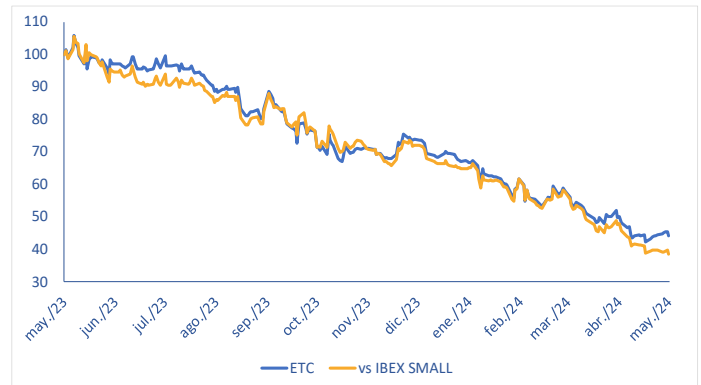
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



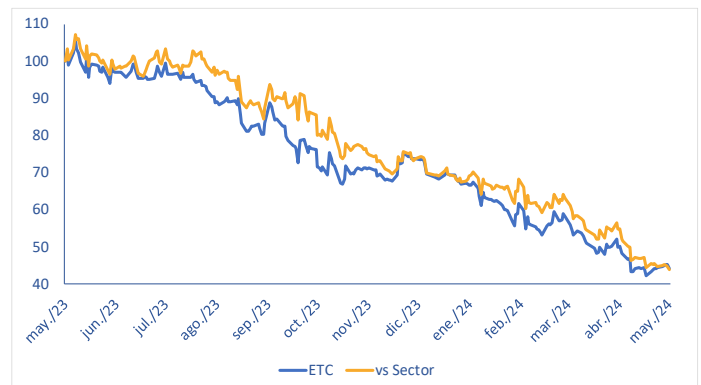
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-11,8	-28,4	-55,8	-35,3	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-17,2	-37,5	-64,0	-42,3	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-14,4	-32,6	-62,3	-42,3	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-19,2	-37,4	-61,4	-41,9	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-16,4	-33,7	-57,9	-40,0	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-16,8	-33,3	-57,0	-38,8	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-19,9	-35,6	-56,0	-36,2	n.a.	n.a.

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



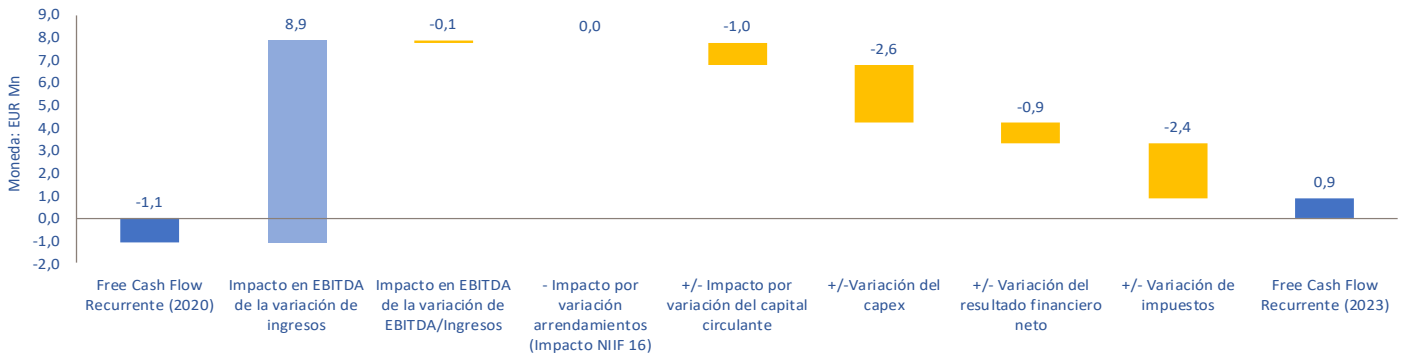
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	0,0	0,3	2,7	8,9	11,6	21,8	28,1	<i>n.a.</i>	46,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>942,1%</i>	<i>821,5%</i>	<i>229,0%</i>	<i>30,6%</i>	<i>88,7%</i>	<i>28,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>20,3%</i>	<i>16,9%</i>	<i>17,3%</i>	<i>24,9%</i>	<i>26,2%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,3)	0,5	(1,1)	(0,7)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,1)	(0,0)	3,2	7,8	10,9	21,4	27,7	<i>n.a.</i>	52,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>77,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>145,3%</i>	<i>40,0%</i>	<i>96,8%</i>	<i>29,3%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>24,4%</i>	<i>25,8%</i>		
- CAPEX	(1,0)	(5,0)	(6,5)	(3,6)	(54,0)	(30,0)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,9)	(3,8)	(4,6)	(5,2)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	-	(2,4)	(0,2)	(1,8)	(2,6)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,1)	(5,1)	(3,4)	0,9	(47,1)	(14,9)	(10,0)	41,5%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-371,8%</i>	<i>32,7%</i>	<i>126,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>68,3%</i>	<i>32,6%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(0,3)	(9,2)	(39,3)	(13,3)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,0)	(5,4)	(12,6)	(38,4)	(60,3)	(14,9)	(10,0)	<i>n.a.</i>	36,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>-415,3%</i>	<i>-134,4%</i>	<i>-205,8%</i>	<i>-56,9%</i>	<i>75,3%</i>	<i>32,6%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</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>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	-	(1,1)	(5,1)	(3,4)	0,9	(47,1)	(14,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	<i>n.a.</i>	0,3	0,6	8,0	2,4	3,6	4,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	<i>n.a.</i>	(0,0)	1,8	(1,8)	0,3	6,7	1,4		
= Variación EBITDA recurrente	<i>n.a.</i>	0,3	2,4	6,2	2,7	10,3	6,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,1)	(0,2)	0,8	(1,6)	0,4	0,3	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,1)	0,0	3,2	4,6	3,1	10,5	6,3		
+/- Variación del CAPEX	(1,0)	(4,0)	(1,5)	2,9	(50,4)	24,0	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,8)	(2,9)	(0,8)	(0,6)		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,0)	0,0	(2,4)	2,2	(1,6)	(0,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,1)	(4,0)	1,7	4,3	(48,0)	32,2	4,9		
Free Cash Flow Recurrente	(1,1)	(5,1)	(3,4)	0,9	(47,1)	(14,9)	(10,0)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	(0,0)	0,3	2,5	5,4	4,7	13,4	18,0	<i>n.a.</i>	49,2%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,7%</i>	<i>30,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	(0,3)	(1,6)	(0,9)	(2,7)	(3,6)		
EBITDA recurrente	0,0	0,3	2,7	8,9	11,6	21,8	28,1	<i>n.a.</i>	46,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,3)	0,5	(1,1)	(0,7)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,1)	(0,0)	3,2	7,8	10,9	21,4	27,7	<i>n.a.</i>	52,7%
- CAPEX	(1,0)	(5,0)	(6,5)	(3,6)	(54,0)	(30,0)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	(0,3)	(1,6)	(0,9)	(2,7)	(3,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(1,1)	(5,0)	(3,6)	2,6	(44,1)	(11,2)	(5,9)	64,7%	-62,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-377,6%</i>	<i>29,4%</i>	<i>173,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>74,5%</i>	<i>47,7%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(0,3)	(9,2)	(39,3)	(13,3)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,0)	(5,3)	(12,7)	(36,7)	(57,3)	(11,2)	(5,9)	<i>n.a.</i>	45,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>-422,0%</i>	<i>-138,2%</i>	<i>-188,7%</i>	<i>-56,0%</i>	<i>80,4%</i>	<i>47,7%</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>2,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</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>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

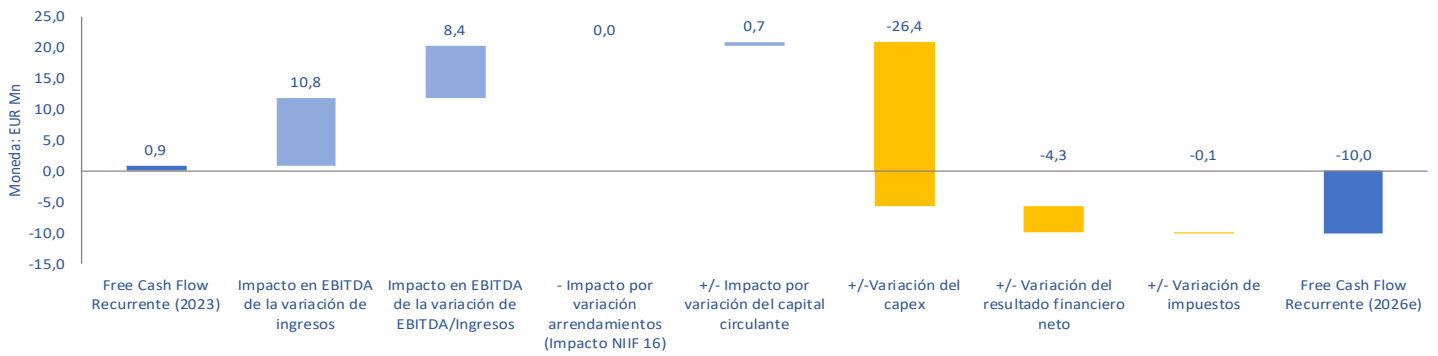


Analítica del Free Cash Flow (II)

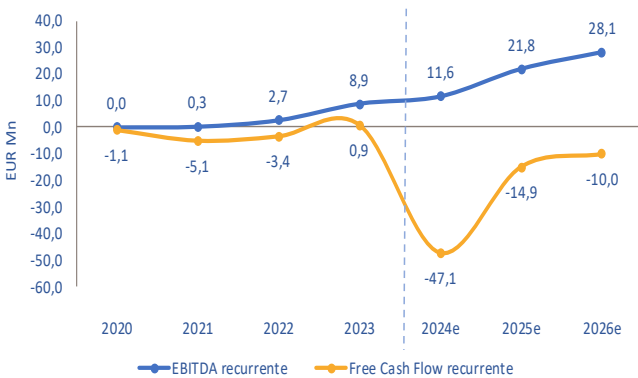
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023)



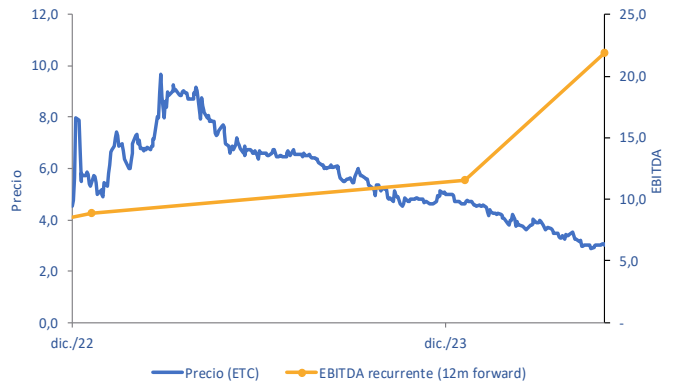
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(57,3)	(11,2)	(5,9)	n.a.		
Market Cap	80,5	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	13,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta			6,8%	7,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	5,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,4%	5,8%
Risk free rate (rf)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,9%	D			=	=
WACC	9,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,8%	10,9%
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	80,5	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	13,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	1,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	92,5	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	6,5%	17,1%	9,6%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-0,2%	-0,4%			
FCF Yield - WACC	-8,7%	n.a.			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	27,4%	24,0	3,8x
Central	24,9%	21,8	4,2x
Min	22,4%	19,7	4,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	30,8%	34,2%	37,6%
24,0	(9,7)	(12,7)	(15,7)
21,8	(11,9)	(14,9)	(17,9)
19,7	(14,1)	(17,1)	(20,1)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	n.a.	66,7%	57,1%
% de consejeros dominicales	n.a.	33,3%	42,9%
% 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.	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	30,0%	14,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	19,0%	4,7%



Principales comparables 2024e

		Comparables EE. UU					Comparables España			
EUR Mn		Ameresco	Sunnova	Sunrun	Sunpower	Average	Greening Energy	Holaluz	Average	ETC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AMRC-US	NOVA-US	RUN-US	SPWR-US		GGR-ES	HLZ-ES		ETC-ES
	País	USA	USA	USA	USA		Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.316,2	478,8	2.423,3	459,8		171,1	29,4		80,5
	Enterprise value (EV)	2.740,8	8.058,9	13.769,3	727,4		185,1	56,5		92,5
Información financiera básica	Total Ingresos	1.516,0	826,4	2.002,5	1.343,7		173,0	510,8		67,0
	Cto.Total Ingresos	19,9%	24,7%	-3,6%	-13,3%	6,9%	295,0%	-44,5%	125,2%	27,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,3%	24,8%	17,2%	11,5%	16,2%	22,3%	-8,2%	7,1%	26,4%
	EBITDA	205,4	323,2	(31,5)	(21,6)		20,3	20,9		11,6
	Cto. EBITDA	48,1%	902,0%	87,4%	81,5%	279,8%	619,1%	n.a.	619,1%	30,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	20,9%	31,3%	n.a.	n.a.	26,1%	35,4%	20,6%	28,0%	55,8%
	EBITDA/Ingresos	13,5%	39,1%	n.a.	n.a.	26,3%	11,7%	4,1%	7,9%	17,3%
	EBIT	123,1	(131,2)	(639,5)	(99,9)		15,0	4,7		4,7
	Cto. EBIT	58,1%	38,1%	15,2%	39,5%	37,7%	452,2%	184,6%	318,4%	-12,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	31,5%	55,9%	3,8%	48,0%	34,8%	37,8%	n.a.	37,8%	95,2%
	EBIT/Ingresos	8,1%	n.a.	n.a.	n.a.	8,1%	8,7%	0,9%	4,8%	7,0%
	Beneficio Neto	63,6	(283,5)	(238,9)	(112,3)		8,4	0,5		0,8
	Cto. Beneficio Neto	10,9%	26,2%	83,8%	46,2%	41,8%	275,7%	109,8%	192,8%	-70,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	47,5%	1,8%	-7,0%	69,6%	28,0%	49,6%	n.a.	49,6%	n.a.
	CAPEX/Ventas	0,3%	297,8%	118,8%	2,5%	104,8%	40,0%	0,4%	20,2%	80,5%
Free Cash Flow	171,3	(2.320,8)	(2.805,3)	(84,4)		(70,7)	n.a.		(60,3)	
Deuda financiera Neta	1.274,8	8.209,3	10.879,5	199,9		68,8	59,0		73,3	
DN/EBITDA (x)	6,2	25,4	n.a.	n.a.	15,8	3,4	2,8	3,1	6,3	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	20,6	n.a.	n.a.	n.a.	20,6	17,6	66,5	42,0	97,4
	P/BV (x)	1,5	0,2	0,5	2,3	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	1,7
	EV/Ingresos (x)	1,8	9,8	6,9	0,5	4,7	1,1	0,1	0,6	1,4
	EV/EBITDA (x)	13,3	24,9	n.a.	n.a.	19,1	9,1	2,7	5,9	8,0
	EV/EBIT (x)	22,3	n.a.	n.a.	n.a.	22,3	12,3	12,0	12,2	19,6
	ROE	7,2	n.a.	n.a.	n.a.	7,2	n.a.	n.a.	n.a.	1,7
	FCF Yield (%)	13,0	n.a.	n.a.	n.a.	13,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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).

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 +7,3GW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo distribuidos en Latam (Brasil y Chile) y Europa (España e Italia). Cotiza en BME Growth desde marzo 2022.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	113,5	123,4
EV (Mn EUR y USD)	160,4	174,5
Número de Acciones (Mn)	37,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,30 / 3,76 / 2,12	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	5,1	
Factset / Bloomberg	ENRS-ES / ENRS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

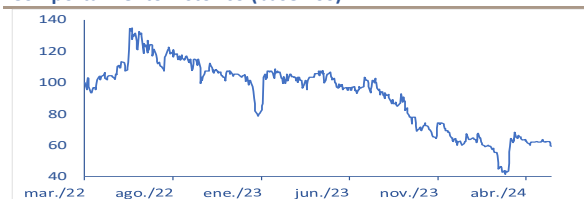
Joatham Grange	19,2
Antoni Gasch	19,0
Tomás Casanovas	9,6
Alejandro Alorda	9,3
Free Float	30,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	37,3	37,3	37,3	37,3
Total Ingresos	16,5	5,5	6,5	12,0
EBITDA Rec.	-36,5	-11,0	-5,5	-2,0
% Var.	-160,9	69,8	50,1	63,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	18,4	8,9	5,0	2,6
Beneficio neto	-38,8	-8,7	3,2	5,6
BPA (EUR)	-1,04	-0,23	0,09	0,15
% Var.	-182,1	77,5	136,4	76,0
BPA ord. (EUR)	-1,07	-0,26	-0,13	-0,05
% Var.	-212,3	75,6	48,2	59,9
Free Cash Flow Rec.	-37,4	-23,1	-27,2	-28,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	47,6	58,7	67,8	78,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	150,2
ROCE (%)	n.a.	n.a.	17,8	19,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	35,7	20,3
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	17,5	n.a.	n.a.	17,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	9,70	n.a.	n.a.	13,37
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	14,5	10,6
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-4,4	32,2	-38,7	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 6,3%, Javier García - Mateo 5,9%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Un 2023 marcado por el negocio de EPC. Con unos ingresos 2023 de EUR 16,5Mn (-48,2% vs 2022; excluyendo la venta de activos por EUR 2,7Mn). Caída explicada por la discontinuación de la línea de negocio de construcción/EPC, para centrarse en el negocio de generación (IPP) y en la rotación de activos. Con un EBIT de EUR -29,6Mn (vs EUR -14,1Mn 2022) debido (esencialmente) a la política agresiva de márgenes en el negocio de EPC.

Con unos ingresos estimados en 2024e de EUR 5,5Mn..., donde EUR 3,3Mn seguirán correspondiendo al negocio de construcción/EPC. Y el resto (EUR 2,2Mn) al negocio de generación. Estimamos un impacto de EUR 1,0Mn en P&L por venta de activos (reconocido como ingreso no recurrente).

... y un EBIT de EUR -2,2Mn (con EUR 10Mn de gastos capitalizados), debido al proceso de adecuación de la estructura a la discontinuación de la línea de negocio de construcción/EPC. Y a la transición (en fase incipiente, sin masa crítica en explotación) al negocio de generación.

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

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...) es "clave".

Con un pipeline total de 7,3GW. En el 1S23, ENRS completó la construcción y conexión de sus primeros parques solares (20MW) en Chile y Brasil. Actualmente, ENRS cuenta con un pipeline de 7,3GW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo, distribuidos en Latam (Brasil, Chile; 57% pipeline) y Europa (España e Italia; 43%). De la cartera de proyectos el 7% está en operación, el 4% en construcción y con explotación "asegurada", 39% con alta visibilidad, 23% en estado avanzado y el 27% en early stage.

Sector tendente a la concentración y sujeto a la volatilidad del precio de la energía, donde un desajuste temporal de oferta/demanda (como el actual), origina una mayor volatilidad de los precios. Pudiendo acelerar la concentración en el sector.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento muy elevado. A cierre de 2023, la deuda neta de ENRS se situó en EUR 47,6Mn (vs EUR 16,3Mn en 2022). Que supone un múltiplo DN/FF.PP. 2023 de 7,3x. La compañía ha anunciado un principio de acuerdo para la refinanciación de EUR 15Mn de deuda. Y dado que está inmersa en un proceso de fuerte inversión, es muy probable que las necesidades de financiación adicionales se cubran con soluciones que impliquen equity. Y, por ende, una elevada dilución.

Sin capacidad de generación de caja. Que depende de: (i) la velocidad del desarrollo de su pipeline de generación (que requiere de muchos recursos y tiempo), (ii) la estrategia de rotación de activos (de menor recurrencia) y (iii) el proceso de acomodar la estructura a la desinversión del negocio de construcción.

Entorno de tipos de interés altos más tiempo del esperado, que podría impactar en las valoraciones de la cartera de proyectos (y en los precios de venta de los activos desarrollados). Y la capacidad de captar financiación vía deuda.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Mal momentum sectorial y de la propia ENRS. Dado el elevado nivel de apalancamiento financiero, una ampliación de capital "aparece" como una vía más que probable de financiación con un previsible elevado impacto dilutivo, explicado por la fuerte caída del precio de la acción (ENRS -12M: -38,7%, -50,2% vs Ibex 35, -39,0% vs sector). 2024 aparece como año clave para cuantificar el impacto del giro estratégico de ENRS.



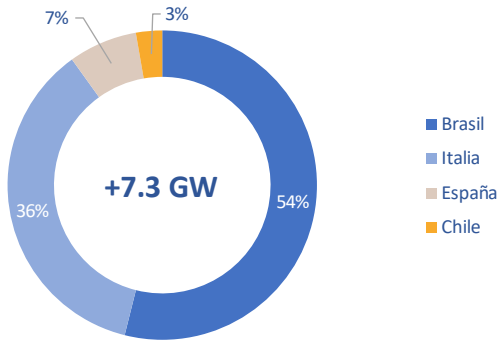
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial			0,1	0,2	0,5	10,5	20,5	30,5		
Inmovilizado material			0,6	21,3	29,2	32,0	34,6	37,7		
Otros activos no corrientes			1,1	3,6	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero			2,2	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3		
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	-	-	-	-		
Activo circulante			12,5	47,8	41,0	18,9	19,2	20,4		
Total activo			16,5	76,4	73,9	64,7	77,6	91,9		
Patrimonio neto			8,2	44,2	6,5	(2,2)	0,9	6,5		
Minoritarios			0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Provisiones y otros pasivos a LP			0,2	1,2	2,7	2,7	2,7	2,7		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			2,1	16,3	47,6	58,7	67,8	78,2		
Pasivo circulante			6,0	14,7	17,2	5,6	6,1	4,5		
Total pasivo			16,5	76,4	73,9	64,7	77,6	91,9		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	21-23	23-26e
Total Ingresos			8,4	31,9	16,5	5,5	6,5	12,0	40,4%	-10,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>281,0%</i>	<i>-48,2%</i>	<i>-66,9%</i>	<i>18,9%</i>	<i>84,6%</i>		
OPEX			(7,9)	(45,9)	(53,0)	(16,5)	(12,0)	(14,0)		
EBITDA recurrente			0,5	(14,0)	(36,5)	(11,0)	(5,5)	(2,0)	<i>n.a.</i>	62,0%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-160,9%</i>	<i>69,8%</i>	<i>50,1%</i>	<i>63,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>6,0%</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.			(0,3)	(2,3)	2,9	1,0	9,0	9,0		
EBITDA			0,2	(16,3)	(33,6)	(10,0)	3,5	7,0	<i>n.a.</i>	30,2%
Depreciación y provisiones			(0,1)	(2,8)	(4,0)	(2,2)	(2,4)	(1,9)		
Gastos capitalizados			-	4,9	8,0	10,0	10,0	10,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			0,2	(14,1)	(29,6)	(2,2)	11,1	15,1	<i>n.a.</i>	35,9%
<i>Cto.EBIT</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-109,1%</i>	<i>92,6%</i>	<i>602,4%</i>	<i>37,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>			<i>2,2%</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			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,3)	(0,9)	(7,3)	(6,5)	(7,1)	(8,2)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(0,1)	(15,1)	(36,9)	(8,7)	4,0	7,0	<i>n.a.</i>	29,8%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-144,9%</i>	<i>76,4%</i>	<i>145,5%</i>	<i>76,0%</i>		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,1)	(15,1)	(36,9)	(8,7)	4,0	7,0	<i>n.a.</i>	29,8%
Impuestos			(0,2)	1,4	(1,9)	-	(0,8)	(1,4)		
<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			(0,3)	(13,7)	(38,8)	(8,7)	3,2	5,6	<i>n.a.</i>	28,9%
<i>Cto.Beneficio neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-182,8%</i>	<i>77,5%</i>	<i>136,4%</i>	<i>76,0%</i>		
Beneficio ordinario neto			0,2	(12,7)	(39,8)	(9,7)	(5,0)	(2,0)	<i>n.a.</i>	63,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-213,1%</i>	<i>75,6%</i>	<i>48,2%</i>	<i>59,9%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	21-23	23-26e
EBITDA recurrente						(11,0)	(5,5)	(2,0)	<i>n.a.</i>	62,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						10,4	0,2	(2,8)		
Cash Flow operativo recurrente						-0,6	-5,3	-4,8	<i>n.a.</i>	43,7%
CAPEX						(16,0)	(14,0)	(14,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,5)	(7,1)	(8,2)		
Impuestos						-	(0,8)	(1,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(23,1)	(27,2)	(28,4)	<i>n.a.</i>	8,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						11,0	9,0	9,0		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						1,0	9,0	9,0		
Free Cash Flow						(11,1)	(9,2)	(10,4)	<i>n.a.</i>	30,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						11,1	9,2	10,4		

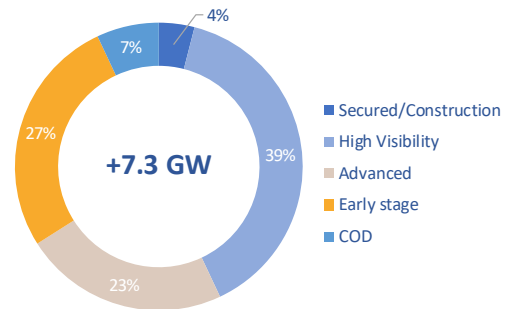


La compañía en 8 gráficos

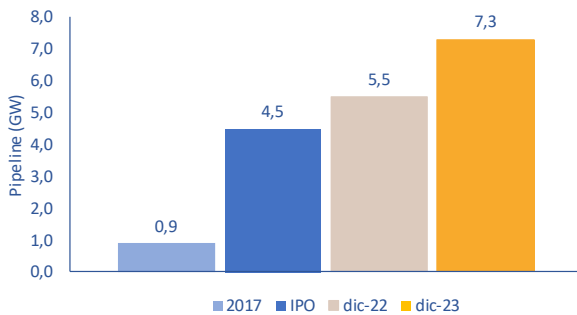
Una compañía que ha completado su transformación a IPP, con un pipeline de +7.3 GW diversificado geográficamente



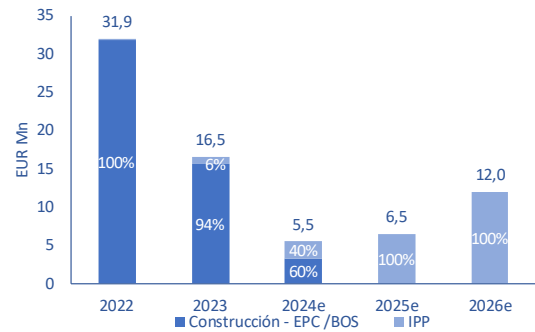
Que ha conectado 20MW en Brasil y Chile. Y tiene una expectativa de que c. 60% del pipeline alcance RTB en 2025-2026



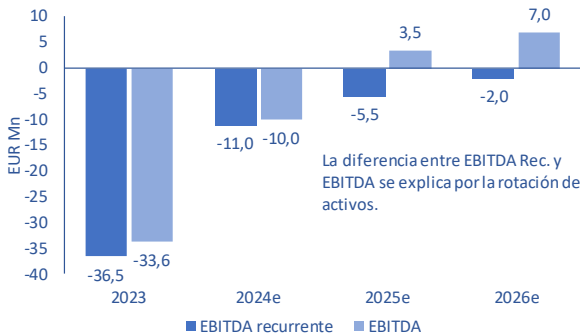
Es decir, desde 2017 ha multiplicado por ocho los GW de su pipeline (+2,8GW vs IPO)



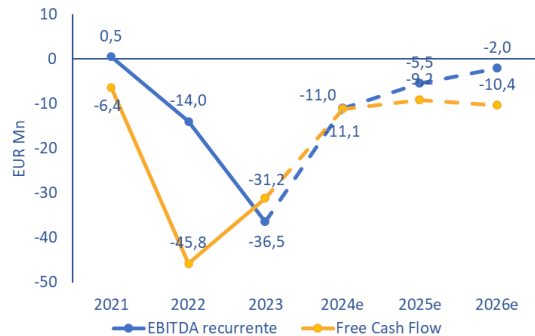
En 2025e, el negocio de generación (IPP) debería representar c. 100% de los ingresos



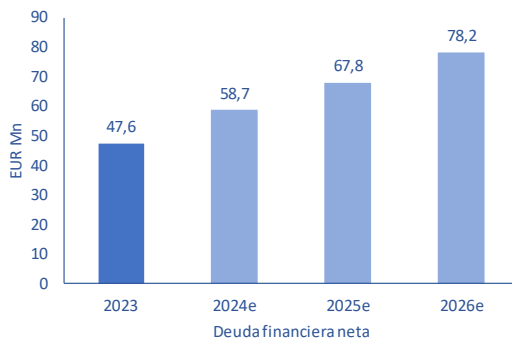
Lo que debiera permitir a ENRS alcanzar una generación de EBITDA de c. EUR 7,0Mn en 2026e



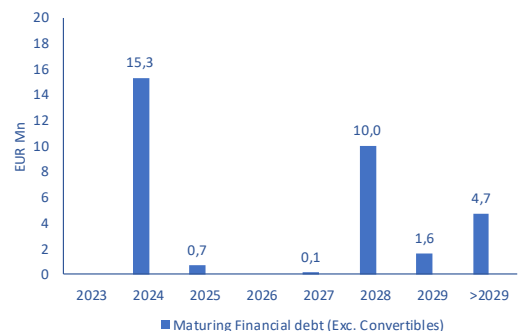
Que junto al elevado capex para el desarrollo y construcción de su pipeline impactará en la generación de caja



Empujando la deuda neta hasta los EUR 78Mn en 2026e



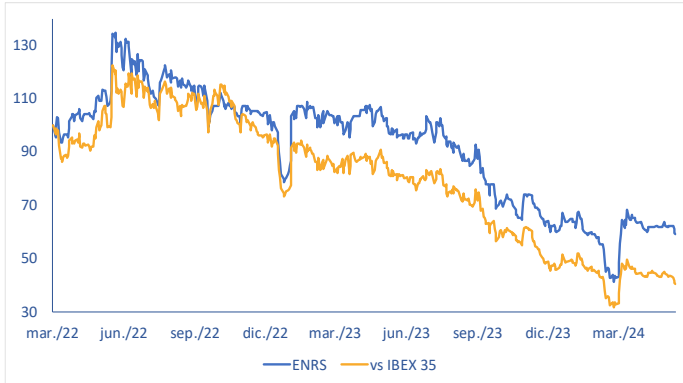
Con los siguientes vencimientos de la deuda financiera a cierre del 2023



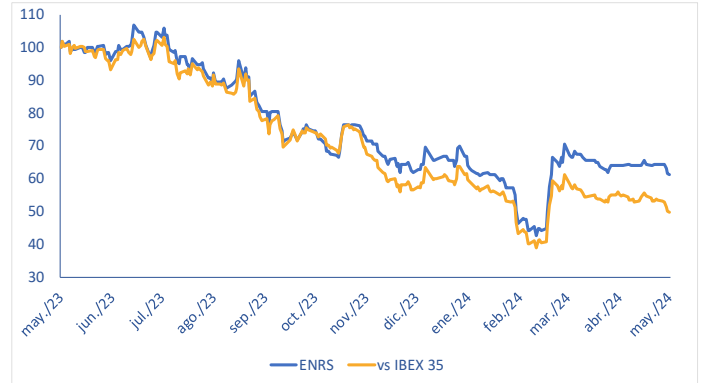


Evolución de la cotización

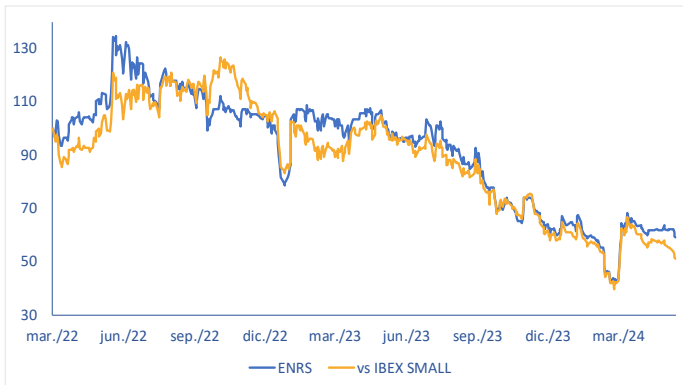
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



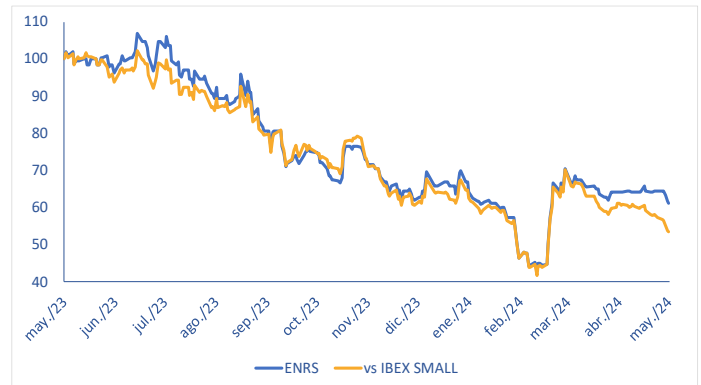
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



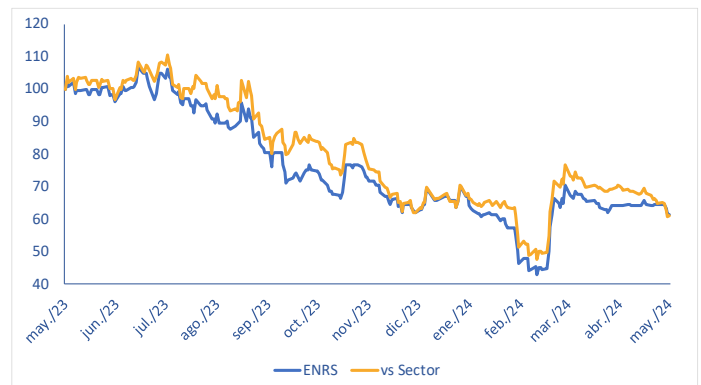
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-4,4	32,2	-38,7	-7,0	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-10,3	15,4	-50,2	-17,1	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-7,2	24,4	-47,7	-17,0	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-12,5	15,6	-46,5	-16,5	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-9,4	22,4	-41,7	-13,7	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-9,9	23,1	-40,5	-12,0	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-13,2	18,9	-39,0	-8,3	n.a.	n.a.

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



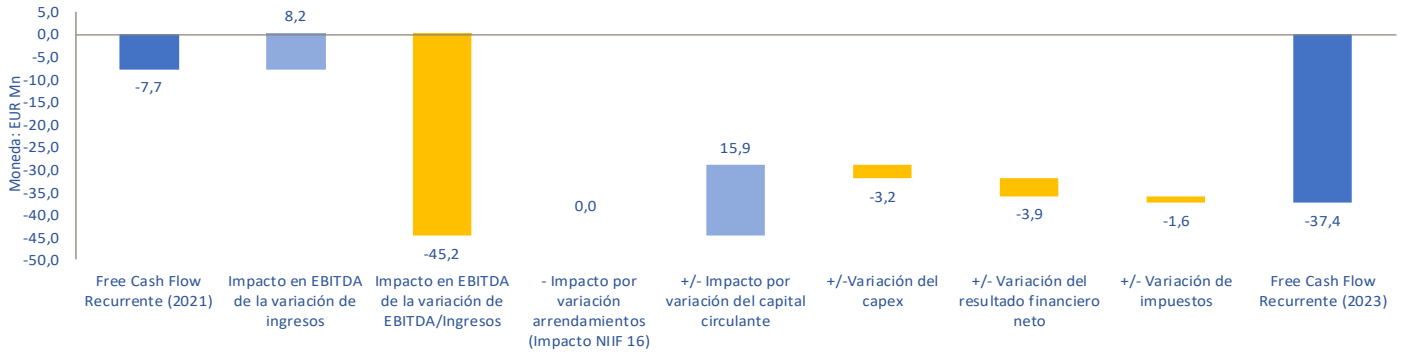
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								21-23	23-26e
EBITDA recurrente		0,5	(14,0)	(36,5)	(11,0)	(5,5)	(2,0)	n.a.	62,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		n.a.	n.a.	-160,9%	69,8%	50,1%	63,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		6,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(6,5)	(26,6)	9,4	10,4	0,2	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente		(6,0)	(40,6)	(27,1)	(0,6)	(5,3)	(4,8)	n.a.	43,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		n.a.	-574,2%	33,3%	97,8%	-778,8%	8,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX		(1,1)	(18,6)	(4,2)	(16,0)	(14,0)	(14,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,3)	(0,9)	(4,2)	(6,5)	(7,1)	(8,2)		
- Impuestos		(0,3)	1,4	(1,9)	-	(0,8)	(1,4)		
= Free Cash Flow recurrente		(7,7)	(58,8)	(37,4)	(23,1)	(27,2)	(28,4)	n.a.	8,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		n.a.	-665,0%	36,4%	38,1%	-17,5%	-4,6%		
<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		1,2	(1,3)	0,2	11,0	9,0	9,0		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	14,3	6,0	1,0	9,0	9,0		
= Free Cash Flow		(6,4)	(45,8)	(31,2)	(11,1)	(9,2)	(10,4)	n.a.	30,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		n.a.	-610,9%	32,0%	64,3%	17,7%	-13,7%		
<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) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		-	(7,7)	(58,8)	(37,4)	(23,1)	(27,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		n.a.	1,4	6,7	24,4	(2,1)	(4,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		n.a.	(15,9)	(29,3)	1,0	7,6	8,2		
= Variación EBITDA recurrente		n.a.	(14,5)	(22,5)	25,5	5,5	3,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante		(6,5)	(20,1)	36,0	1,0	(10,2)	(3,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		(6,5)	(34,6)	13,5	26,5	(4,7)	0,4		
+/- Variación del CAPEX		(1,1)	(17,5)	14,3	(11,8)	2,0	-		
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,3)	(0,7)	(3,3)	(2,3)	(0,6)	(1,1)		
+/- Variación de impuestos		(0,3)	1,6	(3,2)	1,9	(0,8)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente		(8,2)	(51,1)	21,4	14,3	(4,0)	(1,3)		
Free Cash Flow Recurrente		(8,2)	(58,8)	(37,4)	(23,1)	(27,2)	(28,4)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT		0,2	(14,1)	(29,6)	(2,2)	11,1	15,1	n.a.	35,9%
<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		0,5	(14,0)	(36,5)	(11,0)	(5,5)	(2,0)	n.a.	62,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(6,5)	(26,6)	9,4	10,4	0,2	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente		(6,0)	(40,6)	(27,1)	(0,6)	(5,3)	(4,8)	n.a.	43,7%
- CAPEX		(1,1)	(18,6)	(4,2)	(16,0)	(14,0)	(14,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(7,1)	(59,2)	(31,3)	(16,6)	(19,3)	(18,8)	n.a.	15,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		n.a.	-731,5%	47,1%	47,0%	-16,1%	2,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones		1,2	(1,3)	0,2	11,0	9,0	9,0		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	14,3	6,0	1,0	9,0	9,0		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(5,9)	(46,2)	(25,1)	(4,6)	(1,3)	(0,8)	n.a.	67,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		n.a.	-686,4%	45,7%	81,7%	72,4%	33,6%		
<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.		

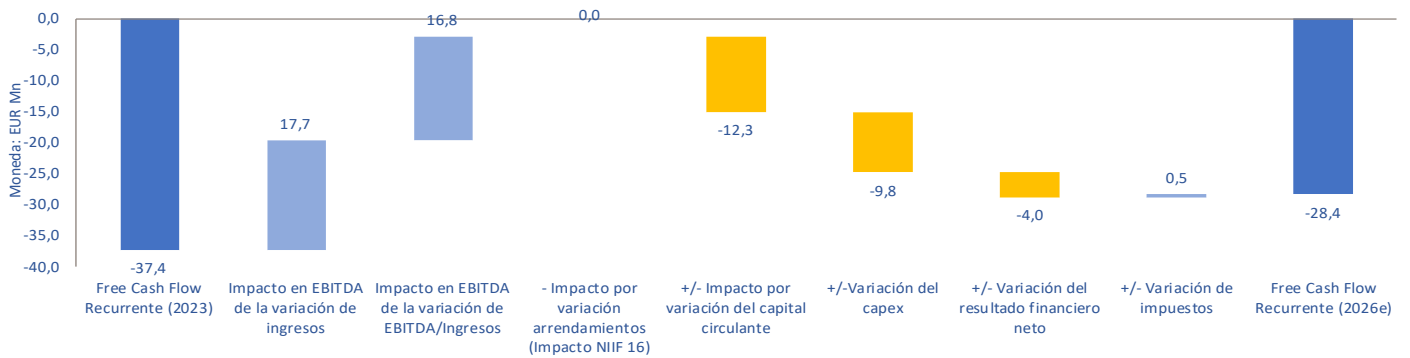


Analítica del Free Cash Flow (II)

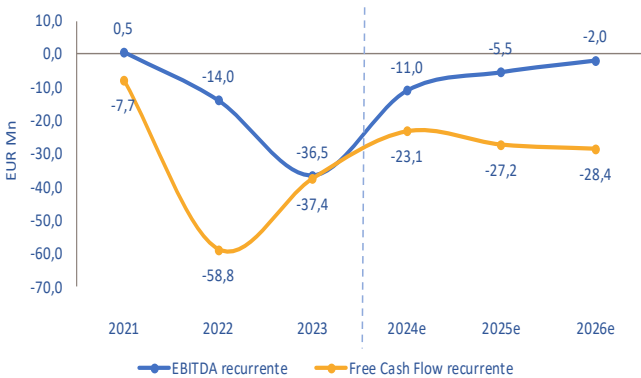
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2023)



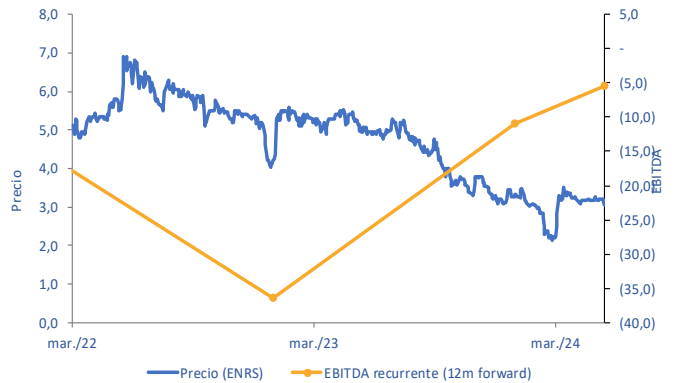
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(4,6)	(1,3)	(0,8)	n.a.			
Market Cap	113,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	47,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	70,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	29,5%	D			=	=	
WACC	8,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,9%	9,7%	
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	113,5	
+ Minoritarios	(0,0)	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	47,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,3	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	160,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2023	2026e			
ROCE - WACC	n.a.	11,1%			
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.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-93,1%	(6,1)	-26,5x
Central	-84,6%	(5,5)	-29,2x
Min	-76,1%	(4,9)	-32,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	193,9%	215,4%	236,9%
(6,1)	(26,3)	(27,7)	(29,1)
(5,5)	(25,8)	(27,2)	(28,6)
(4,9)	(25,2)	(26,6)	(28,0)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	28,6%	25,0%	37,5%
% de consejeros dominicales	71,4%	75,0%	62,5%
% 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%	25,0%	25,0%
% de mujeres en la plantilla	32,0%	17,0%	24,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	8,2%	2,8%	4,2%



Principales comparables 2024e

	EUR Mn	Renovables españolas			Average	Renovables internacionales con presencia emergentes				Average	ENRS
		Solaria	Grenergy	Ecoener		Neoen	Voltaia	Scatec	Greenvolt		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SLR-ES	GRE-ES	ENER-ES		NEOEN-FR	VLTA-FR	SCATC-NO	GVOLT-PT		ENRS-ES
	País	Spain	Spain	Spain		France	France	Norway	Portugal		Spain
	Market cap	1.377,0	867,8	216,4		4.505,3	1.166,1	1.038,1	1.157,9		113,5
	Enterprise value (EV)	2.360,7	1.458,9	482,4		7.524,1	2.818,3	3.330,8	2.156,1		160,4
Información financiera básica	Total Ingresos	249,3	434,1	95,8		648,0	565,3	522,2	539,2		5,5
	Cto.Total Ingresos	30,3%	142,3%	49,6%	74,1%	23,6%	14,2%	78,7%	55,9%	43,1%	-66,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	30,1%	30,7%	31,8%	30,9%	28,5%	14,9%	7,0%	25,1%	18,9%	48,2%
	EBITDA	216,0	123,7	56,1		542,1	256,4	368,6	197,1		(10,0)
	Cto. EBITDA	8,0%	19,6%	68,0%	31,8%	27,9%	6,7%	91,0%	188,3%	78,5%	70,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	27,7%	51,1%	41,3%	40,0%	24,1%	19,4%	8,8%	33,5%	21,4%	64,2%
	EBITDA/Ingresos	86,6%	28,5%	58,6%	57,9%	83,7%	45,4%	70,6%	36,6%	59,0%	n.a.
	EBIT	170,2	98,2	36,6		321,7	146,5	252,4	132,2		(2,2)
	Cto. EBIT	0,9%	14,8%	86,7%	34,1%	29,7%	7,2%	114,6%	816,4%	242,0%	92,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	27,0%	46,8%	47,8%	40,5%	27,6%	34,0%	11,1%	39,4%	28,0%	n.a.
	EBIT/Ingresos	68,3%	22,6%	38,3%	43,0%	49,6%	25,9%	48,3%	24,5%	37,1%	n.a.
	Beneficio Neto	99,4	53,0	19,3		84,6	16,1	91,3	58,5		(8,7)
	Cto. Beneficio Neto	-7,6%	3,9%	75,4%	23,9%	-43,7%	-45,8%	69,2%	677,9%	164,4%	77,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	26,4%	40,2%	45,1%	37,2%	36,6%	84,4%	-7,8%	51,1%	41,1%	62,5%
	CAPEX/Ventas	147,3%	86,1%	148,5%	127,3%	247,9%	75,0%	59,3%	124,4%	126,7%	292,7%
Free Cash Flow	(249,3)	(245,3)	(81,5)		(1.217,5)	(268,6)	31,7	(463,1)		(11,1)	
Deuda financiera Neta	1.271,7	773,3	389,7		4.280,0	1.819,9	2.129,2	1.040,7		58,7	
DN/EBITDA (x)	5,9	6,3	6,9	6,4	7,9	7,1	5,8	5,3	6,5	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	27,5%	50,5%	1,8%	0,0%	20,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,8	16,3	11,2	13,8	53,4	78,9	16,5	21,5	42,6	n.a.
	P/BV (x)	2,4	2,3	1,5	2,1	1,6	0,9	1,1	2,2	1,5	n.a.
	EV/Ingresos (x)	9,5	3,4	5,0	6,0	11,6	5,0	6,4	4,0	6,7	n.a.
	EV/EBITDA (x)	10,9	11,8	8,6	10,4	13,9	11,0	9,0	10,9	11,2	n.a.
	EV/EBIT (x)	13,9	14,9	13,2	14,0	23,4	19,2	13,2	16,3	18,0	n.a.
	ROE	17,1	14,3	13,5	14,9	3,1	1,2	6,4	10,3	5,2	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1	n.a.	3,1	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,06	0,01	0,00	0,06	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	0,7%	0,2%	0,0%	0,4%	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).

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 clorosa, 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)	320,0	348,1
EV (Mn EUR y USD)	373,5	406,2
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,59 / 2,99 / 2,28	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,37	
Rotación ⁽¹⁾	29,8	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

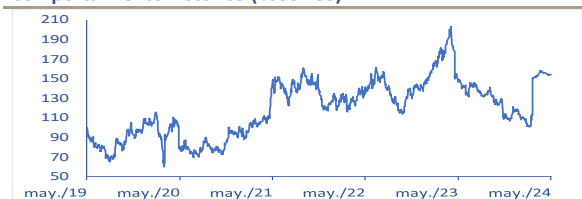
Joan Casas Galofre	6,0
Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,1
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,6
Free Float	79,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	93,8	91,4	91,4	91,4
Total Ingresos	755,4	763,7	805,7	822,1
EBITDA Rec.	47,1	57,4	69,7	73,9
% Var.	-66,8	21,8	21,5	6,0
% EBITDA Rec./Ing.	6,2	7,5	8,7	9,0
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	-25,0	9,7	12,7	7,8
Beneficio neto	27,6	18,2	27,8	31,0
BPA (EUR)	0,29	0,20	0,30	0,34
% Var.	-56,0	-32,3	52,5	11,7
BPA ord. (EUR)	0,09	0,20	0,30	0,34
% Var.	-89,8	111,4	52,5	11,7
Free Cash Flow Rec.	11,4	11,6	16,9	20,1
Pay-out (%)	22,0	24,0	24,0	24,0
DPA (EUR)	0,06	0,05	0,07	0,08
Deuda financiera neta	80,8	78,0	69,1	58,9
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	1,4	1,0	0,8
ROE (%)	7,6	4,9	7,3	7,7
ROCE (%)	2,8	4,5	6,4	6,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	11,9	17,6	11,5	10,3
PER Ordinario	37,2	17,6	11,5	10,3
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	1,8	1,4	2,1	2,3
EV/Ventas	0,49	0,49	0,46	0,45
EV/EBITDA Rec.	7,9	6,5	5,4	5,1
EV/EBIT	28,6	14,0	9,8	8,9
FCF Yield (%)	3,6	3,6	5,3	6,3

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-1,1	52,8	4,7	54,2

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

OPA en curso de Bondalti sobre el 100% del capital de ERC. Bondalti Iberica (100% propiedad de Bondalti Capital, grupo industrial portugués con presencia en el sector químico industrial) lanzó una OPA (5 de marzo) sobre el 100% del capital de ECR, a un precio de EUR 3,6/acc (EUR 329Mn), 41% de prima sobre el precio pre OPA (4 de marzo; EUR 2,56). Y que se pagará en efectivo. En caso de no alcanzar el mínimo del 75%, Bondalti considerará: (i) mantener las acciones de ECR cotizadas o (ii) presentar una nueva oferta de adquisición.

2023: suelo del sector. Que se prolonga al 1S24. En 2023, ha quedado patente el mal momento del sector (caída del PMI del sector manufacturero, proceso de reducción de stock más largo de lo normal...), reflejado en una debilidad muy fuerte de la demanda. Y, aunque esperamos que durante el 1S24 (confirmado en los resultados del 1T24) continúe el mal momento del sector, en el 2S24 se debería empezar a ver una recuperación. Que aún no cotiza.

2024: crecimiento plano en ingresos con una mejora en EBITDA Rec. Esperamos que los ingresos alcancen los EUR 763,7Mn (+1,1% vs 2022). Con un EBITDA Recurrente de EUR 57,4Mn (vs EUR 47,1Mn en 2022). Es decir, un margen EBITDA Rec. del 7,5% (en línea con lo visto en el 1T24) y +1,3p.p. vs 2022.

OPA DE BONDALTI: ¿CUÁL ES NUESTRA OPINIÓN?

¿En qué momento se lanza la OPA? Tras la fuerte corrección del precio de la acción pre OPA (ECR -12M: -36,3%, -40,2% vs Ibex 35, -39,0% vs sector) nuestras estimaciones 2024e (1S24 afectado por mal momento del sector) cotizaban a un múltiplo EV/EBITDA de 4,7x (pre OPA) vs 7,3x de los comparables europeos (múltiplo actual). El precio de la OPA implica un EV/EBITDA implícito de 6,4x (-12,5% vs sector). Es decir, la prima ofertada (c.+41% vs precio pre OPA) está por debajo del múltiplo sectorial (en el "suelo" del ciclo).

¿Qué nos dice la valoración por múltiplos de mercado? Si aplicamos el múltiplo (7,3x de los comparables europeos) sobre el EBITDA Rec. 2024e obtenemos un precio por acción de EUR 4,2 (+15,9% vs precio OPA), que confirma que el precio de la OPA ni siquiera estaría recogiendo el valor de mercado de ECR en el "suelo" del ciclo (y de resultados). El EBITDA 2023 de ECR ha sido 1/3 del de 2022... La OPA se lanzó en el "valle", estricto y objetivo, del ciclo. Sin prima sobre el múltiplo sectorial.

¿Y la valoración intrínseca? Si asumimos un FCF Rec. normalizado (de EUR 34,5Mn y hacemos los ajustes necesarios obtenemos una valoración de EUR 426,6Mn; ver pag 3 [aquí](#)). Es decir, asumiendo teórico punto medio del ciclo, obtenemos un precio de EUR 4,7/acc (+29,6% vs precio de OPA). Que es el valor real de ECR en base a su potencial de generación de FCF en un año medio (ni "pico" ni "valle"). El precio ofertado es muy inferior al valor intrínseco de ECR. Lo que evidencia que el precio de la OPA está basado en el "valle" del ciclo visto en 2023 y arranque de 2024.

Es decir, el precio de la OPA no reflejaría el valor intrínseco de ECR. Como muestran los números (de forma clara y directa), ya que: (i) implica "matemáticamente" una prima (+41%), basada en el fuerte underperformance previo del valor, (ii) que está por debajo del múltiplo de mercado de comparables (no hay prima alguna en términos de EV/EBITDA 2024e) y (iii) queda muy lejos del valor intrínseco de ECR en base a su FCF normalizado. Además, pone de manifiesto que ECR cotizaba (antes de la OPA) muy lejos de comparables. Y que sus resultados 2024e no estaban cotizados.

¿PRÓXIMOS PASOS DE LA OPA?

Actualmente, la oferta está pendiente de aprobación por las autoridades de competencia española, portuguesa y europea. Que serían los pasos previos a la aceptación por parte de la CNMV de la oferta. No esperamos la resolución de la OPA hasta (al menos) octubre 2024. El precio de la acción, presumiblemente, seguirá "pegado" a la oferta de Bondalti (3,6 EUR/acc) los próximos 5-6 meses.



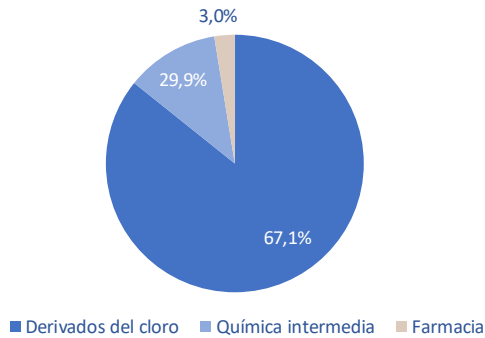
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	19,7	16,1	17,7	31,3	29,2	30,2	31,1	32,1		
Inmovilizado material	296,9	311,3	324,5	341,5	345,1	350,4	356,3	363,6		
Otros activos no corrientes	40,3	38,9	35,7	34,4	40,6	40,6	40,6	40,6		
Inmovilizado financiero	42,7	28,8	29,0	39,2	57,0	58,6	60,2	61,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	184,5	148,6	248,9	239,9	170,2	181,2	190,1	193,6		
Total activo	584,1	543,6	655,8	686,2	642,1	661,0	678,3	691,8		
Patrimonio neto	292,1	284,2	331,6	360,7	363,1	372,5	392,3	413,3		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	62,2	55,8	67,6	86,6	83,6	83,6	83,6	83,6		
Otros pasivos no corrientes	13,4	9,1	6,2	12,3	9,3	9,3	9,3	9,3		
Deuda financiera neta	96,8	75,7	59,6	62,8	80,8	78,0	69,1	58,9		
Pasivo circulante	119,6	118,8	190,8	163,8	105,3	117,6	124,1	126,6		
Total pasivo	584,1	543,6	655,8	686,2	642,1	661,0	678,3	691,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	677,9	579,3	811,8	1.052,5	755,4	763,7	805,7	822,1	2,7%	2,9%
Cto.Total Ingresos	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-28,2%	1,1%	5,5%	2,0%		
Coste de ventas	(439,3)	(348,3)	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(492,6)	(517,3)	(527,0)		
Margen Bruto	238,6	230,9	286,3	359,9	260,8	271,1	288,5	295,1	2,2%	4,2%
Margen Bruto / Ingresos	35,2%	39,9%	35,3%	34,2%	34,5%	35,5%	35,8%	35,9%		
Gastos de personal	(83,1)	(84,3)	(83,6)	(89,6)	(91,6)	(92,5)	(93,7)	(94,7)		
Otros costes de explotación	(97,5)	(98,4)	(109,4)	(128,2)	(122,0)	(121,2)	(125,0)	(126,5)		
EBITDA recurrente	58,0	48,2	93,3	142,1	47,1	57,4	69,7	73,9	-5,1%	16,2%
Cto.EBITDA recurrente	-9,7%	-16,9%	93,4%	52,3%	-66,8%	21,8%	21,5%	6,0%		
EBITDA rec. / Ingresos	8,6%	8,3%	11,5%	13,5%	6,2%	7,5%	8,7%	9,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	4,4	(0,9)	(0,4)	(20,2)	(3,8)	-	-	-		
EBITDA	62,4	47,3	92,9	121,9	43,3	57,4	69,7	73,9	-8,7%	19,5%
Depreciación y provisiones	(25,1)	(27,4)	(25,2)	(23,4)	(23,5)	(24,7)	(25,1)	(25,6)		
Gastos capitalizados	0,9	2,3	0,5	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(7,8)	(7,1)	(7,3)	(7,4)		
EBIT	31,2	14,9	61,8	92,2	13,0	26,6	38,3	41,9	-19,6%	47,6%
Cto.EBIT	-27,8%	-52,1%	314,0%	49,0%	-85,9%	104,1%	43,9%	9,5%		
EBIT / Ingresos	4,6%	2,6%	7,6%	8,8%	1,7%	3,5%	4,8%	5,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,5)	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(5,4)	(5,2)	(4,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,4	0,5	0,6	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6		
Beneficio ordinario	25,1	7,0	59,3	88,0	5,0	22,8	34,7	38,8	-33,1%	97,5%
Cto.Beneficio ordinario	-34,0%	-72,2%	749,1%	48,3%	-94,3%	352,1%	52,5%	11,7%		
Extraordinarios	(2,5)	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	22,6	7,0	59,3	88,0	5,0	22,8	34,7	38,8	-31,3%	97,5%
Impuestos	8,4	(0,7)	(9,9)	(17,3)	23,8	(4,6)	(6,9)	(7,8)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	10,4%	16,7%	19,7%	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-		
Beneficio neto	31,0	6,3	43,3	63,0	27,6	18,2	27,8	31,0	-2,9%	4,0%
Cto.Beneficio neto	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-56,2%	-34,0%	52,5%	11,7%		
Beneficio ordinario neto	20,7	7,1	49,7	86,9	8,8	18,2	27,8	31,0	-19,2%	52,0%
Cto. Beneficio ordinario neto	-40,9%	-65,8%	603,6%	74,7%	-89,8%	106,1%	52,5%	11,7%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						57,4	69,7	73,9	-5,1%	16,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,1)	(7,3)	(7,4)		
Var.capital circulante						1,3	(2,4)	(1,0)		
Cash Flow operativo recurrente						51,6	60,0	65,6	-10,9%	9,3%
CAPEX						(30,0)	(31,0)	(33,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,4)	(5,2)	(4,7)		
Impuestos						(4,6)	(6,9)	(7,8)		
Free Cash Flow Recurrente						11,6	16,9	20,1	-19,2%	20,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						11,6	16,9	20,1	-26,4%	46,7%
Ampliaciones de capital						-	(3,0)	(5,0)		
Dividendos						(8,8)	(5,0)	(5,0)		
Variación de Deuda financiera neta						(2,8)	(8,9)	(10,1)		

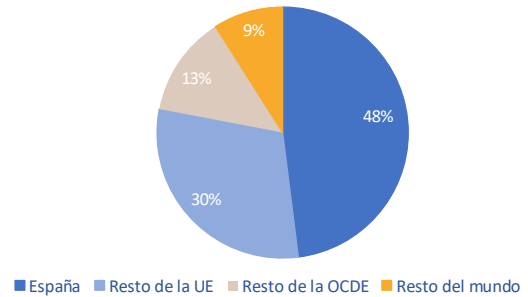


La compañía en 8 gráficos

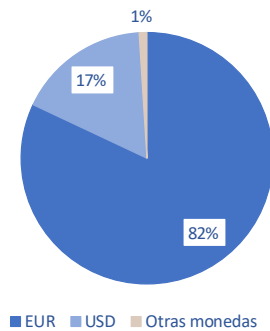
Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (% s/EBITDA 2023)



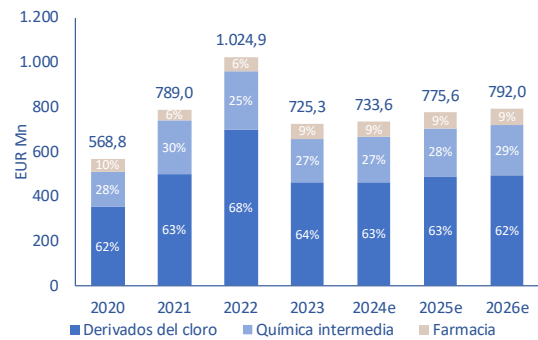
Con un 52% de las ventas procedentes de fuera de España en 2023



Aunque el 82% de las ventas fueron en EUR y el 17% en USD

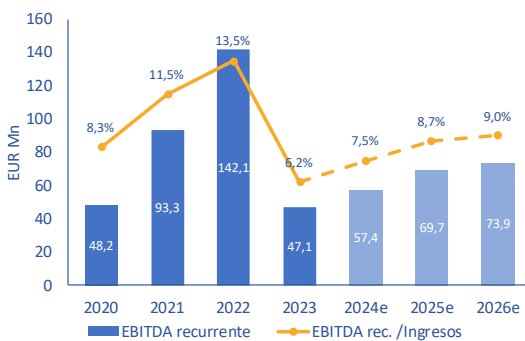


Tras los resultados récord en 2022, en 2023 hemos visto una menor actividad, que debería empezar a recuperarse en el 2S24

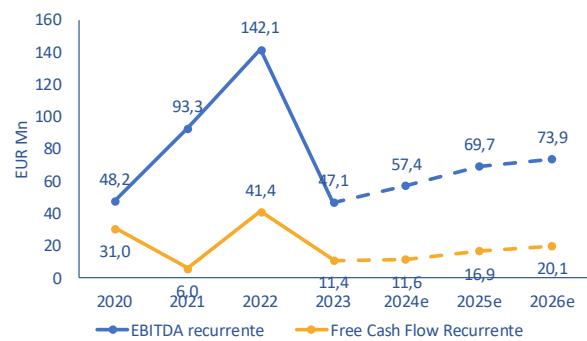


Nota: no incluye otros ingresos.

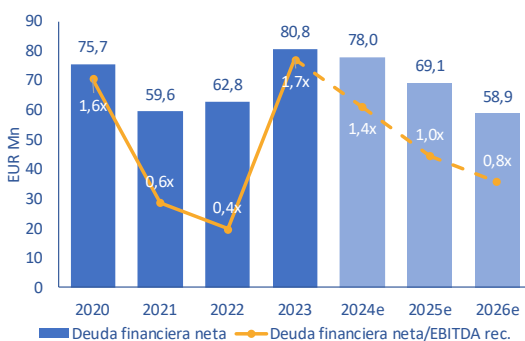
La reducción de costes energéticos y la recuperación de la actividad debería permitir mantener un margen EBITDA > 7%



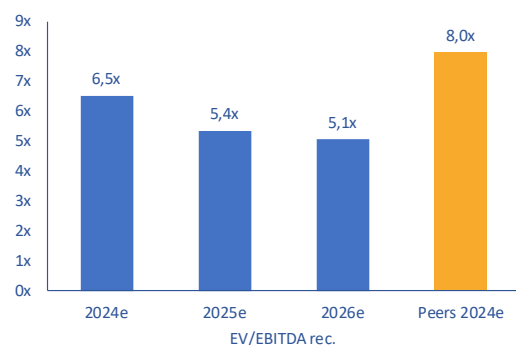
Y, pese al elevado CAPEX, la capacidad de generación de FCF seguirá siendo positiva



Estructura de balance muy robusta (DN/EBITDA 2024e: 1,4x)



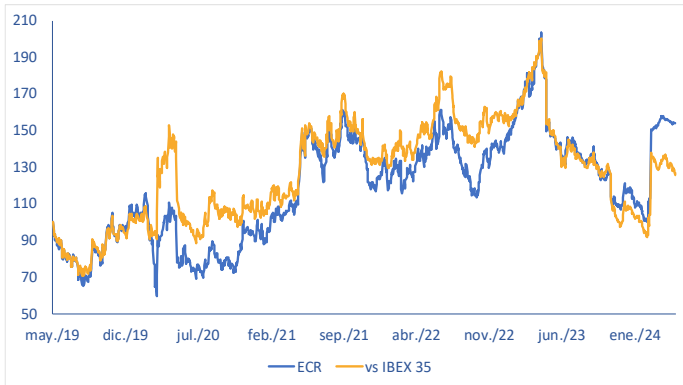
Cotizando a múltiplos relativamente bajos (EV/EBITDA 2024e: 6,5x)





Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



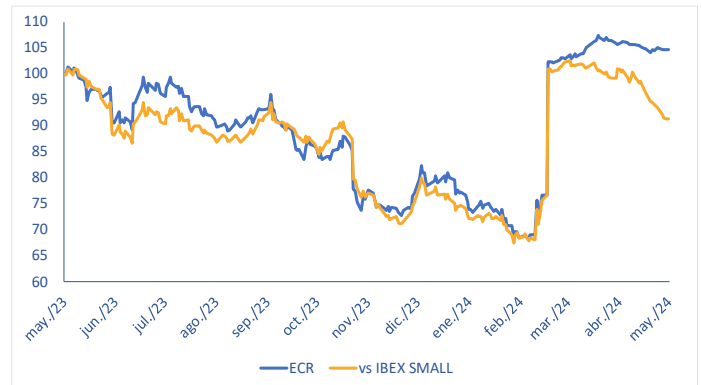
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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	-1,1	52,8	4,7	32,6	3,3	54,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-7,2	33,4	-14,8	18,2	-16,5	26,3
vs Euro STOXX 50	-4,1	43,8	-10,6	18,4	-18,3	4,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-9,5	33,7	-8,6	19,1	1,0	18,3
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-6,3	41,5	-0,3	23,0	11,7	27,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,8	42,4	1,7	25,4	26,7	28,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	-0,3	46,4	-2,3	31,9	-2,5	8,9

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



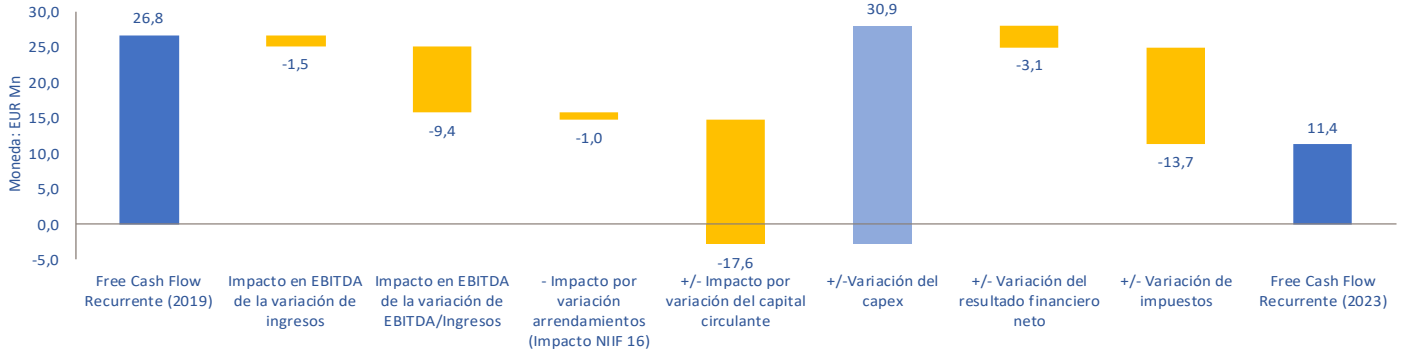
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	48,2	93,3	142,1	47,1	57,4	69,7	73,9	-0,8%	16,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-16,9%	93,4%	52,3%	-66,8%	21,8%	21,5%	6,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,3%	11,5%	13,5%	6,2%	7,5%	8,7%	9,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,1)	(7,3)	(7,4)		
+/- Var. Capital circulante	35,0	(28,3)	(18,0)	11,2	1,3	(2,4)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	76,0	58,7	117,0	50,2	51,6	60,0	65,6	-12,9%	9,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-4,8%	-22,7%	99,4%	-57,1%	2,7%	16,3%	9,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	13,1%	7,2%	11,1%	6,6%	6,8%	7,4%	8,0%		
- CAPEX	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(30,0)	(31,0)	(33,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(5,4)	(5,2)	(4,7)		
- Impuestos	(0,7)	(9,9)	(17,3)	(5,3)	(4,6)	(6,9)	(7,8)		
= Free Cash Flow recurrente	31,0	6,0	41,4	11,4	11,6	16,9	20,1	-28,4%	20,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	15,8%	-80,5%	585,0%	-72,5%	2,1%	45,4%	19,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	5,4%	0,7%	3,9%	1,5%	1,5%	2,1%	2,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(1,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	4,2	16,5	(22,0)	(3,8)	-	-	-		
= Free Cash Flow	35,2	22,6	19,4	6,4	11,6	16,9	20,1	-43,4%	46,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	62,1%	-35,9%	-14,0%	-67,2%	82,3%	45,4%	19,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,7%	1,9%	12,9%	3,6%	3,6%	5,3%	6,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,0%	7,1%	6,1%	2,0%	3,6%	5,3%	6,3%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	26,8	31,0	6,0	41,4	11,4	11,6	16,9		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(8,4)	19,4	27,7	(40,1)	0,5	3,2	1,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,4)	25,7	21,1	(54,9)	9,8	9,2	2,8		
= Variación EBITDA recurrente	(9,8)	45,1	48,8	(95,0)	10,3	12,4	4,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	1,0	(0,8)	(1,0)	1,0	(0,2)	(0,1)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	6,2	(63,3)	10,3	29,2	(9,9)	(3,7)	1,5		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(3,8)	(17,3)	58,3	(66,8)	1,4	8,4	5,6		
+/- Variación del CAPEX	19,2	(3,8)	(13,6)	29,2	(6,0)	(1,0)	(2,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(2,0)	5,3	(1,9)	(4,5)	4,2	0,3	0,4		
+/- Variación de impuestos	(9,1)	(9,2)	(7,4)	12,0	0,7	(2,4)	(0,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,2	(24,9)	35,4	(30,0)	0,2	5,3	3,2		
Free Cash Flow Recurrente	31,0	6,0	41,4	11,4	11,6	16,9	20,1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	14,9	61,8	92,2	13,0	26,6	38,3	41,9	-4,4%	47,6%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	10,4%	16,7%	19,7%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,6)	(10,3)	(18,1)	-	(5,3)	(7,7)	(8,4)		
EBITDA recurrente	48,2	93,3	142,1	47,1	57,4	69,7	73,9	-0,8%	16,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,1)	(7,3)	(7,4)		
+/- Var. Capital circulante	35,0	(28,3)	(18,0)	11,2	1,3	(2,4)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	76,0	58,7	117,0	50,2	51,6	60,0	65,6	-12,9%	9,3%
- CAPEX	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(30,0)	(31,0)	(33,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,6)	(10,3)	(18,1)	-	(5,3)	(7,7)	(8,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	38,6	8,8	45,7	26,2	16,3	21,4	24,2	-12,1%	-2,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	55,4%	-77,3%	421,5%	-42,6%	-37,9%	31,1%	13,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	6,7%	1,1%	4,3%	3,5%	2,1%	2,7%	2,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	4,2	16,5	(22,0)	(3,8)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	42,9	25,3	23,7	22,4	16,3	21,4	24,2	-19,4%	2,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	116,3%	-41,0%	-6,5%	-5,2%	-27,4%	31,1%	13,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	10,3%	2,3%	12,2%	7,0%	4,4%	5,7%	6,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	11,5%	6,8%	6,3%	6,0%	4,4%	5,7%	6,5%		

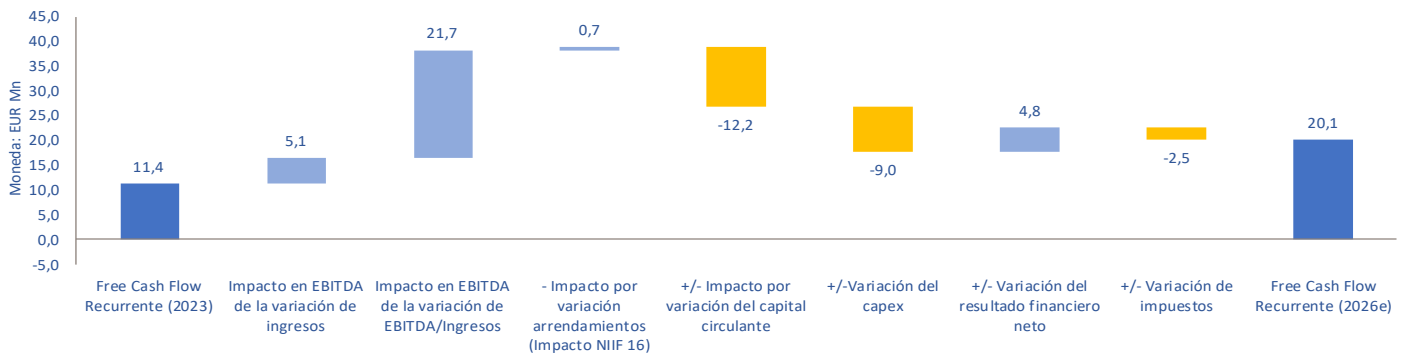


Analítica del Free Cash Flow (II)

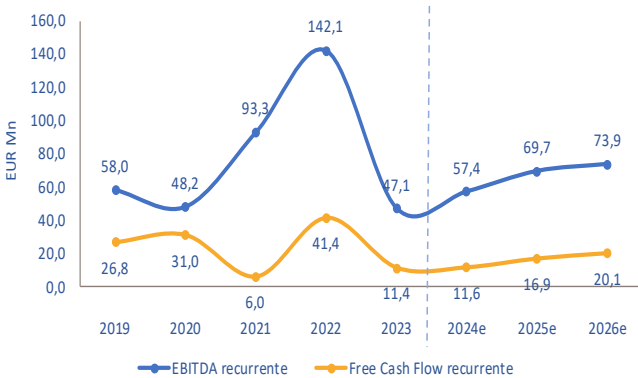
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



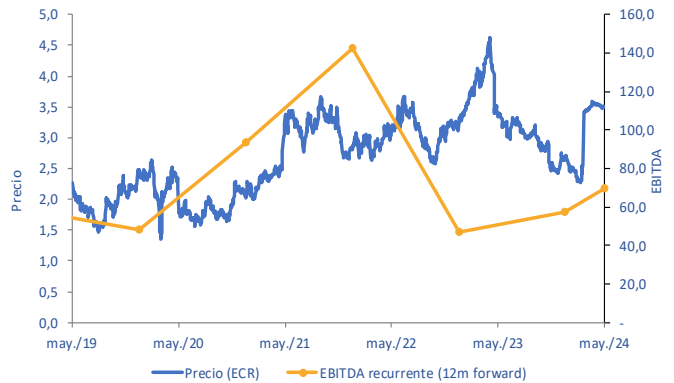
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	16,3	21,4	24,2	n.a.			
Market Cap	320,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	96,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)					
					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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	76,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	23,1%	D			=	=	
WACC	8,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,9%	9,4%	
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	320,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	23,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	96,3	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	66,5	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	373,5	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	7,6%	3,4%	12,6%	16,4%	2,8%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-6,1%	-2,0%			
FCF Yield - WACC	-5,3%	-2,6%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	9,1%	73,0	5,1x
Central	8,7%	69,7	5,4x
Min	8,3%	66,5	5,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	3,4%	3,8%		4,2%	Max	Central
73,0	23,4	20,1	16,9	7,3%	6,3%	5,3%	5,3%
69,7	20,1	16,9	13,7	6,3%	5,3%	4,3%	4,3%
66,5	16,9	13,7	10,5	5,3%	4,3%	3,3%	3,3%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	17,2%	17,7%	18,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,9%	1,1%	1,0%



Principales comparables 2024e

		Europa				USA					
EUR Mn		BASF SE	Solvay	Covestro AG	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Average	ECR	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BAS-DE	SOLB-BE	1COV-DE		DOW-US	OLN-US	WLK-US		ECR-ES	
	Pais	Germany	Belgium	Germany		USA	USA	USA		Spain	
	Market cap	43.687,2	3.607,2	9.140,0		38.270,3	6.165,4	18.657,8		320,0	
	Enterprise value (EV)	63.187,0	5.401,6	11.908,5		50.872,3	8.916,6	21.355,5		373,5	
Información financiera básica	Total Ingresos	68.668,1	4.670,4	14.686,8		41.014,5	6.459,4	11.431,8		763,7	
	Cto.Total Ingresos	-0,3%	-22,5%	2,2%	-6,9%	0,0%	2,8%	-0,9%	0,6%	1,1%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,0%	4,2%	4,9%	4,4%	4,4%	7,8%	6,6%	6,3%	3,8%	
	EBITDA	8.378,9	972,5	1.347,5		5.841,6	1.166,8	2.266,0		57,4	
	Cto. EBITDA	14,1%	-13,7%	41,4%	13,9%	23,9%	-10,2%	5,8%	6,5%	32,5%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,5%	7,5%	20,1%	12,7%	13,7%	12,9%	10,6%	12,4%	13,5%	
	EBITDA/Ingresos	12,2%	20,8%	9,2%	14,1%	14,2%	18,1%	19,8%	17,4%	7,5%	
	EBIT	4.396,6	651,2	468,1		3.226,0	680,4	1.205,3		26,6	
	Cto. EBIT	28,6%	-18,5%	485,1%	165,0%	39,5%	-13,3%	6,4%	10,8%	104,1%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	17,3%	9,9%	49,1%	25,4%	23,7%	21,0%	19,7%	21,5%	25,5%	
	EBIT/Ingresos	6,4%	13,9%	3,2%	7,8%	7,9%	10,5%	10,5%	9,6%	3,5%	
	Beneficio Neto	2.893,7	353,6	190,9		1.945,2	393,8	846,4		18,2	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	n.a.	196,4%	196,4%	266,0%	-6,9%	93,4%	117,5%	-34,0%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	18,2%	14,9%	90,6%	41,2%	28,7%	29,2%	19,8%	25,9%	30,5%	
	CAPEX/Ventas	9,0%	8,1%	5,4%	7,5%	6,6%	3,2%	8,2%	6,0%	3,9%	
Free Cash Flow	728,7	342,0	184,3		1.532,6	514,2	798,8		11,6		
Deuda financiera Neta	18.719,7	1.608,9	2.581,4		11.833,6	2.287,2	1.291,3		78,0		
DN/EBITDA (x)	2,2	1,7	1,9	1,9	2,0	2,0	0,6	1,5	1,4		
Pay-out	102,0%	68,3%	32,8%	67,7%	94,9%	23,8%	27,7%	48,8%	24,0%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,5	9,1	54,5	25,7	19,6	15,6	22,4	19,2	17,6	
	P/BV (x)	1,2	2,9	1,4	1,8	2,3	3,0	1,4	2,2	0,9	
	EV/Ingresos (x)	0,9	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4	1,9	1,5	0,5	
	EV/EBITDA (x)	7,5	5,6	8,8	7,3	8,7	7,6	9,4	8,6	6,5	
	EV/EBIT (x)	14,4	8,3	25,4	16,0	15,8	13,1	17,7	15,5	14,0	
	ROE	9,2	32,3	2,5	14,7	11,7	19,0	6,4	12,3	4,9	
	FCF Yield (%)	1,7	9,5	2,0	4,4	4,0	8,3	4,3	5,5	3,6	
	DPA	3,31	2,32	0,33	1,98	2,62	0,75	1,84	1,73	0,05	
Dvd Yield	6,8%	6,8%	0,7%	4,7%	4,8%	1,4%	1,3%	2,5%	1,4%		

- (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			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e
Total Ingresos	633,7	607,3	624,5	606,9	689,3	677,1	677,9	579,3	811,8	1.052,5	755,4	763,7	805,7	822,1	1,8%	2,9%
Cto. Total ingresos	-8,2%	-4,2%	2,8%	-2,8%	13,6%	-1,8%	0,1%	-14,6%	40,1%	29,6%	-28,2%	1,1%	5,5%	2,0%		
EBITDA	24,5	16,9	32,9	61,5	61,0	59,6	62,4	47,3	92,9	121,9	43,3	57,4	69,7	73,9	5,9%	19,5%
Cto. EBITDA	190,5%	-31,1%	95,3%	87,0%	-0,9%	-2,3%	4,8%	-24,2%	96,3%	31,2%	-64,5%	32,5%	21,5%	6,0%		
EBITDA/Ingresos	3,9%	2,8%	5,3%	10,1%	8,8%	8,8%	9,2%	8,2%	11,4%	11,6%	5,7%	7,5%	8,7%	9,0%		
Beneficio neto	(0,3)	(7,1)	7,2	45,2	44,6	44,9	31,0	6,3	43,3	63,0	27,6	18,2	27,8	31,0	56,5%	4,0%
Cto. Beneficio neto	97,4%	n.a.	202,0%	523,8%	-1,3%	0,7%	-30,8%	-79,8%	592,0%	45,5%	-56,2%	-34,0%	52,5%	11,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	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	91,4		
BPA (EUR)	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,44	0,67	0,29	0,20	0,30	0,34	58,0%	4,9%
Cto. BPA	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-28,9%	-79,1%	n.a.	52,5%	-56,0%	-32,3%	52,5%	11,7%		
BPA ord. (EUR)	0,00	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,19	0,07	0,50	0,92	0,09	0,20	0,30	0,34	41,6%	53,3%
Cto. BPA ord.	97,4%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	3,5%	-52,6%	-64,7%	n.a.	83,1%	-89,8%	n.a.	52,5%	11,7%		
CAPEX	(4,4)	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(54,9)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(30,0)	(31,0)	(33,0)		
CAPEX/Vtas %	0,7%	1,0%	1,5%	3,1%	6,2%	6,2%	8,1%	6,2%	4,9%	5,1%	3,2%	3,9%	3,8%	4,0%		
Free Cash Flow	19,6	23,4	6,6	20,5	1,1	2,9	21,7	35,2	22,6	19,4	6,4	11,6	16,9	20,1	-10,6%	46,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	5,2x	6,1x	2,8x	1,3x	1,6x	1,9x	1,6x	1,6x	0,6x	0,5x	1,9x	1,4x	1,0x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	8,6x	4,1x	6,4x	6,8x	8,1x	33,3x	6,4x	4,7x	9,0x	17,6x	11,5x	10,3x		
EV/Vtas (x)	0,28x	0,24x	0,26x	0,47x	0,60x	0,69x	0,57x	0,53x	0,45x	0,36x	0,44x	0,49x	0,46x	0,45x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	7,3x	8,7x	5,0x	4,7x	6,8x	7,8x	6,2x	6,5x	3,9x	3,1x	7,7x	6,5x	5,4x	5,1x		
Comport. Absoluto	18,7%	-17,3%	56,7%	198,7%	57,0%	9,9%	-15,8%	-14,0%	37,8%	11,3%	-15,3%	32,6%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-2,2%	-20,2%	68,8%	204,8%	46,2%	29,2%	-24,7%	1,7%	27,7%	17,9%	-31,0%	18,2%				

- (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).

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. 95% s/Ingresos 2023) y una fuerte posición en el sector financiero..

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	44,4	48,3
EV (Mn EUR y USD)	50,2	54,6
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,88 / 2,29 / 1,79	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación ⁽¹⁾	38,0	
Factset / Bloomberg	FACE-ES / FACE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

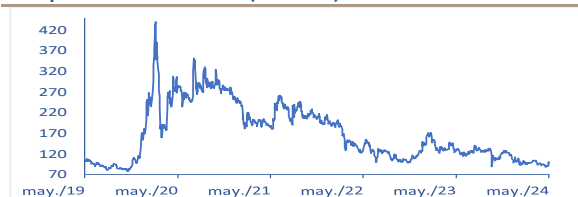
Nice&Green	12,5
Hamco	7,2
Javier Mira Miró	5,2
Juan Alfonso Ortiz Company	5,0
Free Float	65,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	19,0	21,8	21,9	21,9
Total Ingresos	25,2	37,0	43,0	49,8
EBITDA Rec.	-3,9	2,7	4,0	5,8
% Var.	-905,7	168,8	48,0	46,0
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	7,3	9,3	11,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	-3,3	0,9	2,1	3,6
BPA (EUR)	-0,17	0,04	0,10	0,17
% Var.	-372,1	124,4	126,2	71,9
BPA ord. (EUR)	-0,25	0,04	0,10	0,17
% Var.	-349,5	116,9	126,2	71,9
Free Cash Flow Rec.	-6,1	-0,8	0,0	1,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	10,3	6,1	6,1	4,6
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	2,3	1,5	0,8
ROE (%)	n.a.	4,0	7,8	12,1
ROCE (%)	n.a.	4,2	7,2	11,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	47,8	21,1	12,3
PER Ordinario	n.a.	47,8	21,1	12,3
P/BV	2,2	1,7	1,6	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,99	1,36	1,17	1,01
EV/EBITDA Rec.	n.a.	18,6	12,5	8,6
EV/EBIT	n.a.	30,3	16,5	10,3
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	0,0	3,4

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	7,4	4,4	-21,9	-0,5

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: Salvador Martí Varó 4,4%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Crecimiento de doble dígito en ingresos en 2023, hasta EUR 25,2Mn (+12,5% vs 2022). A pesar de que c.EUR 5,0Mn de ingresos se han diferido por criterios contables para el 1S24. Que junto al fuerte crecimiento en estructura pesa mucho en el EBITDA Rec., situándolo en EUR -3,9Mn (vs EUR 0,5Mn en 2022).

2024e: fuerte salto en ingresos hasta EUR 37Mn (excl. gastos capitalizados), gracias a: (i) los ingresos diferidos para el 1S24 (el semestre más débil por estacionalidad), (ii) por el posicionamiento de las filiales de LATAM y EMEA y (iii) la capacidad de retención de clientes (gracias a un elevado coste de cambio).

Con una mejora importante en rentabilidad, gracias a la capacidad de apalancamiento operativo sobre una estructura ya creada (como se ha visto en el 2S23). Nuestras estimaciones apuntan a un EBITDA Recurrente 2024e de EUR 2,7Mn. Mg. EBITDA Rec. del 7,3% (frente a un EBITDA que se habría mantenido en breakeven o negativo durante los últimos años).

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

Consolidación de nuevos mercados. Por medio de alianzas con partners para la comercialización de las soluciones de FACE. Con una posición ya consolidada en LATAM. La expansión en EMEA y APAC aparece como la principal palanca para hacer crecer sus ingresos.

Desarrollo de producto propio. Con una solución integrada bajo un modelo "plug and play" con Facephi Identity Platform, que aumenta la escalabilidad del negocio (al ofrecer una implantación más rápida y eficaz en el cliente) y la recurrencia de sus ingresos. En 2023, FACE ha lanzado nuevos productos y funcionalidades al mercado (biometría de comportamiento y el wallet de identidad).

Alianza estratégica con Hamco. Que entra en el capital de FACE vía ampliación de capital por un importe de EUR 5Mn a un precio de conversión por acción de EUR 2,95 (1,7Mn de acc.; c.8% sobre las acc. actualmente en circulación). HAMCO actuará como distribuidor exclusivo en APAC (Asia Pacífico) de los productos, soluciones y tecnología de FACE. El modelo de licenciamiento estará basado en un sistema de "revenue share", es decir, ingresos compartidos.

La clave está en la mejora de la rentabilidad los próximos años. A nuestro juicio, la mejora de márgenes vista en 2S23, aún tiene recorrido, y debería ser visible en 2024e. En concreto, esperamos una importante mejora del margen EBITDA hasta alcanzar 9,3% en 2025e (vs 7% en 2024e y negativo en 2023), gracias a la capacidad de apalancamiento operativo de la compañía.

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. 45% en 2023), con un elevado componente de las cuentas a cobrar con vencimiento superior a un año (EUR 7,1Mn a cierre 2023; c. 35% s/total vs EUR 5,2Mn en 2022; 30% s/total).

Deuda neta y riesgo de dilución. FACE cierra 2023 con una deuda neta de EUR 10Mn. Una deuda neta que esperamos que se reduzca hasta niveles de EUR 6,1Mn en 2025e (por la ampliación de capital de Hamco). No descartamos que las necesidades de financiación se cubran con soluciones que impliquen equity y potencial dilución

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Toda la atención debe ponerse en los márgenes. Después de un periodo de fuerte inversión en estructura y en un contexto de proyecciones financieras exigentes, nuestras estimaciones 2024e cotizarían a un múltiplo EV/Ventas de 1,4x. Y las estimaciones 2025e a un múltiplo EV/EBITDA de 12,5x.



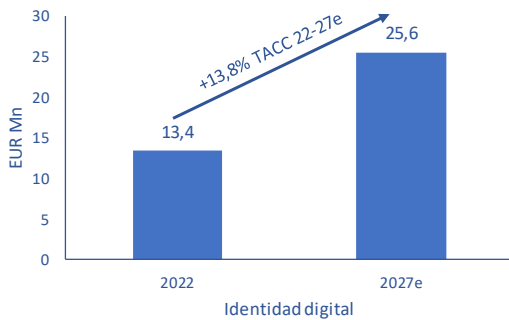
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	1,6	4,1	5,1	7,6	11,8	10,8	9,8	8,9		
Inmovilizado material	0,0	0,2	0,4	1,8	2,7	3,4	4,3	5,2		
Otros activos no corrientes	0,1	0,5	1,1	1,6	4,9	4,9	4,9	4,9		
Inmovilizado financiero	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	8,3	4,6	9,8	18,8	23,3	30,4	35,1	40,1		
Total activo	10,7	9,5	16,6	29,9	42,8	49,6	54,3	59,3		
Patrimonio neto	4,4	7,0	8,7	15,2	20,0	26,0	28,1	31,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,1	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	2,7	0,5	4,7	9,0	10,3	6,1	6,1	4,6		
Pasivo circulante	3,6	1,8	3,1	5,4	11,9	17,0	19,6	22,5		
Total pasivo	10,7	9,5	16,6	29,9	42,8	49,6	54,3	59,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	8,2	7,3	13,2	22,4	25,2	37,0	43,0	49,8	32,4%	25,5%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	82,7%	-11,3%	81,4%	69,9%	12,5%	46,9%	16,0%	16,0%		
Coste de ventas	(1,1)	(1,4)	(1,9)	(3,2)	(3,4)	(5,0)	(6,0)	(7,0)		
Margen Bruto	7,1	5,9	11,3	19,2	21,8	32,0	36,9	42,8	32,4%	25,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	86,6%	80,7%	85,8%	85,8%	86,6%	86,5%	86,0%	86,0%		
Gastos de personal	(1,9)	(3,2)	(6,2)	(11,0)	(13,6)	(15,5)	(17,4)	(19,5)		
Otros costes de explotación	(2,8)	(3,0)	(5,6)	(7,7)	(12,2)	(13,8)	(15,5)	(17,5)		
EBITDA recurrente	2,4	(0,4)	(0,4)	0,5	(3,9)	2,7	4,0	5,8	-38,1%	51,6%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	n.a.	-114,7%	-13,2%	221,7%	-905,7%	168,8%	48,0%	46,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	29,3%	n.a.	n.a.	2,2%	n.a.	7,3%	9,3%	11,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,6)	(0,4)	(1,2)	(0,7)	(1,3)	-	-	-		
EBITDA	1,8	(0,7)	(1,6)	(0,2)	(5,2)	2,7	4,0	5,8	-48,9%	46,2%
Depreciación y provisiones	(0,5)	(0,7)	(1,2)	(1,8)	(4,4)	(5,2)	(5,1)	(5,1)		
Gastos capitalizados	0,6	1,1	2,2	3,8	4,2	4,2	4,2	4,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,9	(0,4)	(0,6)	1,7	(5,4)	1,7	3,0	4,9	-48,0%	42,7%
<i>Cto.EBIT</i>	112,4%	-119,0%	-65,0%	390,1%	-408,3%	130,8%	82,9%	61,1%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	23,4%	n.a.	n.a.	7,8%	n.a.	4,5%	7,1%	9,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	1,0	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(1,6)	(0,3)	(0,7)	(1,7)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,7	(2,0)	(0,9)	1,0	(6,1)	1,2	2,6	4,5	-53,4%	40,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	102,7%	-217,0%	57,4%	220,2%	-690,4%	119,2%	126,7%	71,9%		
Extraordinarios	0,0	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,7	(2,0)	(0,9)	1,0	(6,1)	1,2	2,6	4,5	-53,3%	40,0%
Impuestos	(0,4)	0,1	0,3	0,1	2,7	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	25,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,3	(1,9)	(0,6)	1,1	(3,3)	0,9	2,1	3,6	-46,2%	45,7%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	10,4%	-243,9%	70,1%	299,8%	-399,1%	128,0%	126,7%	71,9%		
Beneficio ordinario neto	1,7	(1,6)	0,3	1,7	(4,8)	0,9	2,1	3,6	-47,5%	40,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	526,1%	-192,6%	119,9%	442,4%	-374,2%	119,4%	126,7%	71,9%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						2,7	4,0	5,8	-38,1%	51,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,1)	(2,2)	(2,1)		
Cash Flow operativo recurrente						0,6	1,8	3,8	n.a.	58,4%
CAPEX						(0,7)	(0,9)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,4)	(0,4)		
Impuestos						(0,2)	(0,5)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,8)	0,0	1,5	-29,6%	31,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,8)	0,0	1,5	-37,0%	29,0%
Ampliaciones de capital						5,0	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(4,2)	(0,0)	(1,5)		



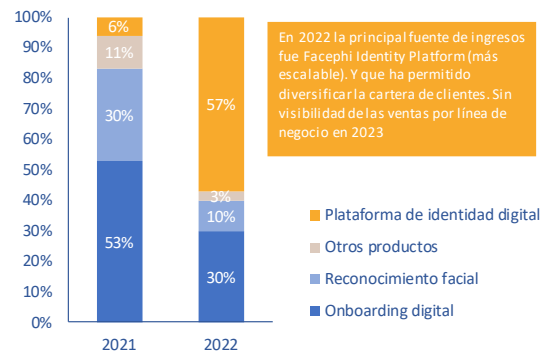
La compañía en 8 gráficos

Identidad digital: un mercado con potencial de crecimiento a nivel global (+13,8% TACC 22-27e)

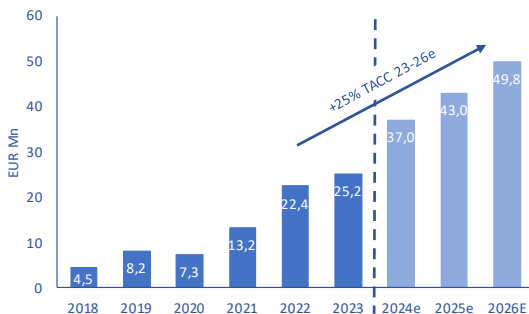


Fuente: Marketsandmarkets

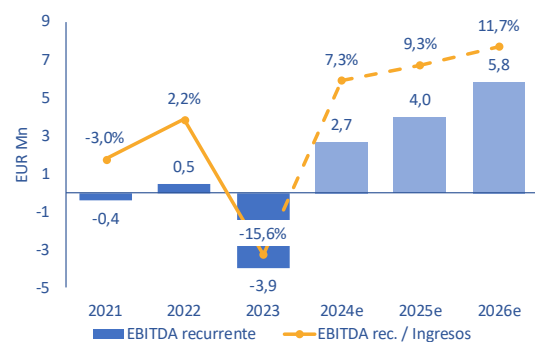
FACE: evolución de un modelo de producto a medida hacia un modelo Plug & Play, reduciendo tiempos de desarrollo



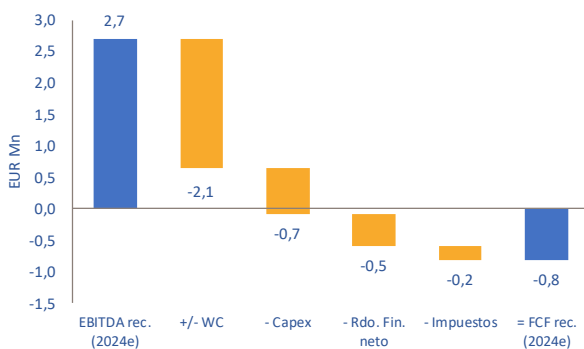
Con capacidad de crecer en ingresos a doble dígito alto (+25% TACC 23-26e)



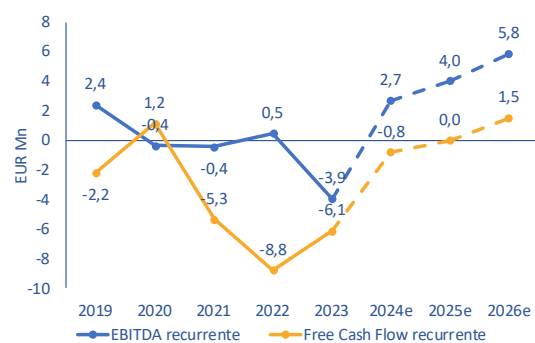
El apalancamiento operativo debería permitir una mejora muy significativa del margen EBITDA Rec. (7,3% en 2024e)



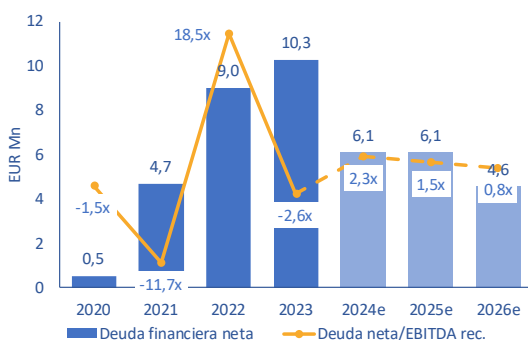
EL FCF seguirá impactado de forma muy significativa por la gestión del circulante ...



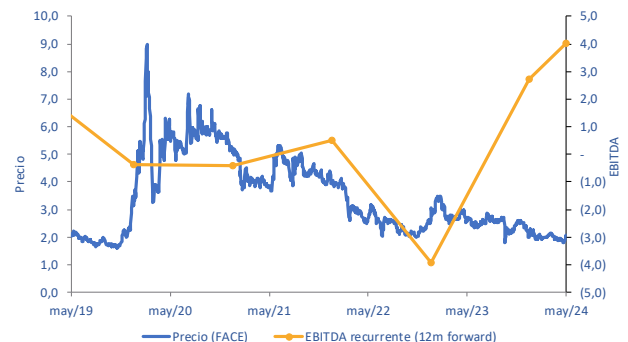
... impidiendo la generación de flujo de caja positivo recurrente, al menos, hasta 2026e



Estimamos que la deuda neta llegue en 2026e hasta EUR 4,6Mn, llevando el múltiplo DN/EBITDA REC a 0,8x



2024e puede ser visto como un ejercicio clave para demostrar la capacidad del negocio de mejorar su rentabilidad



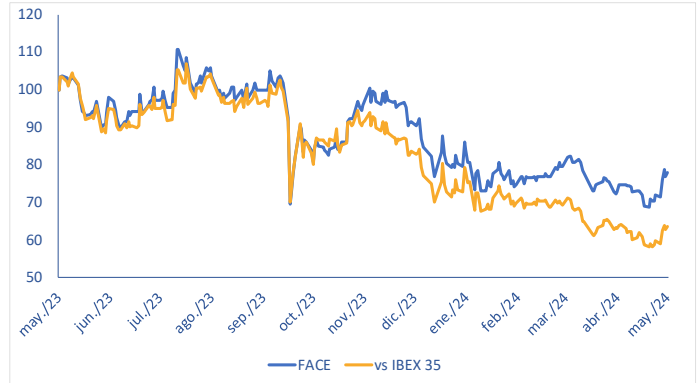


Evolución de la cotización

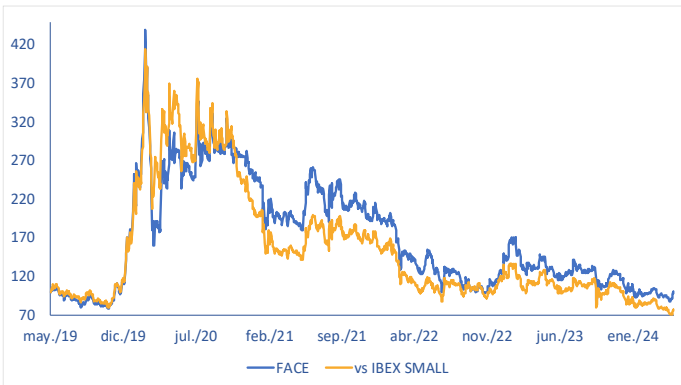
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



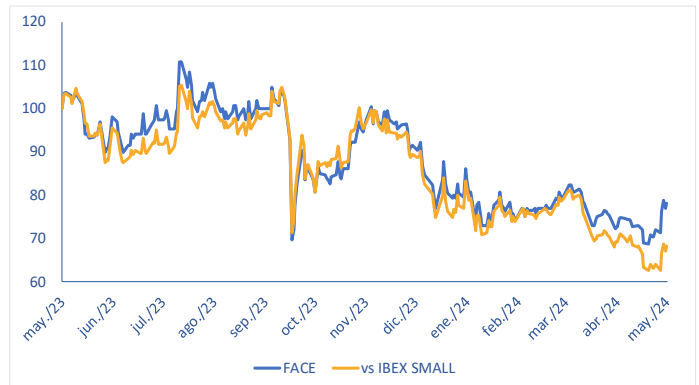
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



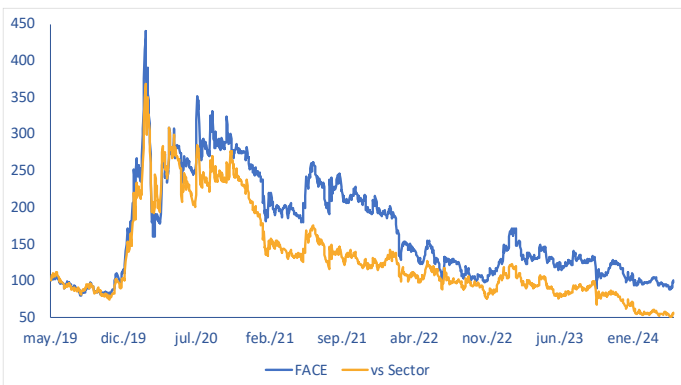
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



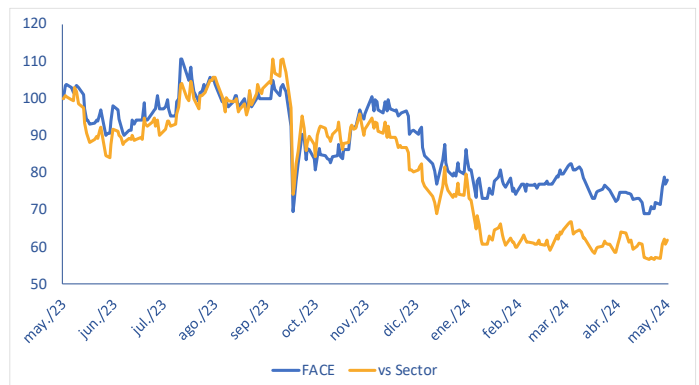
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	7,4	4,4	-21,9	1,5	-47,4	-0,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	0,8	-8,9	-36,5	-9,5	-57,5	-18,5
vs Euro STOXX 50	4,2	-1,8	-33,3	-9,4	-58,4	-32,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,7	-8,7	-31,8	-8,8	-48,6	-23,6
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	1,8	-3,4	-25,7	-5,8	-43,1	-17,7
vs MSCI Europe Micro Cap	1,2	-2,8	-24,2	-4,0	-35,5	-17,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	1,9	3,2	-38,2	-10,5	-59,4	-44,5

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



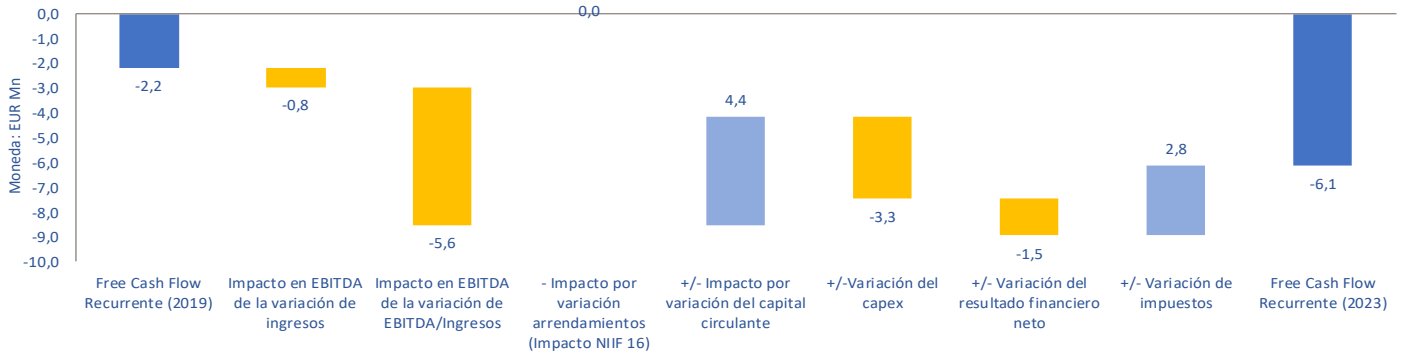
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,4)	0,5	(3,9)	2,7	4,0	5,8	n.a.	51,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-114,7%	-13,2%	221,7%	-905,7%	168,8%	48,0%	46,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	2,2%	n.a.	7,3%	9,3%	11,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,0	(3,9)	(6,7)	2,0	(2,1)	(2,2)	(2,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,6	(4,3)	(6,2)	(1,9)	0,6	1,8	3,8	-46,9%	58,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	n.a.	-361,4%	-43,8%	68,9%	133,5%	180,0%	109,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	22,6%	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	4,2%	7,6%		
- CAPEX	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(5,3)	(0,7)	(0,9)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,0	(0,4)	(0,7)	(1,7)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos	(0,2)	(0,3)	0,1	2,7	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	1,2	(5,3)	(8,8)	(6,1)	(0,8)	0,0	1,5	-93,6%	31,0%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	153,7%	-558,0%	-64,6%	30,2%	86,5%	102,3%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	16,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	3,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,4)	(1,1)	(0,7)	(1,3)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,1)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,4)	-	(0,3)	(3,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,7)	(6,4)	(9,7)	(10,4)	(0,8)	0,0	1,5	-81,5%	29,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	41,1%	-269,3%	-51,6%	-6,9%	92,1%	102,3%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	3,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	3,4%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(2,2)	1,2	(5,3)	(8,8)	(6,1)	(0,8)	0,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	(0,3)	(0,3)	0,1	(1,8)	0,4	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,5)	0,2	1,2	(4,5)	8,5	0,9	1,2		
= Variación EBITDA recurrente	(2,8)	(0,0)	0,9	(4,4)	6,6	1,3	1,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,4	(5,9)	(2,8)	8,7	(4,1)	(0,1)	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,6	(5,9)	(1,9)	4,3	2,6	1,2	2,0		
+/- Variación del CAPEX	1,6	0,0	(1,6)	(3,3)	4,5	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,4)	(0,3)	(1,0)	1,2	0,1	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	0,4	2,7	(3,0)	(0,3)	(0,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	3,3	(6,5)	(3,4)	2,6	5,3	0,8	1,5		
Free Cash Flow Recurrente	1,2	(5,3)	(8,8)	(6,1)	(0,8)	0,0	1,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(0,4)	(0,6)	1,7	(5,4)	1,7	3,0	4,9	n.a.	42,7%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,3)	(0,6)	(1,0)		
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,4)	0,5	(3,9)	2,7	4,0	5,8	n.a.	51,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,0	(3,9)	(6,7)	2,0	(2,1)	(2,2)	(2,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,6	(4,3)	(6,2)	(1,9)	0,6	1,8	3,8	-46,9%	58,4%
- CAPEX	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(5,3)	(0,7)	(0,9)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,3)	(0,6)	(1,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	1,3	(4,6)	(8,1)	(7,2)	(0,4)	0,3	1,8	-95,3%	31,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	155,8%	-449,2%	-76,2%	11,5%	94,1%	180,4%	431,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	18,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	3,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,1)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,4)	-	(0,3)	(3,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,2)	(4,6)	(8,4)	(10,2)	(0,4)	0,3	1,8	n.a.	29,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	52,8%	-285,2%	-81,7%	-21,9%	95,8%	180,4%	431,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	3,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	3,6%		

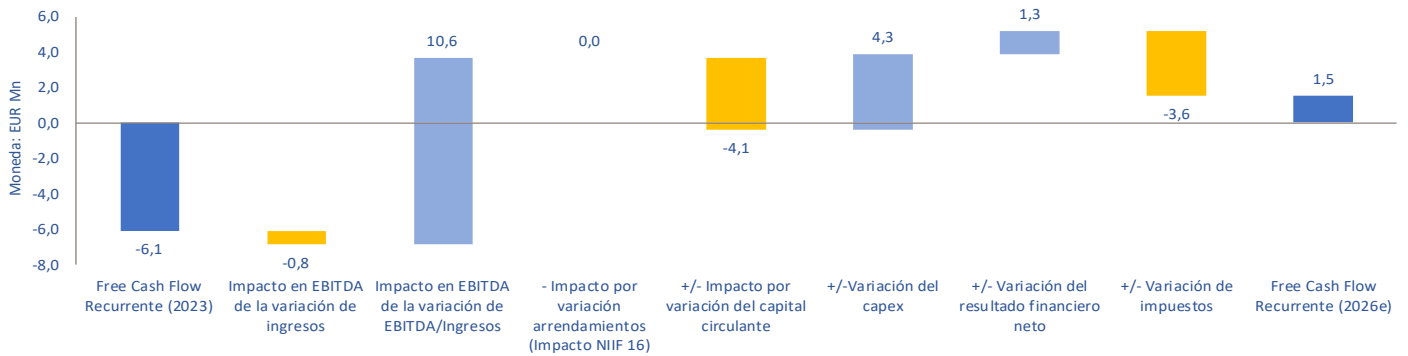


Analítica del Free Cash Flow (II)

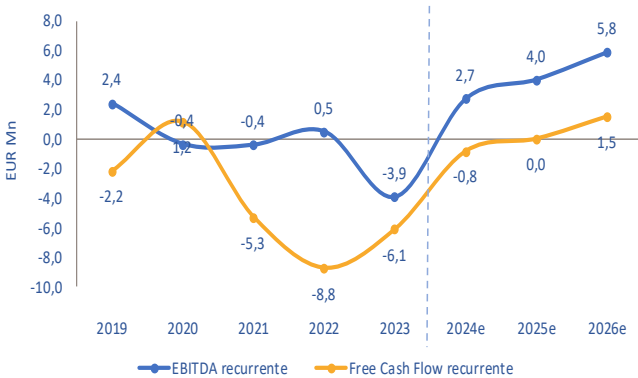
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



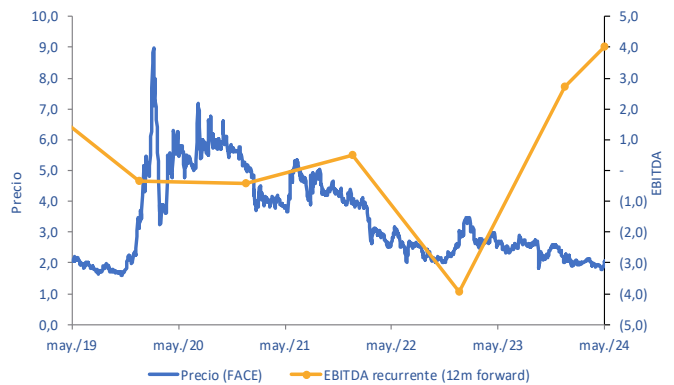
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,4)	0,3	1,8	n.a.			
Market Cap	44,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,8%	D			=	=	
WACC	9,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	10,3%	
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	44,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	10,3	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(4,9)	Ver nota
Enterprise Value (EV)	50,2	

(1) Corresponde a el valor en libros (no actuarial) de los activos por impuesto diferido (EUR 4,9Mn)

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	27,3%	n.a.	n.a.	9,3%	n.a.
	2023	2026e			
ROCE - WACC	n.a.	1,7%			
FCF Yield - WACC	n.a.	-5,8%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	10,2%	4,4	11,4x
Central	9,3%	4,0	12,5x
Min	8,4%	3,6	13,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	1,8%	2,0%		2,2%	Max	Central
4,4	0,5	0,4	0,3	Max	1,1%	0,9%	0,7%
4,0	0,1	0,0	(0,1)	Central	0,2%	0,0%	n.a.
3,6	(0,3)	(0,4)	(0,5)	Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	60,0%	60,0%	60,0%
% de consejeros dominicales	20,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	20,0%	20,0%	20,0%
% 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	25,0%	30,7%	26,1%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	4,1%	2,7%	2,9%



Principales comparables 2024e

Datos	EUR Mn	Biometría (Jugadores de nicho)					Average	Cias tecnológicas con exposición a biometría				Average	FACE
		Egis Technology	Elan Microelectronics Corp.	Mitek Systems, Inc.	OneSpan	Secunet		Diebold Nixdorf Technology	NEC	NICE	Synaptics		
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	502,2	1.378,6	561,0	458,5	942,5		1.538,5	17.699,3	11.607,7	3.431,2		44,4
	Enterprise value (EV)	622,0	1.197,5	580,8	404,3	916,0		2.196,3	18.740,2	10.768,9	3.609,4		50,2
Información financiera básica	Total Ingresos	129,3	382,4	167,4	222,3	401,7		3.524,3	20.191,5	2.498,7	883,3		37,0
	Cto.Total Ingresos	17,8%	11,1%	5,5%	2,8%	2,0%	7,9%	1,9%	-1,8%	14,8%	-29,1%	-3,6%	46,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	17,0%	12,1%	n.a.	8,6%	12,6%	n.a.	3,9%	11,0%	17,8%	10,9%	16,0%
	EBITDA	(10,2)	97,2	41,3	48,8	63,6		405,5	2.449,1	860,0	142,7		2,7
	Cto. EBITDA	46,6%	21,8%	-23,0%	n.a.	10,0%	13,9%	53,4%	9,1%	57,0%	-51,4%	17,0%	152,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	24,2%	n.a.	n.a.	12,2%	18,2%	n.a.	7,4%	12,4%	50,7%	23,5%	47,0%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	25,4%	24,7%	21,9%	15,8%	22,0%	11,5%	12,1%	34,4%	16,2%	18,6%	7,3%
	EBIT	(14,0)	91,6	7,0	41,8	43,7		332,3	1.375,4	762,3	115,9		1,7
	Cto. EBIT	57,0%	31,8%	-80,1%	493,7%	8,4%	102,2%	139,1%	21,2%	93,2%	-17,0%	59,1%	130,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	25,3%	n.a.	n.a.	17,1%	21,2%	n.a.	14,7%	14,0%	61,3%	30,0%	71,7%
	EBIT/Ingresos	n.a.	23,9%	4,2%	18,8%	10,9%	14,5%	9,4%	6,8%	30,5%	13,1%	15,0%	4,5%
	Beneficio Neto	(3,0)	81,9	42,2	36,6	29,3		108,0	909,0	648,2	78,6		0,9
	Cto. Beneficio Neto	85,4%	34,0%	471,4%	233,6%	0,6%	165,0%	-91,5%	2,8%	109,3%	16,2%	9,2%	128,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	20,4%	17,3%	n.a.	17,3%	18,3%	n.a.	16,7%	12,9%	69,8%	33,2%	97,4%
	CAPEX/Ventas	n.a.	2,6%	n.a.	4,5%	2,3%	3,1%	1,3%	2,4%	1,7%	3,3%	2,2%	-2,0%
	Free Cash Flow	n.a.	55,4	46,0	29,3	41,4		104,3	1.262,3	611,1	72,9		(0,8)
Deuda financiera Neta	(45,8)	(83,2)	9,7	n.a.	(40,7)		511,4	(601,1)	(1.335,4)	50,6		6,1	
DN/EBITDA (x)	n.a.	(0,9)	0,2	n.a.	(0,6)	(0,4)	1,3	(0,2)	(1,6)	0,4	(0,0)	2,3	
Pay-out	-192,9%	76,5%	n.a.	n.a.	54,5%	-20,6%	0,0%	23,9%	0,2%	n.a.	8,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	15,9	13,6	12,6	32,6	18,7	8,6	19,2	18,4	43,4	22,4	47,8
	P/BV (x)	2,0	4,5	n.a.	n.a.	6,4	4,3	n.a.	1,5	3,2	3,0	2,6	1,7
	EV/Ingresos (x)	4,8	3,1	3,5	1,8	2,3	3,1	0,6	0,9	4,3	4,1	2,5	1,4
	EV/EBITDA (x)	n.a.	12,3	14,1	8,3	14,4	12,3	5,4	7,7	12,5	25,3	12,7	18,6
	EV/EBIT (x)	n.a.	13,1	n.a.	9,7	21,0	14,6	6,6	13,6	14,1	31,1	16,4	30,3
	ROE	n.a.	28,6	n.a.	n.a.	19,5	24,0	n.a.	8,0	17,6	7,0	10,9	4,0
	FCF Yield (%)	n.a.	4,0	8,2	6,4	4,4	5,8	6,8	7,1	5,3	2,1	5,3	n.a.
	DPA	0,08	0,22	n.a.	n.a.	2,47	0,92	0,00	0,82	0,02	n.a.	0,28	0,00
Dvd Yield	1,2%	4,9%	n.a.	n.a.	1,7%	2,6%	0,0%	1,3%	0,0%	n.a.	0,4%	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).

GAM es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de 40.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con 80 delegaciones en 9 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)	133,9	145,6
EV (Mn EUR y USD)	415,4	451,8
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,52 / 1,34 / 1,18	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	5,3	
Factset / Bloomberg	GAM-ES / GAM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

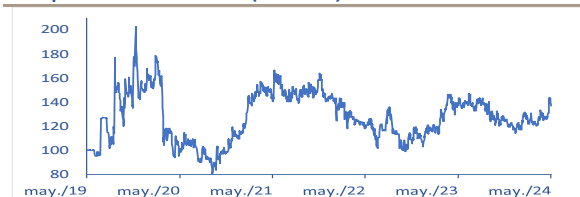
Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,6
Banco Santander	4,5
Pedro Luis Fernández	6,0
Free Float	20,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,2	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	283,6	312,1	337,4	364,9
EBITDA Rec.	62,0	72,5	79,3	88,2
% Var.	23,6	16,9	9,3	11,3
% EBITDA Rec./Ing.	21,9	23,2	23,5	24,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	9,2	12,6	9,7	8,4
Beneficio neto	9,1	10,4	12,2	17,4
BPA (EUR)	0,10	0,11	0,13	0,18
% Var.	17,7	14,4	16,9	43,0
BPA ord. (EUR)	0,07	0,08	0,10	0,18
% Var.	0,8	6,7	30,9	78,8
Free Cash Flow Rec.	-46,0	-25,0	-7,4	-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	246,0	282,1	289,4	289,8
DN / EBITDA Rec.(x)	4,0	3,9	3,7	3,3
ROE (%)	9,3	9,7	10,3	13,1
ROCE (%)	6,3	5,8	5,8	6,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	14,7	12,8	11,0	7,7
PER Ordinario	19,2	18,0	13,7	7,7
P/BV	1,3	1,2	1,1	0,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,46	1,33	1,23	1,14
EV/EBITDA Rec.	6,7	5,7	5,2	4,7
EV/EBIT	18,5	16,8	15,6	12,2
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	6,4	12,3	-1,7	37,0

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

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Las tres líneas de negocio de GAM impulsan el crecimiento en el 1T24. GAM cierra el 1T24 con unos ingresos consolidados de EUR 67,4Mn (+12,7% vs 1T23; en línea con nuestras estimaciones). Destaca el crecimiento en LATAM (+37%) por la integración del M&A (17% s/Ingresos 1T24 vs 14% en 1T23). Y demuestra su capacidad de mejorar en términos operativos (Mg. EBITDA 1T24: +2p.p. vs 1T23).

2024e debería seguir la estela de crecimiento. El 1T24 demuestra la capacidad de crecer, por la combinación de orgánico e inorgánico (adquisiciones de 2023), que se deberían traducir en unos ingresos 2024e de EUR 312,1Mn (+10,1% vs 2023) y un Mg. EBITDA del 23,2% (EBITDA EUR 72,5Mn; +1,3p.p. vs 2023;). Aunque esperamos que las amortizaciones y los gastos financieros continúen presionando tanto el EBIT como el Beneficio Neto de la compañía.

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

Alta diversificación sectorial. GAM ha adaptado su oferta para disminuir la ciclicidad de su modelo de negocio. En 2023, GAM cuenta con una exposición a más de 15 sectores (el sector de mayor peso, servicios, representa un 14%; 6% s/Ingresos corresponden al sector de construcción, principal negocio en 2008).

Cambio estratégico en el modelo de negocio que busca la integración de sus servicios en la actividad de la empresa. Los principales drivers han sido la entrada en: i) el mercado de alquiler a largo plazo y ii) negocios al margen del alquiler y sin CAPEX (distribución, mantenimiento). Lo que aporta mayor recurrencia y reduce la ciclicidad de GAM. Actualmente, ambas líneas de negocio suponen un 62% en el mix de negocio (vs 32% en 2019).

Tendencia creciente a la externalización de servicios de renting. GAM disfruta de una posición de liderazgo en la Península Ibérica (c.75% s/Ingresos 2023) y Latam. 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).

Crecimiento a digito alto impulsado por los negocios recurrentes y sin CAPEX. Las perspectivas son positivas para GAM. La mayor recurrencia del negocio otorga visibilidad (y disminuye el riesgo de revisión de estimaciones a la baja). Estimamos un crecimiento en ingresos a una TACC 2023-2026e de +8,8% hasta los EUR 364,9Mn en 2026e, mejorando el Mg. EBITDA hasta el 24,2% en 2026e (+2,3p.p. vs 23; EBITDA 26e: EUR 88,2Mn). El desarrollo de la planta Reviver (refabricación de máquinas usadas) reducirá las altas necesidades de inversión y mejorará el ROCE.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevado apalancamiento. La Deuda Neta 2023 se situó en EUR 246Mn (DN/EBITDA 4,0x vs c.2x del sector) y se ha traducido en un aumento significativo de los gastos financieros (+70% vs 2022). A nuestro juicio, el contexto actual indica que continuará la presión sobre el BN y la generación de caja en el c/p y m/p. Para 2024e, estimamos una DN de EUR 282,1Mn y unos gastos financieros de EUR 17,3Mn (70% s/EBIT 24e).

Empeoramiento de la macro. Pese a la diversificación en el modelo de negocio durante los últimos años (menor dependencia del ciclo), el negocio de alquiler a corto plazo (38% s/ingresos) se vería afectado por una ralentización en la actividad.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una historia de crecimiento rentable a múltiplos bajos. El comportamiento de la acción se ha mantenido plano durante el último año (-1,7% -12m) pese a haber registrado un crecimiento significativo tanto en Ingresos (+25,6%) como en EBITDA rec. (+23,6%). GAM cotiza a unos múltiplos que no reflejan sus perspectivas de crecimiento (ni el menor riesgo de su modelo de negocio). Nuestras estimaciones para 2024e implican un PER 12,8x y EV/EBITDA 5,7x (en línea con su sector).



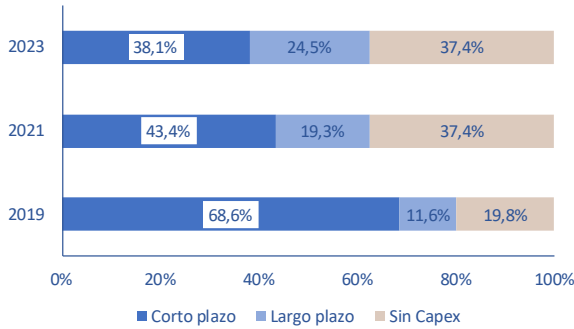
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	22,1	21,2	22,3	24,4	22,0	22,0	22,0	22,0		
Inmovilizado material	138,5	151,7	201,3	237,3	328,5	370,3	384,5	401,3		
Otros activos no corrientes	3,6	6,8	6,9	6,9	11,5	14,5	16,9	15,0		
Inmovilizado financiero	0,9	3,6	3,8	5,7	2,2	2,2	2,2	2,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,4	19,8	20,5	25,4	28,5	28,5	28,5	28,5		
Activo circulante	47,4	49,9	70,6	92,4	105,3	113,8	122,8	132,3		
Total activo	228,9	253,0	325,3	392,0	498,1	551,4	577,1	601,4		
Patrimonio neto	51,1	81,9	84,5	93,5	101,9	112,4	124,5	142,0		
Minoritarios	0,2	0,3	0,4	4,0	2,1	2,1	2,1	2,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	8,2	13,7	30,7	39,2	52,3	52,3	52,3	52,3		
Otros pasivos no corrientes	20,2	18,5	17,3	19,9	18,5	18,5	18,5	18,5		
Deuda financiera neta	121,9	108,6	147,5	179,5	246,0	282,1	289,4	289,8		
Pasivo circulante	27,4	30,0	44,9	55,8	77,3	84,1	90,2	96,8		
Total pasivo	228,9	253,0	325,3	392,0	498,1	551,4	577,1	601,4		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	143,1	134,1	169,1	225,8	283,6	312,1	337,4	364,9	18,7%	8,8%
Cto.Total Ingresos	8,2%	-6,3%	26,1%	33,5%	25,6%	10,1%	8,1%	8,1%		
Coste de ventas	(40,2)	(42,2)	(60,1)	(80,6)	(105,5)	(115,6)	(125,4)	(134,4)		
Margen Bruto	102,9	91,9	109,0	145,2	178,1	196,5	212,0	230,4	14,7%	9,0%
Margen Bruto / Ingresos	71,9%	68,5%	64,4%	64,3%	62,8%	63,0%	62,8%	63,2%		
Gastos de personal	(39,5)	(35,8)	(43,1)	(52,7)	(68,0)	(72,6)	(77,6)	(83,0)		
Otros costes de explotación	(29,5)	(25,2)	(29,5)	(42,3)	(48,1)	(51,4)	(55,1)	(59,2)		
EBITDA recurrente	33,9	30,9	36,4	50,2	62,0	72,5	79,3	88,2	16,3%	12,5%
Cto.EBITDA recurrente	25,7%	-9,0%	18,0%	37,8%	23,6%	16,9%	9,3%	11,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	23,7%	23,0%	21,5%	22,2%	21,9%	23,2%	23,5%	24,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,1)	(1,0)	(0,7)	-	-	-	-	-		
EBITDA	32,8	29,8	35,7	50,2	62,0	72,5	79,3	88,2	17,3%	12,5%
Depreciación y provisiones	(21,7)	(20,6)	(20,0)	(26,9)	(33,4)	(42,4)	(46,5)	(48,4)		
Gastos capitalizados	7,7	6,3	7,2	8,0	10,0	10,7	10,0	10,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,9)	(8,1)	(12,1)	(14,3)	(16,2)	(16,2)	(16,2)	(16,2)		
EBIT	10,9	7,5	10,8	17,0	22,4	24,7	26,6	34,1	19,8%	15,0%
Cto.EBIT	25,9%	-30,8%	43,6%	56,8%	32,1%	10,2%	7,7%	28,2%		
EBIT / Ingresos	7,6%	5,6%	6,4%	7,5%	7,9%	7,9%	7,9%	9,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	0,8	-	-	-		
Resultado financiero neto	(13,0)	(7,0)	(7,5)	(9,6)	(16,3)	(17,3)	(16,9)	(14,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,7	0,3	0,2	(0,3)	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio ordinario	(1,4)	0,8	3,5	7,1	6,9	7,4	9,7	19,4	62,7%	40,9%
Cto.Beneficio ordinario	12,7%	161,2%	316,4%	101,8%	-2,5%	7,5%	30,9%	98,7%		
Extraordinarios	44,9	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	43,5	0,8	3,5	7,1	6,9	7,4	9,7	19,4	-36,8%	40,9%
Impuestos	(3,5)	0,3	(0,8)	0,8	2,1	3,0	2,4	(1,9)		
Tasa fiscal efectiva	8,0%	n.a.	23,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,0%		
Minoritarios	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	40,0	1,1	2,6	7,7	9,1	10,4	12,2	17,4	-31,0%	24,3%
Cto.Beneficio neto	n.a.	-97,1%	130,4%	193,1%	17,7%	14,8%	16,9%	43,0%		
Beneficio ordinario neto	(0,3)	1,9	3,2	6,9	6,9	7,4	9,7	17,4	n.a.	35,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	-128,6%	795,1%	70,3%	118,1%	0,8%	7,1%	30,9%	78,8%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						72,5	79,3	88,2	16,3%	12,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(6,7)	(6,7)	(6,7)		
Var.capital circulante						(1,7)	(2,9)	(2,8)		
Cash Flow operativo recurrente						64,2	69,6	78,7	27,1%	7,2%
CAPEX						(71,9)	(60,1)	(64,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(17,3)	(16,9)	(14,8)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(25,0)	(7,4)	(0,3)	-80,9%	80,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(11,0)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(36,0)	(7,4)	(0,3)	-34,8%	82,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						36,0	7,4	0,3		

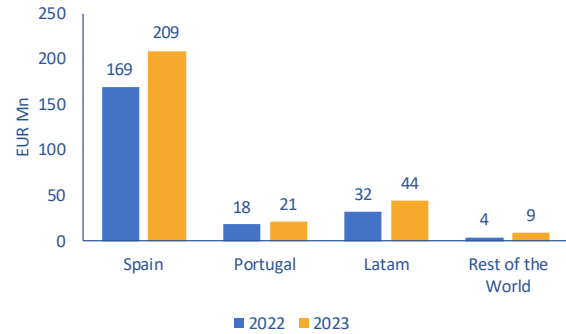


La compañía en 8 gráficos

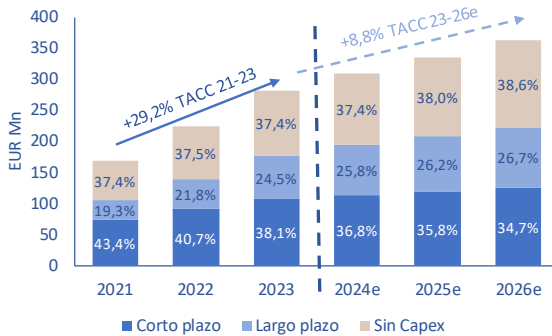
GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: los negocios rec. y sin Capex ya representan el 62% de las ventas



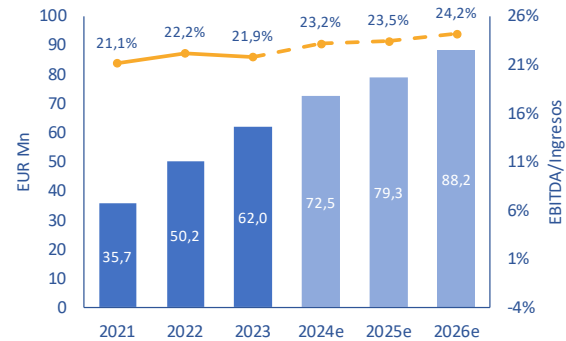
Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)



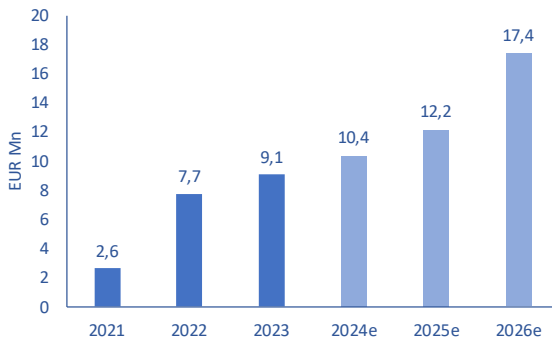
Los negocios recurrentes (I/p) y sin Capex serán los motores del crecimiento a m/p (+8,8% TACC 23-26e)



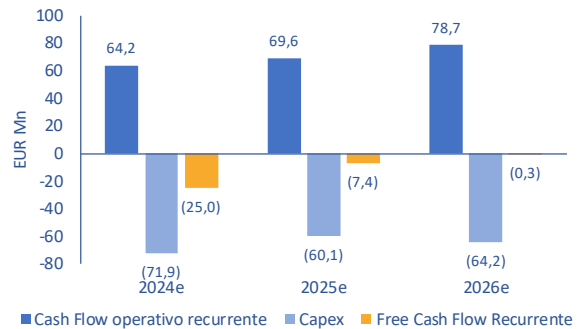
EBITDA 2023-2026e: +12% TACC (23-26e)



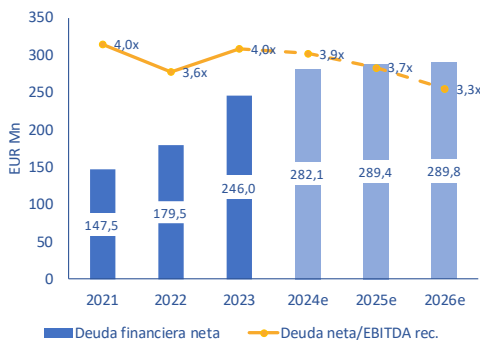
A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto



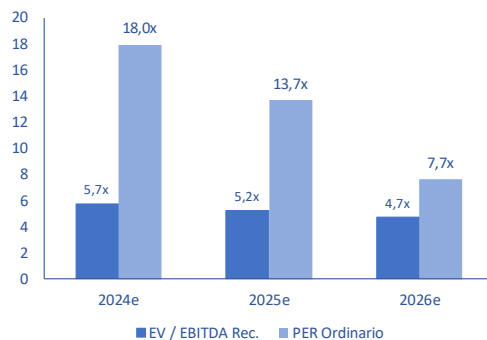
Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF



Y, pese al M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 4x DN/EBITDA



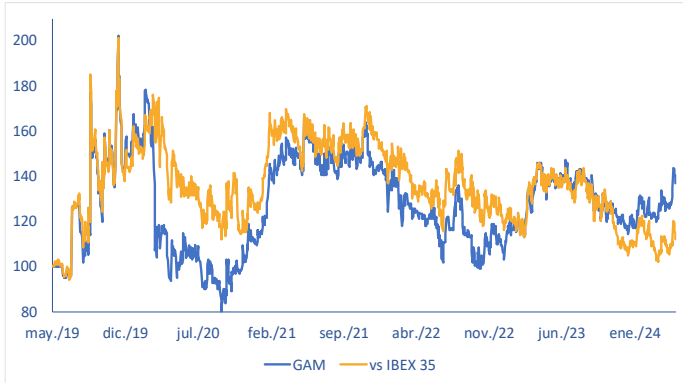
Todo ello, con unos múltiplos (objetivamente) bajos. EV/EBITDA 2026e 4,7x y PER 2026e 7,7x.



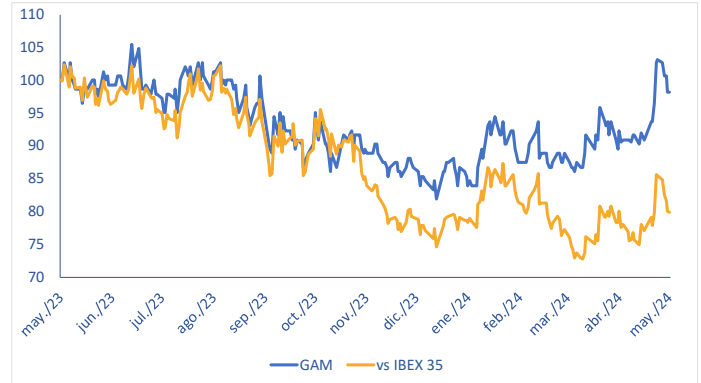


Evolución de la cotización

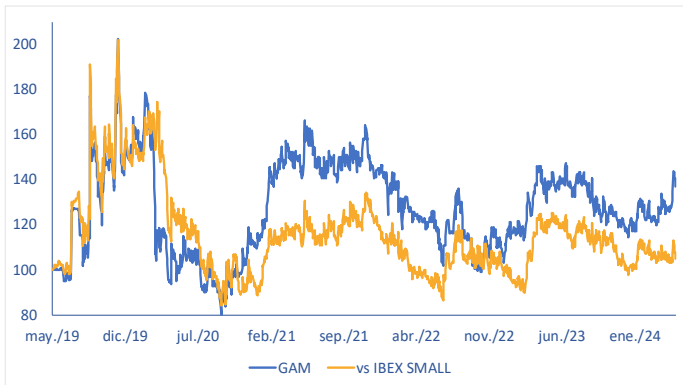
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



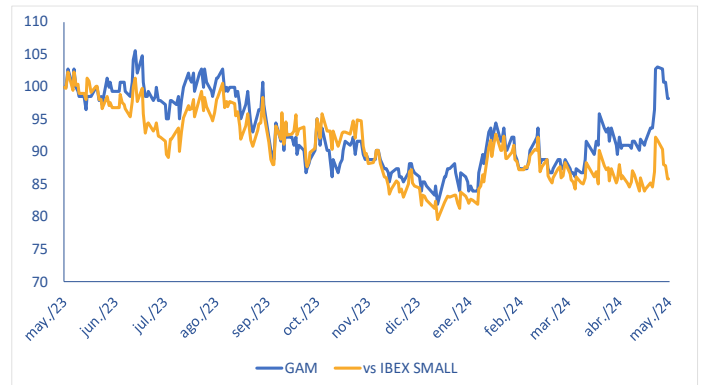
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



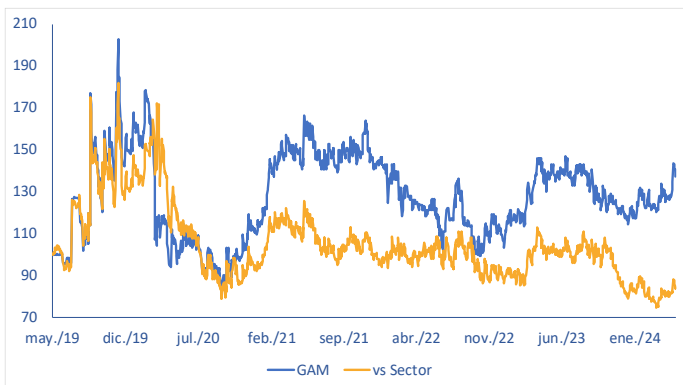
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



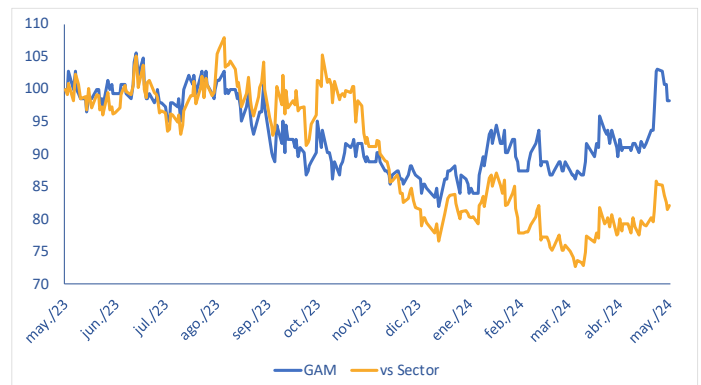
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	6,4	12,3	-1,7	19,9	-2,4	37,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,1	-2,0	-20,1	6,9	-21,1	12,3
vs Euro STOXX 50	3,2	5,7	-16,1	7,1	-22,8	-7,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-2,6	-1,8	-14,2	7,7	-4,6	5,2
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	0,8	4,0	-6,5	11,3	5,5	13,4
vs MSCI Europe Micro Cap	0,3	4,6	-4,5	13,5	19,7	14,3
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	2,5	5,3	-17,9	7,2	-20,7	-15,6

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



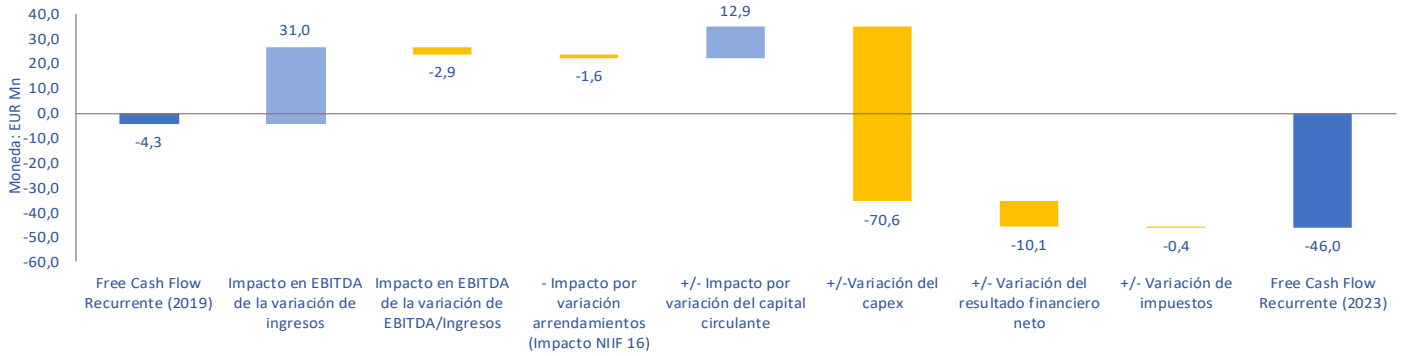
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	30,9	36,4	50,2	62,0	72,5	79,3	88,2	26,2%	12,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-9,0%	18,0%	37,8%	23,6%	16,9%	9,3%	11,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	23,0%	21,5%	22,2%	21,9%	23,2%	23,5%	24,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(4,7)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(6,7)	(6,7)	(6,7)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(5,8)	(10,9)	8,5	(1,7)	(2,9)	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	26,3	24,6	32,8	63,8	64,2	69,6	78,7	34,3%	7,2%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	7,8%	-6,5%	33,1%	94,6%	0,6%	8,5%	13,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	19,6%	14,6%	14,5%	22,5%	20,6%	20,6%	21,6%		
- CAPEX	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(71,9)	(60,1)	(64,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,7)	(4,5)	(9,6)	(15,5)	(17,3)	(16,9)	(14,8)		
- Impuestos	(0,7)	(0,9)	0,8	(1,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	(3,4)	(11,9)	(26,8)	(46,0)	(25,0)	(7,4)	(0,3)	n.a.	80,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	20,3%	-247,8%	-125,4%	-71,4%	45,6%	70,6%	95,5%		
<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	(1,0)	(0,7)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(5,6)	(8,7)	(6,2)	(19,9)	(11,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(10,1)	(21,3)	(33,0)	(65,9)	(36,0)	(7,4)	(0,3)	-86,9%	82,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-119,9%	-110,9%	-54,8%	-99,9%	45,4%	79,5%	95,5%		
<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) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(4,3)	(3,4)	(11,9)	(26,8)	(46,0)	(25,0)	(7,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(2,1)	8,1	12,2	12,8	6,2	5,9	6,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,9)	(2,5)	1,5	(1,0)	4,3	0,9	2,5		
= Variación EBITDA recurrente	(3,0)	5,6	13,8	11,8	10,5	6,7	9,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,3	(1,3)	(0,5)	(0,2)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,6	(6,0)	(5,1)	19,4	(10,1)	(1,3)	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,9	(1,7)	8,1	31,0	0,4	5,5	9,1		
+/- Variación del CAPEX	(0,7)	(8,7)	(19,7)	(41,5)	20,4	11,8	(4,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,2)	2,1	(5,1)	(5,9)	(1,7)	0,4	2,1		
+/- Variación de impuestos	0,8	(0,2)	1,7	(2,7)	1,9	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,9	(8,5)	(14,9)	(19,2)	21,0	17,7	7,0		
Free Cash Flow Recurrente	(3,4)	(11,9)	(26,8)	(46,0)	(25,0)	(7,4)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	7,5	10,8	17,0	22,4	24,7	26,6	34,1	43,8%	15,0%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	23,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(2,5)	-	-	-	-	(3,4)		
EBITDA recurrente	30,9	36,4	50,2	62,0	72,5	79,3	88,2	26,2%	12,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(4,7)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(6,7)	(6,7)	(6,7)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(5,8)	(10,9)	8,5	(1,7)	(2,9)	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	26,3	24,6	32,8	63,8	64,2	69,6	78,7	34,3%	7,2%
- CAPEX	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(71,9)	(60,1)	(64,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(2,5)	-	-	-	-	(3,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	3,9	(9,0)	(18,0)	(28,6)	(7,8)	9,5	11,0	n.a.	33,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	47,4%	-329,8%	-100,8%	-58,3%	72,9%	222,7%	16,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,8%	3,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(5,6)	(8,7)	(6,2)	(19,9)	(11,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,7)	(17,7)	(24,2)	(48,5)	(18,8)	9,5	11,0	n.a.	30,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-102,9%	-918,6%	-36,8%	-100,5%	61,3%	150,8%	16,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	0,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3%	2,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3%	2,7%		

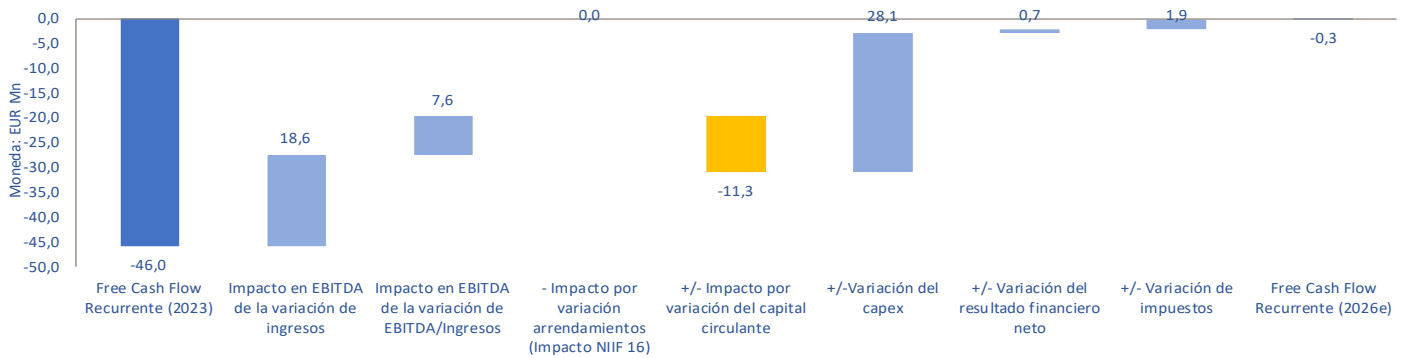


Analítica del Free Cash Flow (II)

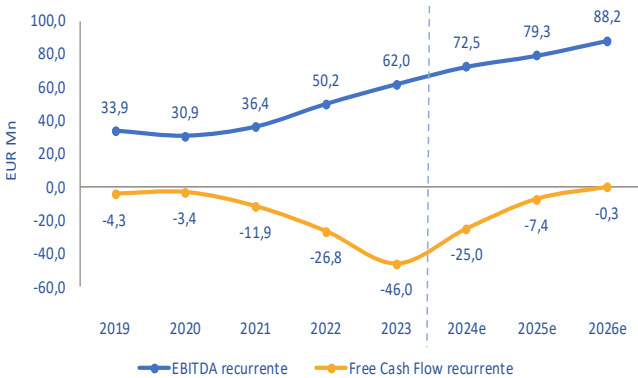
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



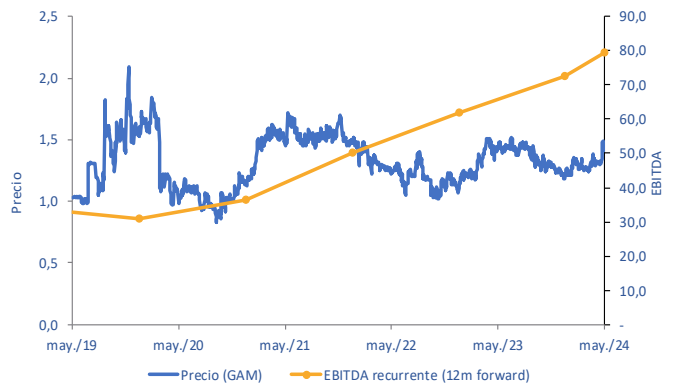
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(18,8)	9,5	11,0	162,4			
Market Cap	133,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	246,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			5,8%	6,3%	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			4,6%	5,0%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			1,1	1,3	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	35,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			9,3%	11,7%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	64,8%	D			=	=	
WACC	6,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,3%	7,4%	
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	133,9	
+ Minoritarios	2,1	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	35,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	246,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	2,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	415,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	6,2%	4,0%	3,6%	6,0%	6,3%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-0,5%	-0,3%			
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.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	25,8%	87,0	4,8x
Central	23,5%	79,3	5,2x
Min	21,2%	71,5	5,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	16,0%	17,8%		19,6%	Max	Central
87,0	6,5	0,4	(5,7)	4,8%	0,3%	n.a.	n.a.
79,3	(1,3)	(7,4)	(13,4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
71,5	(9,1)	(15,1)	(21,2)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	17,6%	19,6%	19,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,0%	2,5%	1,9%



Principales comparables 2024e

		Europa				USA						
		Ashtead	VP	Speedy Hire	HSS Hire	Average	United	Herc Rentals	H&E	Average	GAM	
		EUR Mn	Group	Group	Group	Group	Rentals	Rentals	Equipment S.	Group	Group	
Datos Mercado	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		29.429,7	311,8	153,1	80,7	41.988,5	4.061,7	1.644,7		133,9	
	Enterprise value (EV)		39.606,5	535,9	375,8	209,1	53.888,1	8.249,0	3.203,3		415,4	
Información financiera básica	Total Ingresos		10.577,0	454,5	513,5	405,6	13.962,5	3.184,1	1.432,9		312,1	
	Cto.Total Ingresos		5,9%	2,6%	4,7%	-0,5%	3,2%	6,0%	5,5%	6,1%	5,8%	10,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)		8,1%	n.a.	5,5%	3,6%	5,7%	4,8%	8,9%	4,4%	6,1%	8,1%
	EBITDA		4.841,3	132,8	122,2	68,0	6.578,8	1.436,9	653,2		72,5	
	Cto. EBITDA		6,9%	1,8%	8,8%	-0,7%	4,2%	7,8%	10,2%	3,3%	7,1%	16,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)		8,1%	n.a.	5,3%	3,4%	5,6%	4,8%	9,5%	6,5%	6,9%	10,3%
	EBITDA/Ingresos		45,8%	29,2%	23,8%	16,8%	28,9%	47,1%	45,1%	45,6%	45,9%	23,2%
	EBIT		2.674,7	59,8	38,1	21,1	3.881,4	695,2	257,6		24,7	
	Cto. EBIT		4,9%	3,5%	26,1%	-21,5%	3,3%	9,5%	14,0%	0,3%	8,0%	10,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)		10,4%	n.a.	32,0%	6,0%	16,2%	6,8%	11,7%	10,9%	9,8%	17,5%
	EBIT/Ingresos		25,3%	13,2%	7,4%	5,2%	12,8%	27,8%	21,8%	18,0%	22,5%	7,9%
	Beneficio Neto		1.622,7	35,0	17,2	7,6	2.496,3	365,3	144,0		10,4	
	Cto. Beneficio Neto		5,3%	6,6%	57,7%	53,5%	30,8%	12,0%	14,5%	-7,5%	6,3%	14,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)		12,8%	n.a.	32,7%	12,2%	19,2%	6,6%	14,7%	12,8%	11,4%	29,3%
CAPEX/Ventas		24,3%	11,7%	6,7%	14,0%	14,2%	21,1%	23,7%	31,5%	25,4%	23,0%	
Free Cash Flow		1.233,7	40,8	23,7	(4,9)	1.976,1	390,6	n.a.		(36,0)		
Deuda financiera Neta		8.763,5	167,4	172,6	111,2	10.603,3	3.381,0	1.527,5		282,1		
DN/EBITDA (x)		1,8	1,3	1,4	1,6	1,5	1,6	2,4	2,3	2,1	3,9	
Pay-out		26,8%	52,1%	67,9%	62,5%	52,3%	16,3%	12,7%	25,4%	18,1%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)		18,3	8,7	7,9	11,5	11,6	15,5	11,1	11,4	12,7	12,8
	P/BV (x)		4,4	1,5	0,7	0,4	1,7	5,1	n.a.	2,8	3,9	1,2
	EV/Ingresos (x)		3,7	1,2	0,7	0,5	1,5	3,9	2,6	2,2	2,9	1,3
	EV/EBITDA (x)		8,2	4,0	3,1	3,1	4,6	8,2	5,7	4,9	6,3	5,7
	EV/EBIT (x)		14,8	9,0	9,9	9,9	10,9	13,9	11,9	12,4	12,7	16,8
	ROE		24,1	16,8	8,5	3,4	13,2	32,7	n.a.	24,2	28,4	9,7
	FCF Yield (%)		4,2	13,1	15,5	n.a.	10,9	4,7	9,6	n.a.	7,2	n.a.
	DPA		0,99	0,46	0,02	0,01	0,37	5,95	1,63	1,01	2,86	0,00
Dvd Yield		1,5%	5,9%	7,2%	5,9%	5,1%	0,9%	1,1%	2,2%	1,4%	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).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC
Total Ingresos	120,8	103,9	105,1	105,2	116,4	132,0	143,1	134,1	169,1	225,8	283,6	312,1	337,4	364,9	8,9%
Cto. Total ingresos	-13,5%	-14,0%	1,2%	0,0%	10,7%	13,4%	8,4%	-6,3%	26,1%	33,5%	25,6%	10,1%	8,1%	8,1%	
EBITDA	5,0	4,8	6,1	14,1	22,4	31,9	32,8	29,8	35,7	50,2	62,0	72,5	79,3	88,2	28,7%
Cto. EBITDA	-54,6%	-4,1%	27,6%	133,2%	58,7%	42,1%	2,7%	-8,9%	19,8%	40,4%	23,6%	16,9%	9,3%	11,3%	12,5%
EBITDA/Ingresos	4,1%	4,6%	5,8%	13,4%	19,3%	24,2%	22,9%	22,2%	21,1%	22,2%	21,9%	23,2%	23,5%	24,2%	
Beneficio neto	(17,1)	(28,3)	(5,8)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	2,6	7,7	9,1	10,4	12,2	17,4	9,7%
Cto. Beneficio neto	72,2%	-65,7%	79,4%	-91,5%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	130,4%	193,1%	17,7%	14,8%	16,9%	43,0%	24,3%
Nº Acciones Ajustado (Mn)	6,5	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,2	94,2	94,6	94,6	94,6	
BPA (EUR)	-2,64	-1,16	-0,13	-0,26	-0,18	-0,11	0,60	0,01	0,03	0,08	0,10	0,11	0,13	0,18	7,4%
Cto. BPA	74,7%	56,2%	88,4%	-90,8%	30,5%	36,9%	n.a.	-98,0%	n.a.	n.a.	17,7%	14,4%	16,9%	43,0%	24,1%
BPA ord. (EUR)	-2,64	-1,16	-0,13	-0,26	-0,18	-0,11	0,00	0,02	0,03	0,07	0,07	0,08	0,10	0,18	7,3%
Cto. BPA ord.	74,7%	56,2%	88,4%	-90,8%	30,5%	36,9%	96,4%	n.a.	70,4%	n.a.	0,8%	6,7%	30,9%	78,8%	35,7%
CAPEX	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(71,9)	(60,1)	(64,2)	
CAPEX/Vtas %	0,2%	0,2%	22,6%	29,8%	19,7%	18,8%	15,2%	16,7%	18,4%	22,5%	32,6%	23,0%	17,8%	17,6%	
Free Cash Flow	38,4	16,5	(2,6)	(14,2)	11,4	9,2	50,8	(10,1)	(21,3)	(33,0)	(65,9)	(36,0)	(7,4)	(0,3)	-14,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	27,1x	12,3x	7,8x	5,9x	3,7x	3,6x	4,1x	3,6x	4,0x	3,9x	3,7x	3,3x	82,9%
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,5x	94,4x	53,7x	13,0x	12,3x	12,8x	11,0x	7,7x	
EV/Vtas (x)	2,65x	2,64x	2,32x	2,54x	1,98x	1,74x	1,59x	1,69x	1,87x	1,41x	1,45x	1,33x	1,23x	1,14x	
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	40,2x	18,9x	10,3x	7,2x	6,9x	7,6x	8,8x	6,3x	6,6x	5,7x	5,2x	4,7x	
Comport. Absoluto	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	31,1%	-28,8%	10,8%	19,9%			
Comport. Relativo vs Ibex 35	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	-11,9%	21,5%	-24,6%	-9,7%	6,9%			

- (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).

Iflex, es una compañía familiar fundada en 1998. Experta en soluciones personalizadas de embalaje flexible (impresión en huecograbado), para confeccionar bolsas, sticks, tapas, etiquetas envolventes...El 78% de las ventas en 2023 se generaron en España. Tiene tres líneas de negocio: (i) alimentación (62% de las ventas 2023), (ii) farmacia/ cosmética (19%) y (iii) otros (19%). Cotiza en BME Growth desde noviembre 2023.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,0	9,8
EV (Mn EUR y USD)	12,1	13,2
Número de Acciones (Mn)	6,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,26 / 1,70 / 1,48	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	5,7	
Factset / Bloomberg	IFLEX-ES / IFLEX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

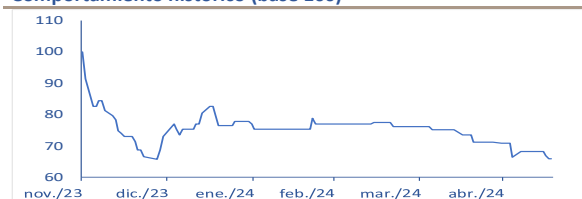
Familia Puig	76,0
Miquel Angel Bonachera Sierra	1,4
Sergi Audivert Brugué	1,4
Autocarera	1,4
Free Float	19,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,3	6,0	6,0	6,0
Total Ingresos	14,0	14,9	15,8	16,6
EBITDA Rec.	1,8	2,0	2,2	2,5
% Var.	4,1	10,6	9,8	10,7
% EBITDA Rec./Ing.	13,2	13,7	14,2	15,0
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	9,2	12,6	9,7	8,4
Beneficio neto	0,9	1,2	1,4	1,6
BPA (EUR)	0,16	0,20	0,23	0,27
% Var.	-6,3	20,8	16,4	16,8
BPA ord. (EUR)	0,18	0,20	0,23	0,27
% Var.	-0,2	6,6	16,4	16,8
Free Cash Flow Rec.	0,4	0,9	1,2	1,4
Pay-out (%)	50,0	50,0	50,0	50,0
DPA (EUR)	0,08	0,10	0,11	0,13
Deuda financiera neta	3,4	2,9	2,3	1,5
DN / EBITDA Rec.(x)	1,8	1,4	1,0	0,6
ROE (%)	31,1	28,5	27,8	27,4
ROCE (%)	16,0	18,8	20,5	22,6

Ratios y Múltiplos (x)

PER	9,1	7,6	6,5	5,6
PER Ordinario	8,1	7,6	6,5	5,6
P/BV	2,4	2,0	1,7	1,4
Dividend Yield (%)	5,5	6,6	7,7	9,0
EV/Ventas	0,86	0,81	0,77	0,73
EV/EBITDA Rec.	6,6	5,9	5,4	4,9
EV/EBIT	10,0	8,0	7,0	6,2
FCF Yield (%)	4,6	9,6	12,9	15,5

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-10,2	-12,4	n.a.	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 2024E?

2023 confirmó el salto de escala (orgánico) logrado en 2022. IFLEX cerró 2023 con unos ingresos de EUR 14,0Mn (vs EUR 13,7Mn en 2022). Consolidando el fuerte salto logrado orgánicamente en 2022 (+48% vs 2021). El EBITDA Rec. se situó en EUR 1,8Mn (+4% vs 2022).

Estimamos un EBITDA Rec. de EUR 2,0Mn en 2024e... gracias a la mejora del margen bruto ya vista en 2023 (+3,9p.p. vs 2022; por la caída del precio de las materias primas) y a la reducción del peso de los costes de estructura, situando el EBITDA Rec. 2024e en EUR 2,0Mn (vs EUR 1,8Mn en 2023).

... que permitirá reducir la deuda neta hasta EUR 2,9Mn. La mejora del EBITDA Rec. y un CAPEX de c.EUR 0,5Mn situaría el FCF Recurrente en 2024e en EUR 0,9Mn (FCF Yield del 9,6% vs 4,6% en 2023). Además, estimamos un dividendo de EUR 0,4Mn (Dividend Yield de 6,6% vs 5,5% en 2023).

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

Exposición a mercados anticíclicos/defensivos. La exposición al sector de alimentación no discrecional y al sector farma concede un perfil resiliente a IFLEX (puesto en práctica y probado en 2020). En 2023, el 62% de las ventas procedieron de la línea de negocio de alimentación y el 19% de farma/cosmética.

Diversificación por gama de productos, que incluye soluciones reciclables y compostables (soluciones biodegradables), que reducen la contaminación y fomentan la sostenibilidad. Es decir, su apuesta por esta "tecnología" ganadora en la transformación de la industria del plástico parece la correcta. Beneficiándose del viento regulatorio favorable al reciclaje y la economía circular.

Con un reparto estable de dividendos. Sujeto siempre a su política de inversiones. En los años que deba realizar inversiones importantes en CAPEX, el pay out quedará limitado a un máximo del 20%. En el caso contrario, el pay out podría alcanzar hasta el 60%. Estimamos un dividendo de 0,4Mn en 2024e (Dividend yield del 6,6%).

2024e-2026e: crecimiento estable en ingresos y márgenes. Lo visto en 2023 resuelve la única incógnita: el crecimiento en ingresos. Para los próximos años esperamos un crecimiento sostenido en ingresos (+5,5%TACC 2024e-2026e) hasta EUR 16,6Mn y en EBITDA Rec. hasta EUR 2,5Mn en 2026e. Todo ello con un modelo de bajo riesgo: balance poco apalancado, vinculación a sectores defensivos, integración vertical y bajo riesgo regulatorio.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Bajas barreras de entrada que incentivan la competencia en el segmento en el que opera la compañía, facilitando la entrada de competidores. Además, el sector se encuentra muy fragmentado, por lo que previsiblemente habrá una tendencia a la concentración (caldo de cultivo de M&A).

Alta concentración de la actividad en España. Las ventas procedentes de la actividad generada en España supusieron c.78% en el 2023. Una ralentización en la economía española o del sector en España podría tener un impacto significativo en el negocio.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Cotizando a múltiplos atractivos. La fuerte caída del precio de la acción (-34%) desde el primer día de cotización (30/11/2023), hace que nuestras estimaciones 2024e estén cotizando a múltiplo EV/EBITDA Rec. y PER ordinario de 5,9x y 7,6x, respectivamente. En un P/L de gran simplicidad el PER (-50% vs sector) es el mejor indicador del potencial de valor. Y deja entrever una idea de inversión con amplio margen de seguridad. Con un diferencial positivo ROCE vs WACC de c.9p.p.



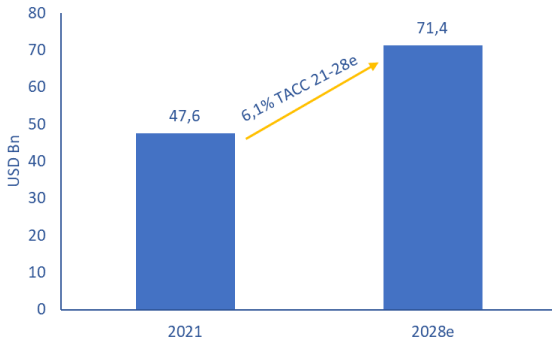
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Inmovilizado material	4,6	4,8	4,1	3,9	4,2	4,2	4,3	4,3		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	0,5	0,5	0,5	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	3,3	3,3	5,2	4,9	4,7	5,2	5,5	5,7		
Total activo	8,5	8,6	9,8	9,1	9,6	10,0	10,3	10,6		
Patrimonio neto	2,1	2,2	2,0	1,8	3,8	4,5	5,4	6,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Deuda financiera neta	5,0	4,8	5,2	4,6	3,4	2,9	2,3	1,5		
Pasivo circulante	1,1	1,3	2,0	2,2	1,9	2,0	2,1	2,2		
Total pasivo	8,5	8,6	9,8	9,1	9,6	10,0	10,3	10,6		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	7,6	8,6	9,2	13,7	14,0	14,9	15,8	16,6	16,6%	5,7%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>5,4%</i>	<i>13,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>48,3%</i>	<i>2,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,0%</i>		
Coste de ventas	(4,1)	(4,7)	(5,2)	(7,7)	(7,4)	(7,8)	(8,3)	(8,7)		
Margen Bruto	3,5	3,9	4,0	5,9	6,6	7,0	7,5	7,8	17,1%	5,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>46,6%</i>	<i>45,7%</i>	<i>43,1%</i>	<i>43,5%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,3%</i>	<i>47,3%</i>		
Gastos de personal	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(2,1)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,0)		
Otros costes de explotación	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,3)	(2,4)		
EBITDA recurrente	0,7	0,7	0,6	1,8	1,8	2,0	2,2	2,5	28,9%	10,4%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>44,0%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>176,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>10,6%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
EBITDA	0,7	0,7	0,6	1,7	1,7	2,0	2,2	2,5	26,6%	13,1%
Depreciación y provisiones	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	0,3	0,3	0,2	1,3	1,2	1,5	1,7	2,0	38,1%	17,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>29,6%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-29,5%</i>	<i>512,2%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>25,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,2%</i>	<i>9,2%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,2	0,2	0,1	1,1	1,0	1,4	1,6	1,8	44,6%	23,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>89,7%</i>	<i>-18,7%</i>	<i>-54,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-10,9%</i>	<i>37,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,8%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,2	0,2	0,1	1,1	1,0	1,4	1,6	1,8	44,6%	23,2%
Impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>29,3%</i>	<i>28,2%</i>	<i>26,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,3%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,2	0,1	0,1	0,9	0,9	1,2	1,4	1,6	52,7%	23,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>93,7%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-3,8%</i>	<i>37,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,8%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,2	0,1	0,1	1,0	1,0	1,2	1,4	1,6	57,5%	18,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>91,5%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,4%</i>	<i>21,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,8%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						2,0	2,2	2,5	28,9%	10,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,3)	(0,2)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						1,7	2,0	2,3	<i>n.a.</i>	10,7%
CAPEX						(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						0,9	1,2	1,4	27,0%	50,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						0,9	1,2	1,4	42,9%	<i>n.a.</i>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,4)	(0,5)	(0,6)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,4)	(0,7)	(0,8)		

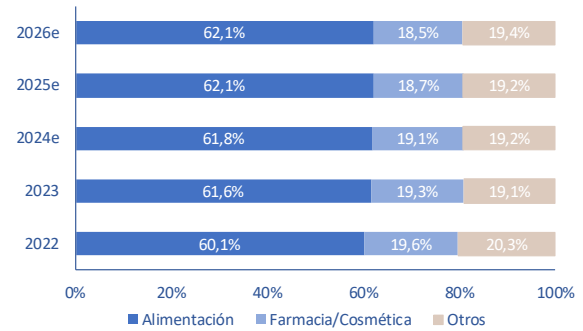


La compañía en 8 gráficos

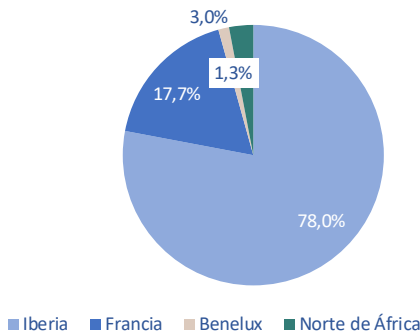
El mercado de packaging flexible a nivel europeo se espera que crezca a una TACC 21-28e del 6,1%



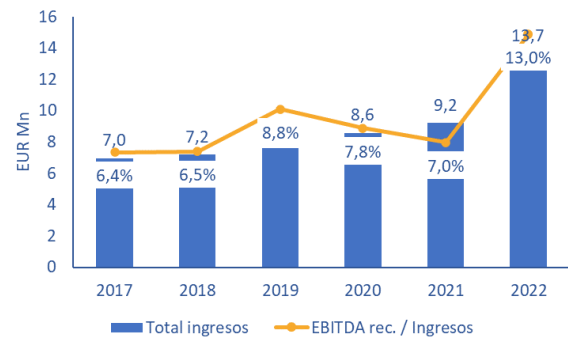
IFLEX: un negocio integrado verticalmente y con exposición a sectores defensivos/anticíclicos ...



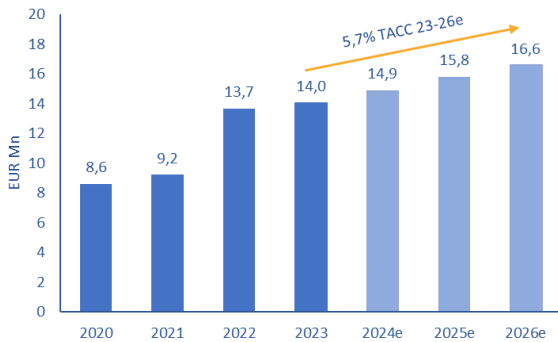
...y presencia internacional (e intención de reforzarla). En 2023 las ventas en España representaron el 78%



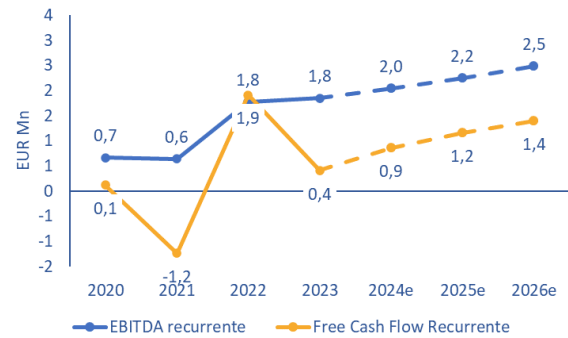
2017 - 2021 crece de forma sostenida, pero en 2022, logra un salto de escala orgánico en ingresos (+48%) y EBITDA Rec. (+6p.p.) ...



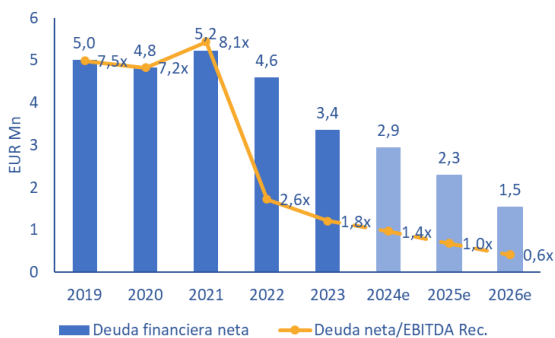
... que cambia el perfil de la compañía. Y que es el equity story de IFLEX: la consolidación del salto logrado en 2022



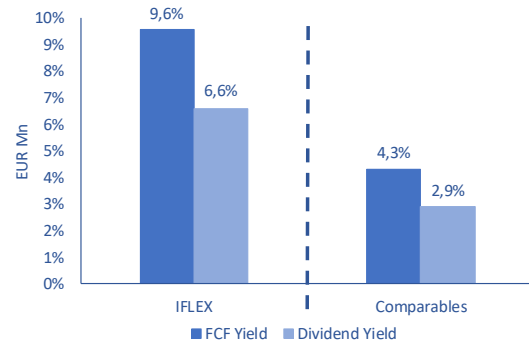
Empujando el margen EBITDA Rec. hasta el 15% en 2026e y su correspondiente impacto en la generación de FCF Rec



Que permite a IFLEX iniciar una política de reparto de dividendos y reducir el endeudamiento



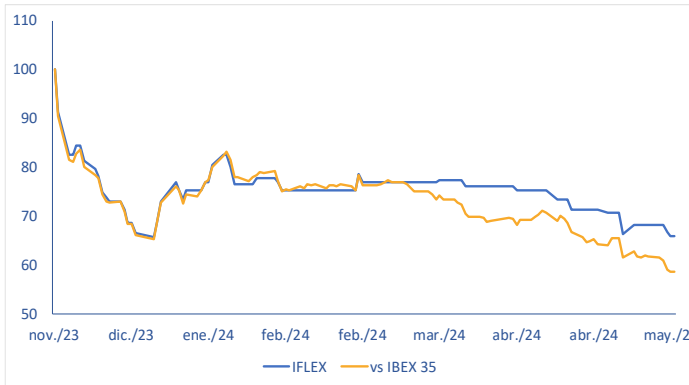
Cotizando a múltiplos atractivos, FCF Yield 2024e de 9,6% vs 4,3% de los comparables cotizados



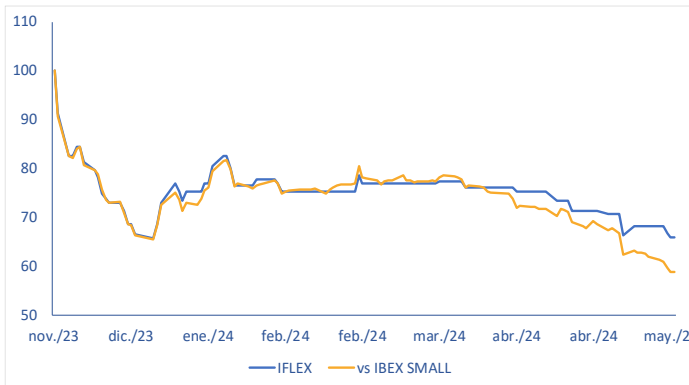


Evolución de la cotización

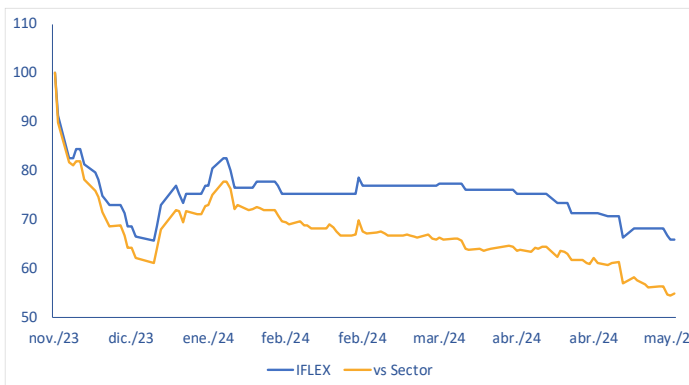
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



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

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-10,2	-12,4	n.a.	-9,8	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-15,7	-23,5	n.a.	-19,5	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-12,9	-17,5	n.a.	-19,4	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-17,8	-23,3	n.a.	-18,9	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-14,9	-18,9	n.a.	-16,3	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-15,4	-18,4	n.a.	-14,6	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	-13,5	-17,8	n.a.	-19,3	n.a.	n.a.

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



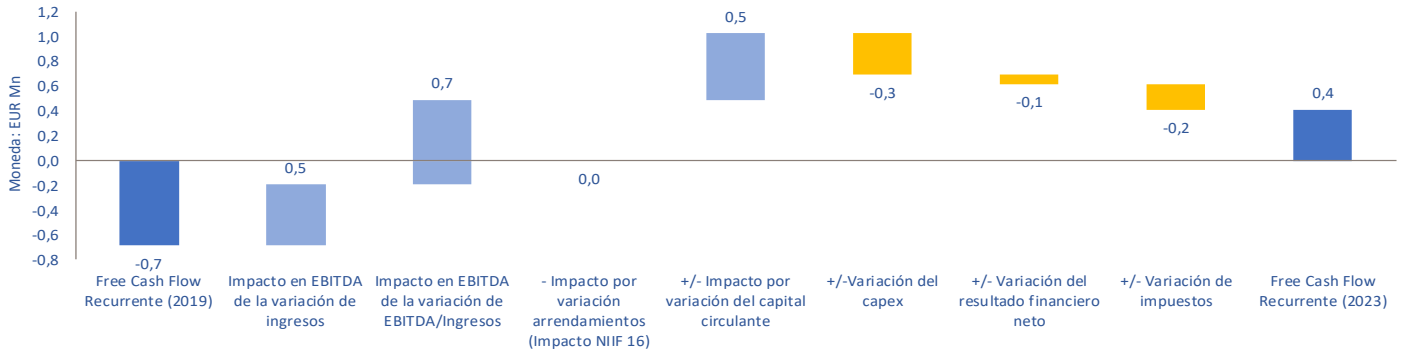
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	0,7	0,6	1,8	1,8	2,0	2,2	2,5	40,5%	10,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-0,5%	-3,7%	176,9%	4,1%	10,6%	9,8%	10,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	7,8%	7,0%	13,0%	13,2%	13,7%	14,2%	15,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(1,2)	0,5	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,8	(0,6)	2,3	1,7	1,7	2,0	2,3	27,2%	10,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	-171,7%	485,8%	-25,5%	0,2%	19,8%	12,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	9,6%	<i>n.a.</i>	16,8%	12,2%	11,5%	13,0%	14,0%		
- CAPEX	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,1)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	0,1	(1,2)	1,9	0,4	0,9	1,2	1,4	50,0%	50,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	117,8%	<i>n.a.</i>	254,8%	-78,5%	109,6%	35,2%	20,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,4%	<i>n.a.</i>	14,0%	2,9%	5,8%	7,4%	8,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	0,7	0,1	(0,3)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,2	(0,5)	2,0	(0,1)	0,9	1,2	1,4	-35,1%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	122,9%	-426,2%	516,5%	-103,4%	<i>n.a.</i>	35,2%	20,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,4%	<i>n.a.</i>	21,2%	4,6%	9,6%	12,9%	15,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,7%	<i>n.a.</i>	22,7%	<i>n.a.</i>	9,6%	12,9%	15,5%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,7)	0,1	(1,2)	1,9	0,4	0,9	1,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,1)	(0,1)	0,8	0,0	0,1	0,1	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	(0,0)	(0,0)	1,1	0,1	0,2	0,2	0,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,8	(1,4)	1,8	(0,7)	(0,2)	0,1	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,8	(1,4)	2,9	(0,6)	0,0	0,3	0,3		
+/- Variación del CAPEX	-	0,0	0,3	(0,6)	0,4	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	0,1	-	(0,2)	0,1	(0,0)	(0,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,8	(1,4)	3,1	(1,5)	0,5	0,3	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	0,1	(1,2)	1,9	0,4	0,9	1,2	1,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,3	0,2	1,3	1,2	1,5	1,7	2,0	61,2%	17,2%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	28,2%	26,1%	18,7%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBITDA recurrente	0,7	0,6	1,8	1,8	2,0	2,2	2,5	40,5%	10,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(1,2)	0,5	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,8	(0,6)	2,3	1,7	1,7	2,0	2,3	27,2%	10,7%
- CAPEX	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,2	(1,2)	1,8	0,7	1,0	1,3	1,5	49,2%	29,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	131,9%	-666,4%	254,7%	-62,1%	46,6%	28,2%	16,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,4%	<i>n.a.</i>	13,2%	4,9%	6,7%	8,2%	9,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	0,7	0,1	(0,3)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	0,2	(0,4)	1,9	0,4	1,0	1,3	1,5	19,2%	55,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	138,1%	-280,3%	557,8%	-79,5%	152,7%	28,2%	16,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,7%	<i>n.a.</i>	14,9%	5,7%	8,3%	10,6%	12,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,9%	<i>n.a.</i>	16,0%	3,3%	8,3%	10,6%	12,3%		

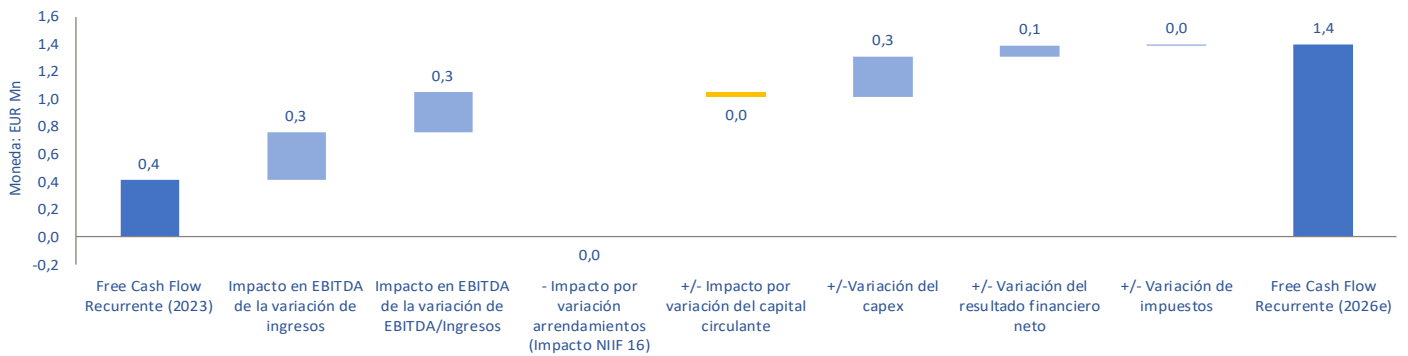


Analítica del Free Cash Flow (II)

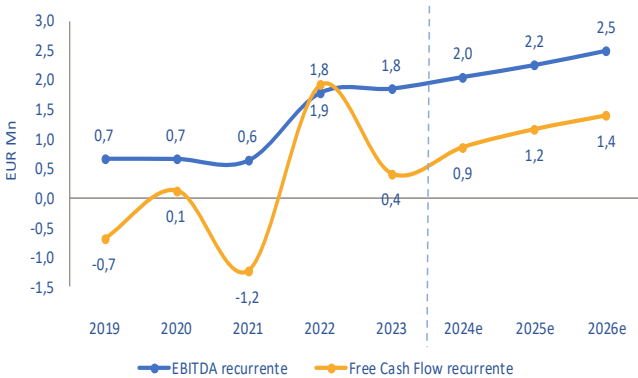
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



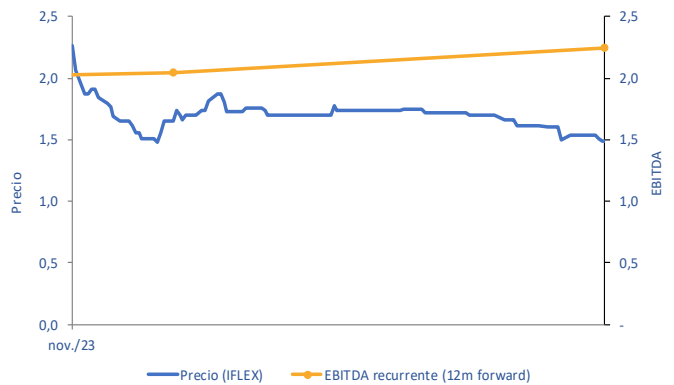
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	1,0	1,3	1,5	19,8		
Market Cap	9,0	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	3,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)				
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			5,8%	6,3%
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			4,6%	5,0%
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			5,5%	6,5%
Coste del Equity	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			1,1	1,3
Equity / (Equity + Deuda Neta)	72,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			9,3%	11,7%
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	27,2%	D			=	=
WACC	8,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	9,9%
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	9,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	3,4	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	12,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	3,7%	3,2%	2,2%	15,1%	16,0%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	7,1%	13,7%			
FCF Yield - WACC	-4,4%	6,6%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	15,6%	2,5	4,9x
Central	14,2%	2,2	5,4x
Min	12,8%	2,0	6,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	3,1%	3,5%		3,9%	Max	Central
2,5	1,4	1,4	1,3	Max	16,1%	15,4%	14,7%
2,2	1,2	1,2	1,1	Central	13,6%	12,9%	12,2%
2,0	1,0	0,9	0,9	Min	11,2%	10,5%	9,8%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	n.a.	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	n.a.	66,7%	66,7%
% 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%	11,1%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	31,7%	35,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	n.a.	1,9%



Principales comparables 2024e

Packaging

	EUR Mn	Amcor	Huhtamaki	Alulflexpack	Mondi	Average	IFLEX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AMCR-US	HUH1V-FI	AFP-CH	MNDI-GB		IFLEX-ES
	País	UK	Finland	Switzerland	UK		Spain
	Market cap	13.648,1	4.023,8	267,4	8.202,3		9,0
	Enterprise value (EV)	20.321,7	5.270,0	410,7	9.055,8		12,1
Información financiera básica	Total Ingresos	12.773,7	4.223,0	391,2	7.453,5		14,9
	Cto. Total Ingresos	-5,5%	1,3%	4,4%	0,1%	0,1%	6,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,7%	4,5%	8,1%	6,3%	5,4%	5,5%
	EBITDA	1.812,8	633,6	52,9	1.156,4		2,0
	Cto. EBITDA	1,1%	6,0%	74,6%	-5,2%	19,1%	19,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,0%	5,8%	-41,4%	16,0%	-3,9%	10,2%
	EBITDA/Ingresos	14,2%	15,0%	13,5%	15,5%	14,6%	13,7%
	EBIT	1.437,1	415,5	34,0	730,2		1,5
	Cto. EBIT	13,4%	16,2%	783,0%	-9,3%	200,8%	25,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,9%	6,1%	-41,4%	22,9%	-2,1%	13,4%
	EBIT/Ingresos	11,3%	9,8%	8,7%	9,8%	9,9%	10,2%
	Beneficio Neto	929,8	238,8	16,7	475,8		1,2
	Cto. Beneficio Neto	-3,5%	15,8%	61,2%	-6,7%	16,7%	37,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,9%	12,7%	-69,4%	25,3%	-6,6%	16,6%
	CAPEX/Ventas	3,7%	6,7%	5,0%	10,3%	6,4%	3,5%
Free Cash Flow	818,1	180,1	12,6	173,9		0,9	
Deuda financiera Neta	5.702,0	1.253,8	149,4	1.423,4		2,9	
DN/EBITDA (x)	3,1	2,0	2,8	1,2	2,3	1,4	
Pay-out	73,3%	48,7%	0,0%	63,4%	46,3%	50,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,7	15,4	16,1	17,4	15,9	7,6
	P/BV (x)	3,6	2,0	1,3	1,7	2,1	2,0
	EV/Ingresos (x)	1,6	1,2	1,0	1,2	1,3	0,8
	EV/EBITDA (x)	11,2	8,3	7,8	7,8	8,8	5,9
	EV/EBIT (x)	14,1	12,7	12,1	12,4	12,8	8,0
	ROE	24,6	13,0	7,9	9,5	13,7	28,5
	FCF Yield (%)	6,0	4,5	4,7	2,1	4,3	9,6
	DPA	0,46	1,11	0,00	0,68	0,57	0,10
Dvd Yield	4,9%	3,0%	0,0%	3,7%	2,9%	6,6%	

(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).

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. 69% del capital.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Los resultados 1T24 confirman el despegue del negocio promotor con ingresos consolidados de EUR 36,2Mn (+120,7% vs 1T23). Se entregaron 69 viviendas (vs 57 en 1T23). Las JVs impulsan el negocio constructor (EUR 5,6Mn; vs EUR 2,1Mn en 1T23).

La cartera de preventas “da alas” a la aceleración en el número de entregas. Los próximos años son claves para cumplir el plan estratégico 21-25 (2.500 entregas hasta 2025e). Para 2024e, esperamos 525 entregas residenciales. Lo que implica ingresos consolidados de EUR 168,1Mn (+40,4% vs 2023) y EBITDA de EUR 29,9Mn (+34,3% vs 2023).

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

Presencia en Andalucía y Madrid. ISUR centra su actividad en Sevilla (59% GAV) y Madrid (23% GAV). Ambas ciudades con perspectivas positivas de crecimiento económico. Además, el 15% del GAV promocional se sitúa en Málaga (PIB 2023: +3% vs 2022; zona de alta demanda).

Negocio “híbrido” con exposición al sector promotor y patrimonial. ISUR es una inmobiliaria de pequeño tamaño con un modelo de negocio que combina el negocio promotor (residencial y terciario, 45% GAV) con su cartera patrimonialista (principalmente oficinas, 55% GAV). La exposición al sector promotor (más cíclico) es compensada con una mayor recurrencia y menor riesgo del negocio patrimonial.

Cartera patrimonial con alta rentabilidad. Conformada principalmente por oficinas (82% GAV). La ocupación en 1T24se situó en 88,7% (+1 p.p. vs 2023). Yield del 5,2% y un Mg. EBITDA c. 76%.

La cartera de preventas y el incremento de JVs “anticipa” una aceleración del negocio promotor... ISUR cuenta con un banco de suelo para >3.800 viviendas (48% ya vendidas). Las preventas acumuladas (747 uds.) y las unidades en construcción (1375 uds.) se sitúan en máximos históricos. El aumento de JVs permite asumir más proyectos, diversificar riesgo e impulsar las líneas de negocio complementarias (construcción y gestión).

...a lo que se suma el crecimiento en la promoción terciaria, con 6 proyectos en desarrollo: dos edificios de oficinas en Málaga (c. EUR 50Mn ingresos en 2025e), un edificio de oficinas en Madrid (formará parte de la cartera patrimonial en 2026e), y tres proyectos en fases iniciales: (i) un campus en Madrid, (ii) un hotel en Cádiz y (iii) un edificio de uso turístico en Sevilla.

Ante un auténtico “salto” en 2024e-2025e. Nuestro escenario central hoy apunta a un crecimiento en ingresos consolidados hasta los EUR 244,1Mn en 2025e (+42,7% TACC 2023-25e) impulsados por el negocio promocional y que se traducirían en un EBITDA de EUR 46,5Mn (> 2x EBITDA 2023).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

El apalancamiento (LTV) se situó en 39,8% en 1T24 (en línea con los comparables). La inversión necesaria para compra de suelo y desarrollar viviendas aumentará el endeudamiento > 40% en 2024e.

Retraso en las entregas. Nuestras estimaciones apuntan a una aceleración en las entregas en 2024e y 2025e. Cualquier retraso en los proyectos (permisos, obras, entregas, etc) supone un riesgo sobre nuestras estimaciones.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

¿Un despegue de ingresos latente (aún) no cotizado? El catalizador a m/p es la materialización de las entregas que confirme el salto de tamaño e impulse la generación de caja y dividendo (Dividend Yield 25e: 8,2%). La compañía cotiza con un descuento del c.60% vs NAV y múltiplos 2024e por encima de sector (P/BV 1,0x y PER 12,9x vs 0,8x y 7,6x de sus comparables, respectivamente). Aunque el esperado salto en tamaño provocado por el plan de entregas llevaría el PER 2025e a c.6x, señalando una reserva de valor latente y que debería empezar a cotizar ya en 2024.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	149,4	162,4
EV (Mn EUR y USD)	389,2	423,2
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,05 / 7,08 / 6,59	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	2,8	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	68,9
Free Float	31,1

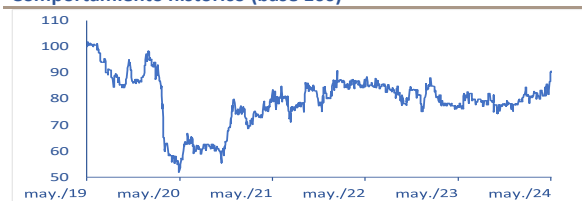
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,7	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	119,8	168,1	244,1	147,0
EBITDA Rec.	22,3	29,9	46,5	28,2
% Var.	6,9	34,3	55,3	-39,4
% EBITDA Rec./Ing.	18,6	17,8	19,1	19,2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	5,5	11,2	6,2	5,8
Beneficio neto	11,3	11,6	25,4	12,8
BPA (EUR)	0,61	0,62	1,36	0,69
% Var.	-25,5	2,8	118,6	-49,5
BPA ord. (EUR)	0,35	0,62	1,36	0,69
% Var.	-24,1	77,1	118,6	-49,5
Free Cash Flow Rec.	-11,2	-12,8	60,0	63,6
Pay-out (%)	52,8	48,0	48,0	48,0
DPA (EUR)	0,32	0,30	0,65	0,33
Deuda financiera neta	242,5	261,3	206,8	155,5
DN / EBITDA Rec.(x)	10,9	8,7	4,4	5,5
ROE (%)	8,0	7,8	15,7	7,5
ROCE (%)	4,8	4,7	7,9	5,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	13,2	12,9	5,9	11,6
PER Ordinario	22,8	12,9	5,9	11,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9
Dividend Yield (%)	4,0	3,7	8,2	4,1
EV/Ventas	3,25	2,31	1,59	2,65
EV/EBITDA Rec.	17,4	13,0	8,4	13,8
EV/EBIT	16,4	15,4	9,3	16,4
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	40,2	42,6

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	11,1	11,1	16,7	-9,9

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



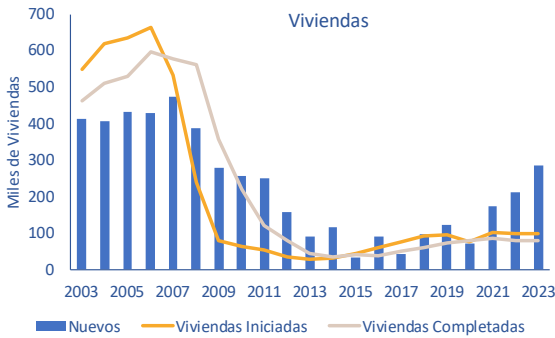
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado material	146,7	216,0	216,9	216,2	206,6	202,2	198,1	193,9		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	1,8	1,2	0,5	0,3	-	-	-	-		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	263,5	196,9	185,2	250,1	285,2	333,1	328,8	245,4		
Total activo	412,1	414,1	402,6	466,6	491,8	535,4	526,9	439,3		
Patrimonio neto	107,2	122,3	128,3	137,3	145,7	151,3	171,2	171,8		
Minoritarios	-	3,2	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	196,4	208,9	198,0	239,9	242,5	261,3	206,8	155,5		
Pasivo circulante	108,4	79,7	73,1	86,3	100,4	119,5	145,7	108,9		
Total pasivo	412,1	414,1	402,6	466,6	491,8	535,4	526,9	439,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	20-23	23-26e
Total Ingresos	122,8	132,7	125,2	117,8	119,8	168,1	244,1	147,0	-3,4%	7,1%
Cto.Total Ingresos	7,8%	8,1%	-5,7%	-5,9%	1,7%	40,4%	45,2%	-39,8%		
Coste de ventas	(47,2)	(73,2)	(63,8)	(64,3)	(66,1)	(94,5)	(136,3)	(82,5)		
Margen Bruto	75,6	59,6	61,3	53,5	53,7	73,6	107,8	64,5	-3,4%	6,3%
Margen Bruto / Ingresos	61,6%	44,9%	49,0%	45,4%	44,8%	43,8%	44,2%	43,9%		
Gastos de personal	(9,7)	(9,0)	(9,1)	(11,1)	(12,6)	(13,6)	(14,7)	(15,2)		
Otros costes de explotación	(43,5)	(26,0)	(29,8)	(21,5)	(18,8)	(30,1)	(46,6)	(21,1)		
EBITDA recurrente	22,4	24,5	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	-3,1%	8,1%
Cto.EBITDA recurrente	28,6%	9,5%	-8,5%	-7,0%	6,9%	34,3%	55,3%	-39,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	18,2%	18,5%	17,9%	17,7%	18,6%	17,8%	19,1%	19,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(5,1)	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	22,4	19,4	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	4,7%	8,1%
Depreciación y provisiones	(2,5)	(6,3)	(4,3)	(4,2)	(4,6)	(4,7)	(4,6)	(4,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de la venta de inversiones inmob.	4,1	0,3	3,8	2,2	6,1	-	-	-		
EBIT	24,0	13,3	21,9	18,8	23,8	25,2	41,9	23,7	21,2%	-0,2%
Cto.EBIT	20,6%	-44,4%	64,2%	-14,2%	26,5%	6,1%	66,0%	-43,5%		
EBIT / Ingresos	19,5%	10,1%	17,5%	16,0%	19,9%	15,0%	17,2%	16,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,5)	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(9,8)	(8,0)	(6,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	17,5	7,4	16,4	13,6	14,7	15,5	33,9	17,1	25,4%	5,3%
Cto.Beneficio ordinario	31,6%	-57,4%	120,1%	-16,9%	7,8%	5,7%	118,6%	-49,5%		
Extraordinarios	(4,4)	21,9	-	6,4	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	13,1	29,4	16,4	20,0	14,7	15,5	33,9	17,1	-20,7%	5,3%
Impuestos	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(3,9)	(8,5)	(4,3)		
Tasa fiscal efectiva	31,7%	28,2%	26,0%	24,4%	21,8%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,9	21,1	12,0	15,0	11,3	11,6	25,4	12,8	-18,8%	4,3%
Cto.Beneficio neto	-11,5%	136,4%	-43,0%	25,0%	-24,8%	2,8%	118,6%	-49,5%		
Beneficio ordinario neto	12,2	8,8	9,2	8,6	6,6	11,6	25,4	12,8	-9,3%	25,0%
Cto. Beneficio ordinario neto	21,4%	-28,1%	5,0%	-7,4%	-23,3%	77,1%	118,6%	-49,5%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	20-23	23-26e
EBITDA recurrente						29,9	46,5	28,2	-3,1%	8,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(28,8)	30,5	46,5		
Cash Flow operativo recurrente						1,2	77,0	74,7	-72,5%	n.a.
CAPEX						(0,3)	(0,5)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(9,8)	(8,0)	(6,6)		
Impuestos						(3,9)	(8,5)	(4,3)		
Free Cash Flow Recurrente						(12,8)	60,0	63,6	-31,3%	97,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(12,8)	60,0	63,6	63,7%	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(6,0)	(5,6)	(12,2)		
Variación de Deuda financiera neta						18,8	(54,4)	(51,4)		

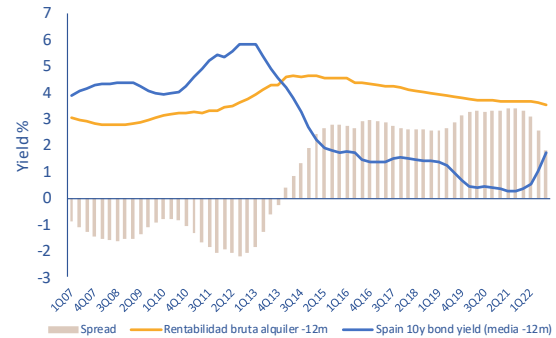


La compañía en 8 gráficos

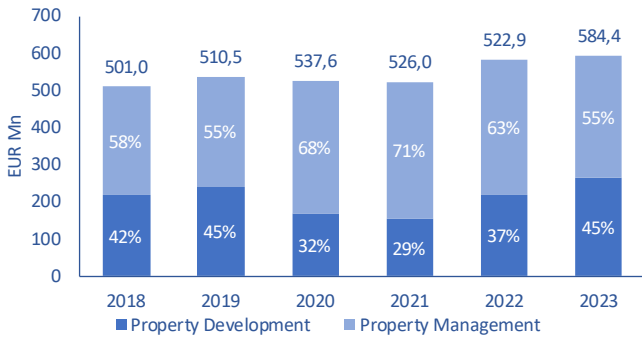
Desequilibrio oferta-demanda: un motor de crecimiento a largo plazo para el residencial español



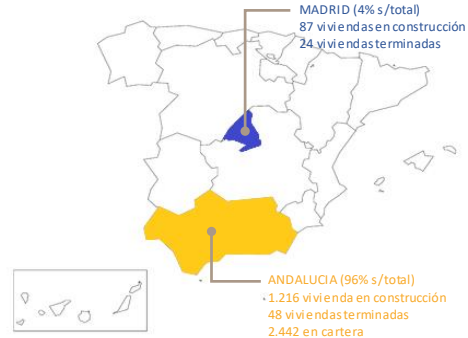
Aunque la macro y la fuerte subida de tipos de interés pesarán sobre el sector a corto plazo



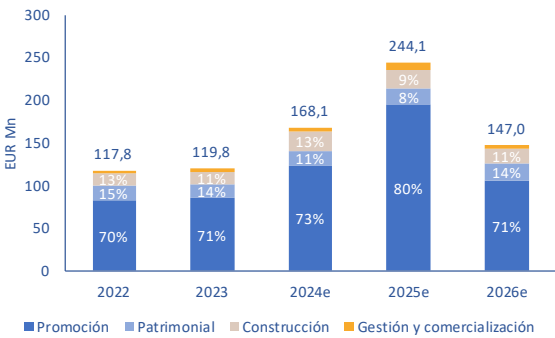
ISUR: Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial, ambos con peso relevante sobre GAV



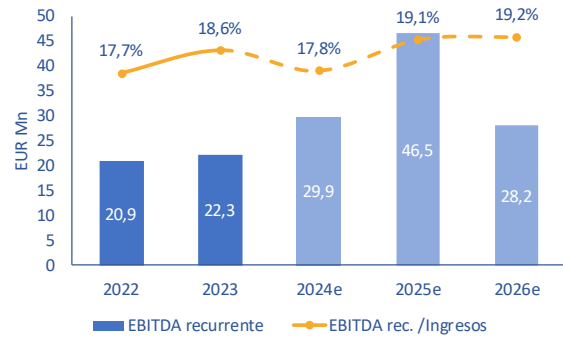
Con una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +3.800 viviendas (41% ya en comercialización)



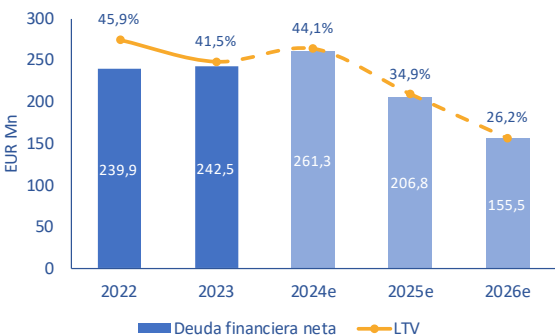
En 2025e deberíamos tener una compañía con ventas de EUR 244Mn...



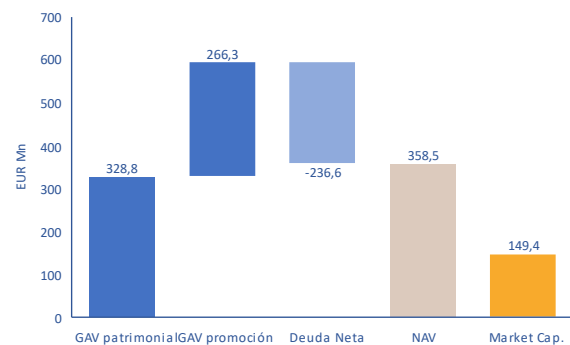
... Y EBITDA de c. EUR 47Mn (+44% TACC 23-25e)



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento razonable (LTV 2026e c. 26%)



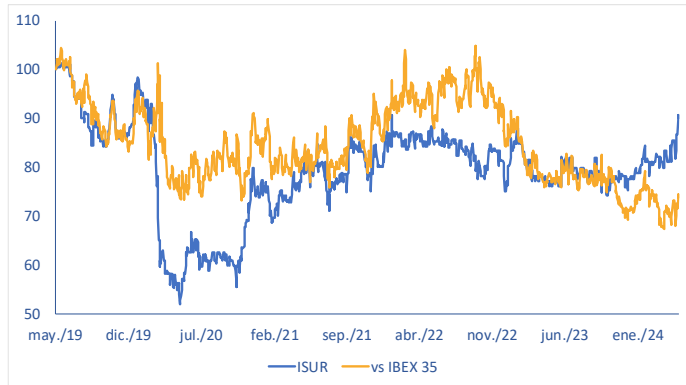
Cotizando con un descuento cercano al 60% frente al valor neto de los activos (NAV)



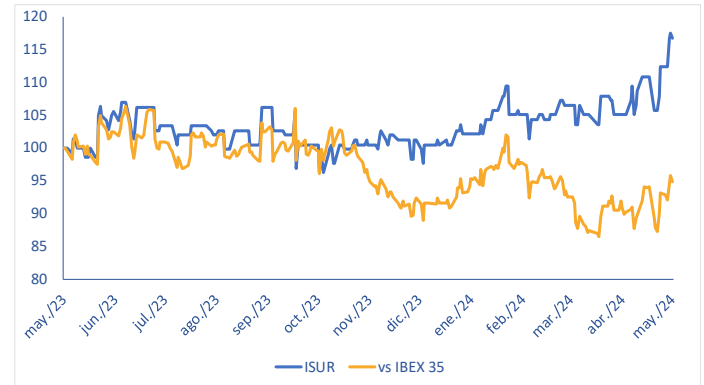


Evolución de la cotización

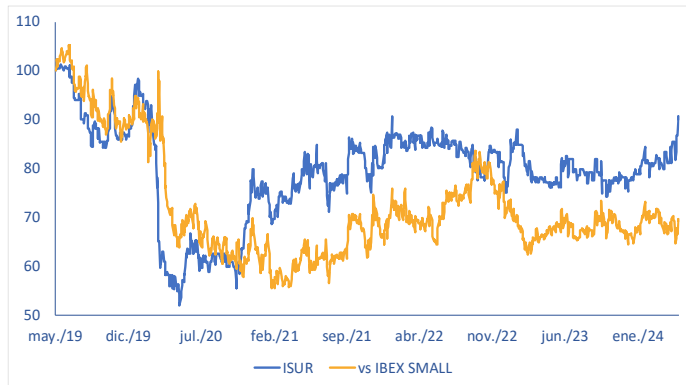
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



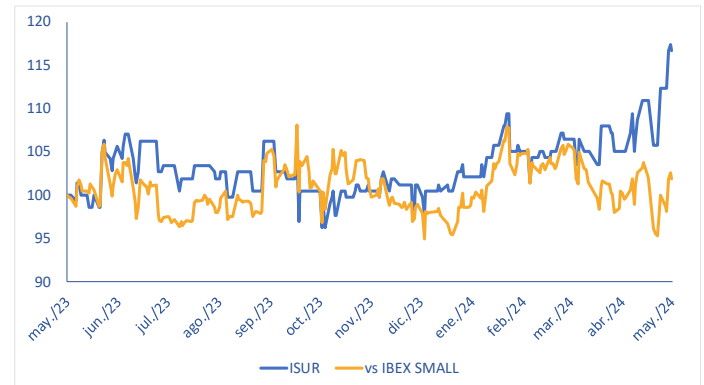
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



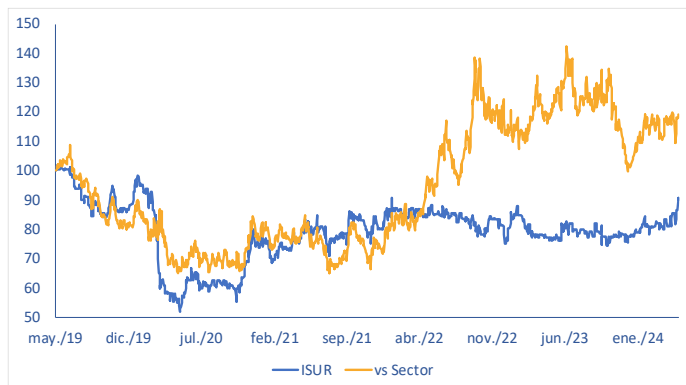
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



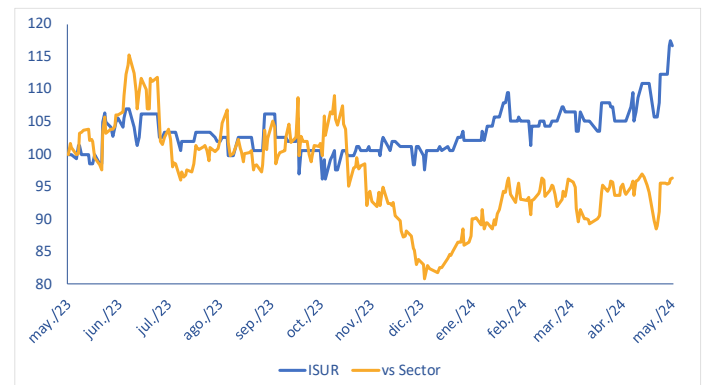
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	11,1	11,1	16,7	16,1	7,9	-9,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,3	-3,0	-5,1	3,6	-12,8	-26,2
vs Euro STOXX 50	7,8	4,6	-0,4	3,7	-14,6	-39,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,7	-2,8	1,9	4,3	5,6	-30,9
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	5,3	2,9	11,1	7,8	16,7	-25,4
vs MSCI Europe Micro Cap	4,7	3,5	13,4	9,9	32,4	-24,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	1,0	3,5	-3,7	16,7	40,5	19,1

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



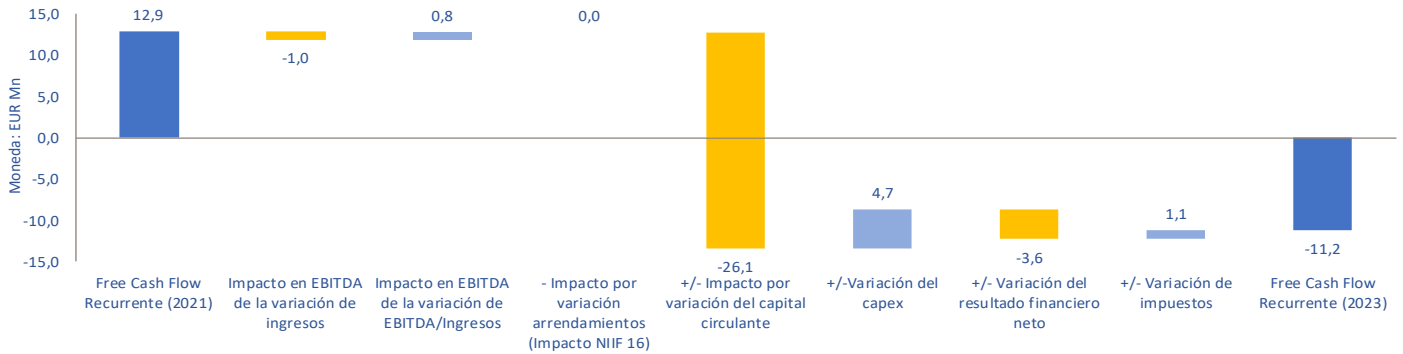
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								21-23	23-26e
EBITDA recurrente	24,5	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	-0,3%	8,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	9,5%	-8,5%	-7,0%	6,9%	34,3%	55,3%	-39,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,5%	17,9%	17,7%	18,6%	17,8%	19,1%	19,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	37,9	5,1	(51,7)	(21,0)	(28,8)	30,5	46,5		
= Cash Flow operativo recurrente	62,4	27,6	(30,8)	1,3	1,2	77,0	74,7	-78,2%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	324,1%	-55,9%	-211,9%	104,2%	-11,6%	n.a.	-3,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	47,0%	22,0%	n.a.	1,1%	0,7%	31,6%	50,8%		
- CAPEX	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(9,8)	(8,0)	(6,6)		
- Impuestos	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(3,9)	(8,5)	(4,3)		
= Free Cash Flow recurrente	42,3	12,9	(41,1)	(11,2)	(12,8)	60,0	63,6	-69,4%	97,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	n.a.	-69,6%	-419,6%	72,8%	-14,6%	568,4%	5,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	31,9%	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	24,6%	43,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(51,9)	4,0	5,4	11,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	2,6	(2,6)	(0,5)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(7,0)	14,3	(36,3)	(0,3)	(12,8)	60,0	63,6	-42,3%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-0,8%	303,2%	-353,8%	99,1%	n.a.	568,4%	5,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	28,3%	8,6%	n.a.	n.a.	n.a.	40,2%	42,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	9,6%	n.a.	n.a.	n.a.	40,2%	42,6%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	2,2	42,3	12,9	(41,1)	(11,2)	(12,8)	60,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,8	(1,4)	(1,3)	0,4	9,0	13,5	(18,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,3	(0,7)	(0,3)	1,1	(1,4)	3,0	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	2,1	(2,1)	(1,6)	1,4	7,6	16,6	(18,3)		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	45,6	(32,8)	(56,8)	30,7	(7,8)	59,3	16,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	47,7	(34,9)	(58,4)	32,1	(0,2)	75,9	(2,3)		
+/- Variación del CAPEX	(4,1)	1,1	4,7	0,1	(0,2)	(0,2)	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,6	0,4	0,3	(3,9)	(0,6)	1,7	1,5		
+/- Variación de impuestos	(4,1)	4,0	(0,6)	1,7	(0,7)	(4,6)	4,2		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	40,1	(29,4)	(54,0)	29,9	(1,6)	72,8	3,5		
Free Cash Flow Recurrente	42,3	12,9	(41,1)	(11,2)	(12,8)	60,0	63,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	13,3	21,9	18,8	23,8	25,2	41,9	23,7	4,2%	-0,2%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	28,2%	26,0%	24,4%	21,8%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,2)	(6,3)	(10,5)	(5,9)		
EBITDA recurrente	24,5	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	-0,3%	8,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	37,9	5,1	(51,7)	(21,0)	(28,8)	30,5	46,5		
= Cash Flow operativo recurrente	62,4	27,6	(30,8)	1,3	1,2	77,0	74,7	-78,2%	n.a.
- CAPEX	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,2)	(6,3)	(10,5)	(5,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	52,7	17,0	(35,6)	(4,0)	(5,5)	66,0	68,5	-49,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	830,7%	-67,8%	-309,9%	88,7%	-36,0%	n.a.	3,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	39,7%	13,6%	n.a.	n.a.	n.a.	27,1%	46,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(51,9)	4,0	5,4	11,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	2,6	(2,6)	(0,5)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	3,4	18,4	(30,8)	6,8	(5,5)	66,0	68,5	-39,2%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	196,7%	441,6%	-267,3%	122,1%	-180,7%	n.a.	3,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	13,5%	4,4%	n.a.	n.a.	n.a.	17,0%	17,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	0,9%	4,7%	n.a.	1,8%	n.a.	17,0%	17,6%		

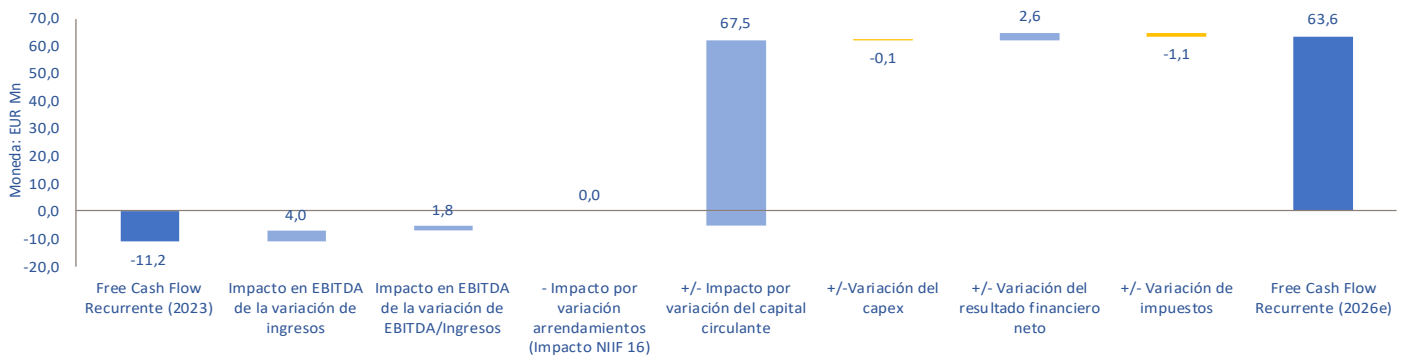


Analítica del Free Cash Flow (II)

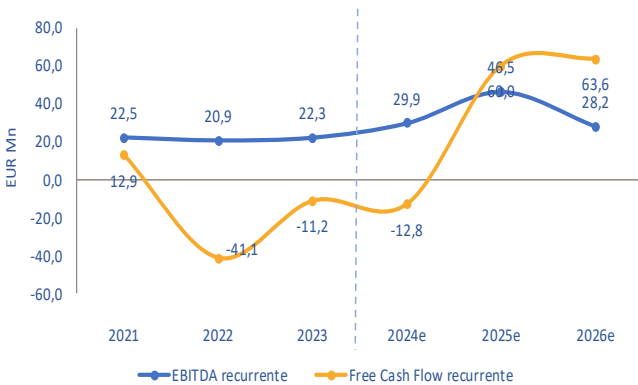
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2023)



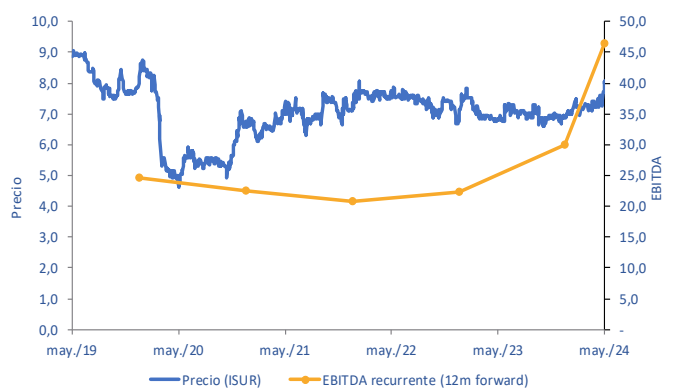
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Principales comparables 2024e

		Inmobiliarias				SOCIMIS							
		EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Average	Merlin Properties	Colonial	Lar España	Árima	Cevasa	Average	ISUR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES		MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES	CEV-ES		ISUR-ES	
	País	Spain	Spain	Spain		Spain	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain	
	Market cap	1.396,9	882,7	826,2		5.082,9	3.345,6	601,8	236,0	139,5		149,4	
	Enterprise value (EV)	1.600,6	1.388,5	1.019,9		9.115,3	9.134,4	1.007,9	284,8	201,7		389,2	
Información financiera básica	Total Ingresos	675,5	992,3	668,0		496,9	389,2	94,0	14,0	22,2		168,1	
	Cto.Total Ingresos	15,2%	-7,9%	12,4%		6,6%	5,8%	-2,6%	-18,6%	39,0%	14,4%	7,6%	40,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,8%	-0,7%	1,2%		1,8%	8,2%	3,9%	5,5%	n.a.	4,8%	5,6%	-6,5%
	EBITDA	68,1	154,8	97,3		382,3	317,2	68,2	4,0	15,2		29,9	
	Cto. EBITDA	455,1%	-10,1%	-9,6%		145,1%	9,8%	0,3%	n.a.	241,5%	17,3%	67,3%	34,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	7,2%	0,9%	-1,6%		2,2%	9,7%	4,8%	4,9%	n.a.	5,8%	6,3%	-3,0%
	EBITDA/Ingresos	10,1%	15,6%	14,6%		13,4%	76,9%	81,5%	72,6%	28,6%	68,5%	65,6%	17,8%
	EBIT	62,7	150,4	92,4		356,7	310,6	67,8	(2,0)	17,0		25,2	
	Cto. EBIT	590,4%	-10,5%	-7,8%		190,7%	3,1%	1,0%	-21,5%	31,1%	31,9%	9,1%	6,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,7%	0,5%	-1,3%		3,7%	16,2%	9,3%	5,2%	n.a.	2,6%	8,3%	-3,2%
	EBIT/Ingresos	9,3%	15,2%	13,8%		12,8%	71,8%	79,8%	72,1%	n.a.	76,6%	75,1%	15,0%
	Beneficio Neto	39,0	95,8	67,1		272,3	175,5	57,6	(5,0)	12,4		11,6	
	Cto. Beneficio Neto	287,1%	-12,5%	-25,9%		82,9%	426,2%	117,2%	56,7%	84,7%	13,7%	139,7%	2,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,3%	1,8%	-3,1%		3,4%	15,5%	7,0%	4,5%	n.a.	4,3%	7,8%	5,1%
	CAPEX/Ventas	3,4%	0,4%	18,7%		7,5%	51,7%	9,0%	12,1%	157,1%	5,4%	47,1%	0,2%
Free Cash Flow	116,8	110,8	145,1		198,2	272,7	33,1	n.a.	10,8		(12,8)		
Deuda financiera Neta	304,0	363,2	257,7		4.260,5	4.733,1	435,0	88,0	40,5		261,3		
DN/EBITDA (x)	4,5	2,3	2,6		3,2	11,1	14,9	6,4	22,0	2,7	11,4	8,7	
Pay-out	335,0%	85,3%	275,3%		231,9%	76,6%	83,0%	99,2%	-10,5%	46,7%	59,0%	48,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	36,5	8,9	12,3		19,2	18,0	19,3	10,3	n.a.	12,8	15,1	12,9
	P/BV (x)	0,9	0,9	0,9		0,9	0,8	0,7	0,7	n.a.	n.a.	0,7	1,0
	EV/Ingresos (x)	2,4	1,4	1,5		1,8	18,3	n.a.	10,7	n.a.	9,1	12,7	2,3
	EV/EBITDA (x)	23,5	9,0	10,5		14,3	23,8	28,8	14,8	n.a.	13,3	20,2	13,0
	EV/EBIT (x)	25,5	9,2	11,0		15,3	25,6	29,4	14,9	n.a.	11,9	20,4	15,4
	ROE	2,4	10,3	7,6		6,8	4,4	3,8	6,4	n.a.	n.a.	4,9	7,8
	FCF Yield (%)	8,4	12,6	17,6		12,8	3,9	8,2	5,5	n.a.	7,7	6,3	n.a.
	DPA	0,86	1,88	2,48		1,74	0,45	0,27	0,68	0,02	0,25	0,33	0,30
	Dvd Yield	9,4%	9,3%	22,5%		13,7%	4,1%	4,4%	9,5%	0,2%	4,2%	4,5%	3,7%

- (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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 20-23	TACC 23-26e
Total Ingresos	122,8	132,7	125,2	117,8	119,8	119,8	168,1	244,1	147,0	-3,4%	7,1%					
Cto. Total ingresos	n.a.	8,1%	-5,7%	-5,9%	1,7%	40,4%	45,2%	-39,8%								
EBITDA	22,4	19,4	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	4,7%	8,1%						
Cto. EBITDA	n.a.	-13,3%	15,6%	-7,0%	6,9%	34,3%	55,3%	-39,4%								
EBITDA/Ingresos	18,2%	14,6%	17,9%	17,7%	18,6%	17,8%	19,1%	19,2%								
Beneficio neto	8,9	21,1	12,0	15,0	11,3	11,6	25,4	12,8	-18,8%	4,3%						
Cto. Beneficio neto	n.a.	136,4%	-43,0%	25,0%	-24,8%	2,8%	118,6%	-49,5%								
Nº Acciones Ajustado (Mn)	18,5	17,8	18,6	18,5	18,7	18,7	18,7	18,7								
BPA (EUR)	0,48	1,19	0,65	0,81	0,61	0,62	1,36	0,69	-20,1%	4,3%						
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-45,5%	25,5%	-25,5%	2,8%	n.a.	-49,5%								
BPA ord. (EUR)	0,66	0,50	0,50	0,46	0,35	0,62	1,36	0,69	-10,8%	25,0%						
Cto. BPA ord.	n.a.	-25,2%	0,5%	-7,1%	-24,1%	77,1%	n.a.	-49,5%								
CAPEX	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,3)								
CAPEX/Vtas % ¹	1,5%	4,5%	3,9%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%								
Free Cash Flow	(7,0)	(7,0)	14,3	(36,3)	(0,3)	(12,8)	60,0	63,6	63,7%	n.a.						
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	8,8x	10,8x	8,8x	11,5x	10,9x	8,7x	4,4x	5,5x								
PER (x)	17,0x	5,5x	11,0x	8,3x	11,4x	12,9x	5,9x	11,6x								
EV/Vtas (x)	3,04x	2,63x	2,75x	3,19x	3,14x	2,31x	1,59x	2,65x								
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	16,6x	18,0x	15,3x	18,0x	16,9x	13,0x	8,4x	13,8x								
Comport. Absoluto	4,0%	-20,3%	8,3%	-4,7%	1,8%	16,1%										
Comport. Relativo vs Ibex 35	-7,0%	-5,7%	0,3%	0,9%	-17,1%	3,6%										

- (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).

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)	9,7	10,6
EV (Mn EUR y USD)	21,6	23,5
Número de Acciones (Mn)	12,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,04 / 0,84 / 0,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	5,2	
Factset / Bloomberg	KOM-ES / KOM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

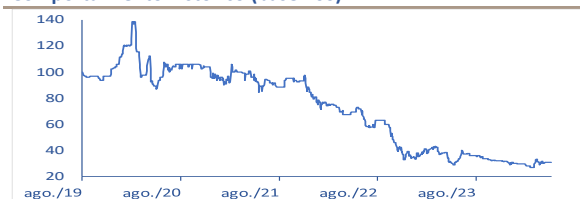
Ignacio Duch y familia	63,8
Noriande Global	8,1
Gestión y administración Mobiliaria	5,1
Gant Finance	5,0
Free Float	13,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,2	12,2	12,2
Total Ingresos	46,2	48,0	50,2	52,6
EBITDA Rec.	3,8	4,2	4,7	5,2
% Var.	95,8	9,9	13,4	10,1
% EBITDA Rec./Ing.	8,2	8,7	9,4	9,9
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	-25,0	9,7	12,7	7,8
Beneficio neto	-0,1	0,5	1,3	2,0
BPA (EUR)	-0,01	0,04	0,11	0,16
% Var.	91,5	566,6	137,8	54,8
BPA ord. (EUR)	-0,01	0,04	0,11	0,16
% Var.	89,3	424,4	137,8	54,8
Free Cash Flow Rec.	0,8	0,9	1,5	1,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	11,8	10,9	9,5	7,6
DN / EBITDA Rec.(x)	3,1	2,6	2,0	1,5
ROE (%)	n.a.	4,0	8,8	12,3
ROCE (%)	5,3	6,4	9,1	11,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	18,0	7,6	4,9
PER Ordinario	n.a.	18,0	7,6	4,9
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,47	0,45	0,43	0,41
EV/EBITDA Rec.	5,7	5,2	4,6	4,2
EV/EBIT	15,8	10,7	7,6	6,2
FCF Yield (%)	7,8	9,1	15,3	18,7

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	1,9	8,8	2,6	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.

(3) Otros: Associats TJ 5,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

2023: punto de inflexión, 2x EBITDA Rec. 2022. KOM cerró 2023 con una caída en ingresos del 10,4% hasta EUR 46,2Mn (vs EUR 51,6Mn). Aunque con una fortísima mejora en el EBITDA Rec. hasta EUR 3,8Mn (vs EUR 1,9Mn 2022) gracias a la mejora del margen bruto (+4p.p. vs 2022) y al descenso de otros costes de explotación.

2024e: crecimiento en ingresos de un dígito (+4% vs 2023), hasta EUR 48,0Mn (vs EUR 46,2Mn en 2022). Esperamos que la línea de negocio de especialidades (de mayor margen) mantenga un peso similar dentro del mix de negocio (24% s/ventas).

Pero con una mejora del margen EBITDA Recurrente hasta el 8,7% (vs 8,2% en 2023), gracias a mantener el margen bruto en niveles del 34% (menor inflación de costes), la capacidad de apalancamiento operativo de KOM y por la escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya realizadas, situando el EBITDA Recurrente en EUR 4,2Mn (vs EUR 3,8Mn en 2023).

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

Capacidad para seguir mejorando en márgenes. Gracias principalmente a: (i) el foco en la línea de negocio de especialidades, de mayor valor añadido (y que representa el 24% del mix de negocio vs 19% en 2021; esperamos que en 2026e represente el 27,7%). Permitiendo una mejora de 6p.p. en el margen bruto en 2023 (vs 2021), (ii) aprovechamiento del apalancamiento operativo (como se ha visto en 2023) y (iii) a la escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya realizadas. Lo que debería situar el margen EBITDA Rec. en 2026e en 9,9% (vs 8,2% en 2023).

Producto (bioplásticos) a favor de la regulación. 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. Beneficiándose del viento regulatorio favorable al reciclaje y a la economía circular.

La mejora de EBITDA Rec. debería empujar le generación de caja los próximos años. Para el periodo proyectado estimamos un crecimiento de un dígito medio (5% TACC 2024e-2026e) hasta EUR 52,6Mn en 2026e. Aunque gracias a la capacidad de mejorar en márgenes el EBITDA Recurrente crecerá a ritmos de dos dígitos hasta EUR 5,2Mn (vs EUR 3,8Mn en 2023). Y, dado que a medio plazo la compañía no requiere de inversiones significativas adicionales, en 2026e estimamos un FCF Rec. de EUR 1,8Mn (para una compañía que capitaliza c. EUR 10Mn).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevado apalancamiento financiero. KOM cerró 2023 con una deuda neta de EUR 11,8Mn (vs EUR 12,5Mn en 2022). Lo que supone un múltiplo DN/EBITDA Rec. de 3,1x (vs 6,5x en 2022). No estimamos inversiones significativas en CAPEX, debido a las ampliaciones de capacidad productiva realizadas durante el período 2015-2020. Por lo que la mejora en márgenes estimada debería permitir reducir el endeudamiento. DN 2024e: EUR 10,9Mn (DN/EBITDA Rec. 2,6x).

Elevada 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.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

FCF Yield 2023 de 7,8%, que ya de por sí es "autoexplicativo" de la potencial reserva de valor de KOM. Tras la fortísima caída de la acción, que se encuentra en mínimos históricos (KOM -3y: -67,7%, -73,9% vs Ibex 35, -69,6% vs sector), nuestras estimaciones 2024e implicarían un FCF Yield de 9,1%. Lo que hace "evidente" que la capacidad de mejorar en EBITDA Rec. y FCF todavía pasa desapercibida para el mercado. 2024e es clave para confirmar el salto en EBITDA Rec.



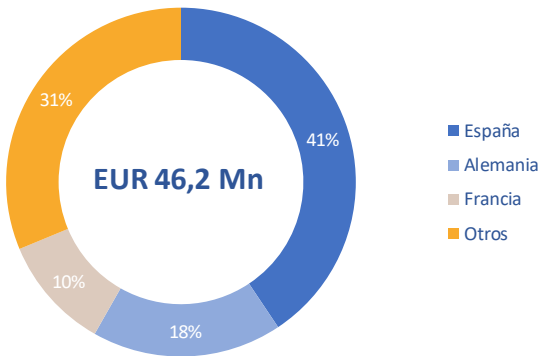
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	3,6	3,6	4,1	3,7	3,3	2,6	2,2	1,9		
Inmovilizado material	21,1	21,2	21,1	19,7	18,6	18,2	17,9	18,0		
Otros activos no corrientes	0,3	0,7	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	11,6	9,9	11,2	10,0	9,4	10,4	11,1	12,0		
Total activo	36,8	35,7	37,3	35,1	32,8	32,7	32,8	33,3		
Patrimonio neto	16,9	15,2	14,8	13,6	13,4	13,9	15,2	17,2		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	11,5	10,9	11,8	12,5	11,8	10,9	9,5	7,6		
Pasivo circulante	8,2	9,2	10,4	8,6	7,3	7,6	7,8	8,2		
Total pasivo	36,8	35,7	37,3	35,1	32,8	32,7	32,8	33,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	46,3	43,2	58,9	51,6	46,2	48,0	50,2	52,6	-0,1%	4,4%
Cto.Total Ingresos	12,0%	-6,8%	36,5%	-12,5%	-10,4%	3,8%	4,7%	4,8%		
Coste de ventas	(32,3)	(30,2)	(42,3)	(35,9)	(30,4)	(31,5)	(32,8)	(34,4)		
Margen Bruto	14,1	12,9	16,6	15,6	15,8	16,5	17,4	18,3	3,0%	4,9%
Margen Bruto / Ingresos	30,4%	30,0%	28,2%	30,3%	34,3%	34,3%	34,6%	34,7%		
Gastos de personal	(3,7)	(3,5)	(3,8)	(3,9)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,3)		
Otros costes de explotación	(8,2)	(8,2)	(10,7)	(9,8)	(8,1)	(8,3)	(8,5)	(8,8)		
EBITDA recurrente	2,2	1,2	2,1	1,9	3,8	4,2	4,7	5,2	14,6%	11,1%
Cto.EBITDA recurrente	-6,4%	-44,5%	75,2%	-9,4%	95,8%	9,9%	13,4%	10,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	4,7%	2,8%	3,6%	3,8%	8,2%	8,7%	9,4%	9,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	0,0	-	-	-		
EBITDA	1,7	0,9	1,9	1,7	3,8	4,2	4,7	5,2	23,4%	10,7%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(3,0)	(2,7)	(2,9)	(2,9)	(2,6)	(2,4)	(2,2)		
Gastos capitalizados	1,6	1,2	1,3	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,4	(0,8)	0,6	(0,4)	1,4	2,0	2,8	3,5	-1,3%	36,1%
Cto.EBIT	1,4%	-157,2%	167,4%	-169,4%	454,5%	47,1%	40,0%	22,4%		
EBIT / Ingresos	3,1%	n.a.	0,9%	n.a.	3,0%	4,2%	5,6%	6,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(1,5)	(1,3)	(1,2)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,3	(2,0)	(0,6)	(1,8)	(0,1)	0,7	1,6	2,5	-24,0%	n.a.
Cto.Beneficio ordinario	-45,0%	-711,5%	71,6%	-209,8%	93,2%	656,4%	137,8%	54,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,3	(2,0)	(0,6)	(1,8)	(0,1)	0,7	1,6	2,5	-24,0%	n.a.
Impuestos	(0,1)	0,4	0,2	0,4	0,0	(0,1)	(0,3)	(0,5)		
Tasa fiscal efectiva	21,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,3	(1,6)	(0,4)	(1,3)	(0,1)	0,5	1,3	2,0	-25,1%	n.a.
Cto.Beneficio neto	-46,7%	-710,8%	76,8%	-266,9%	91,4%	566,6%	137,8%	54,8%		
Beneficio ordinario neto	0,7	(1,7)	(0,4)	(1,5)	(0,2)	0,5	1,3	2,0	-22,4%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	94,2%	-350,6%	79,1%	-332,0%	89,2%	424,4%	137,8%	54,8%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						4,2	4,7	5,2	14,6%	11,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(0,5)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						3,4	4,2	4,8	-5,9%	15,0%
CAPEX						(1,1)	(1,2)	(1,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,3)	(1,2)	(1,0)		
Impuestos						(0,1)	(0,3)	(0,5)		
Free Cash Flow Recurrente						0,9	1,5	1,8	26,8%	33,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						0,9	1,5	1,8	23,9%	33,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(0,9)	(1,5)	(1,8)		

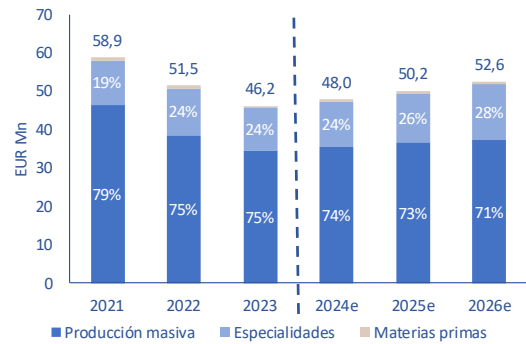


La compañía en 8 gráficos

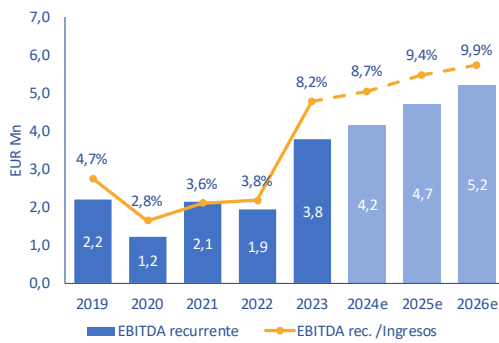
En 2023, el 59% de los ingresos de KOM se generaron fuera de España



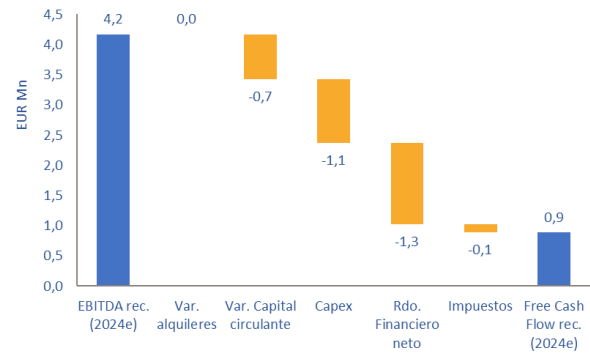
Esperamos que el negocio de especialidades (de mayor margen) continúe incrementando su peso en el mix hasta el 28% en 26e



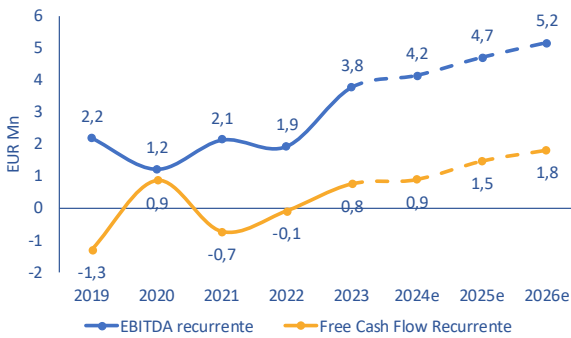
Opción de mejorar márgenes: i) foco en productos más rentables y ii) escalabilidad de las ampliaciones de capacidad ya realizadas



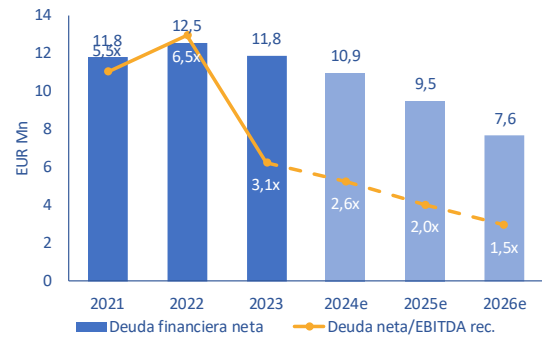
La mejora de márgenes y la contención del CAPEX (Capex/Vtas 2,2%) debería permitir generar FCF positivo en 2024e



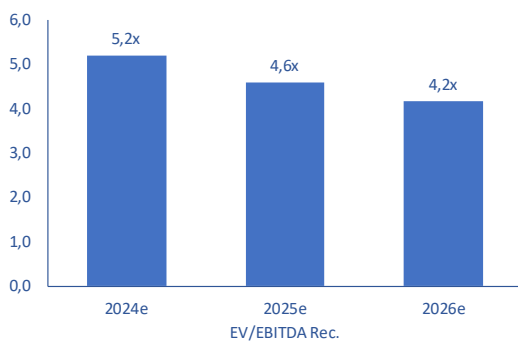
Y hacer visible la capacidad de generación de Free Cash Flow del negocio



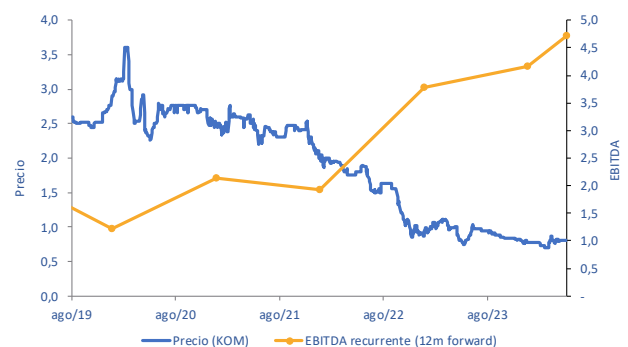
Lo que debería reducir el nivel de apalancamiento actual (estimamos una DN/EBITDA 2024e de c. 3x)



Con un múltiplo EV/EBITDA <5,5x durante todo el período estimado



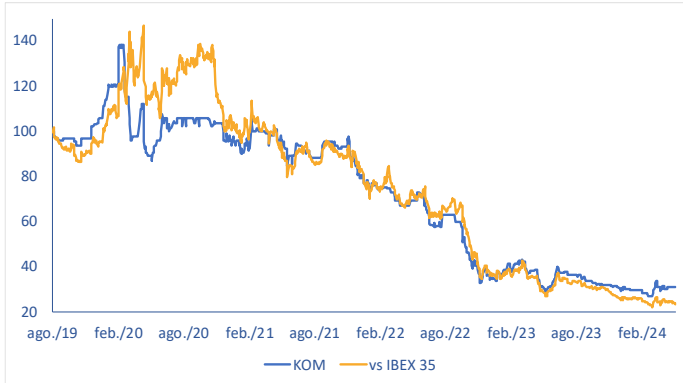
En 2024e KOM debería ganar momentum, con la cotización en mínimos



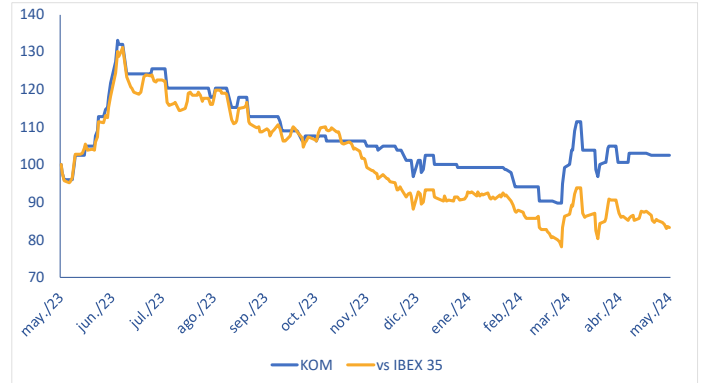


Evolución de la cotización

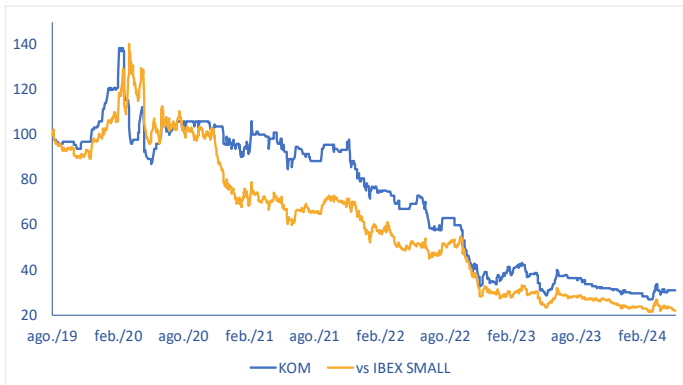
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



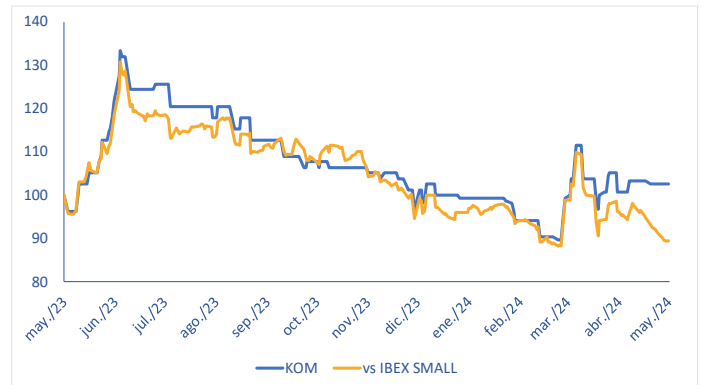
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



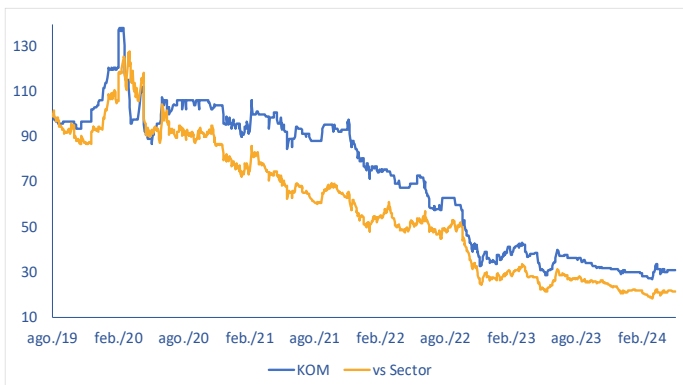
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



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	1,9	8,8	2,6	2,6	-67,7	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-4,3	-5,0	-16,6	-8,5	-73,9	n.a.
vs Euro STOXX 50	-1,1	2,4	-12,4	-8,4	-74,5	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,7	-4,8	-10,4	-7,9	-68,4	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-3,4	0,8	-2,4	-4,8	-65,1	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,0	1,4	-0,4	-3,0	-60,4	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	2,7	4,3	-4,3	2,0	-69,6	n.a.

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



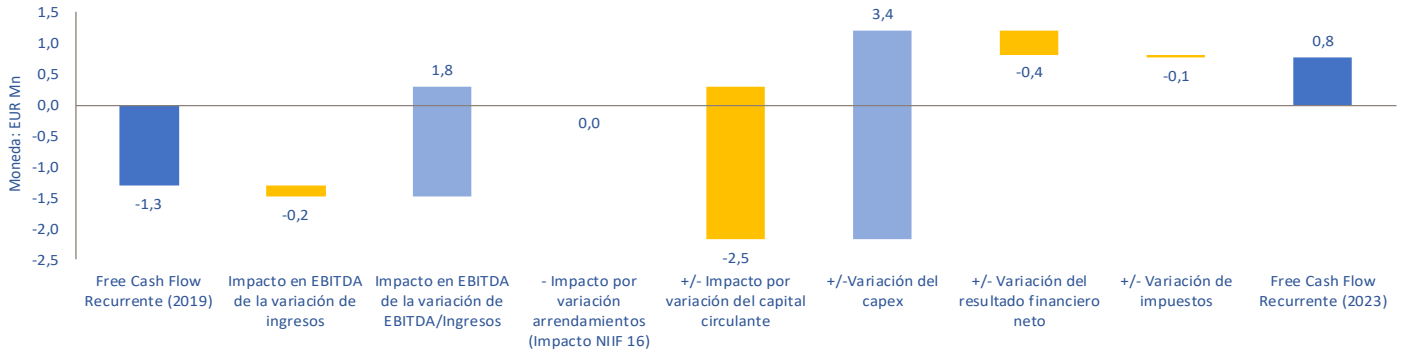
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	1,2	2,1	1,9	3,8	4,2	4,7	5,2	46,0%	11,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-44,5%	75,2%	-9,4%	95,8%	9,9%	13,4%	10,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	2,8%	3,6%	3,8%	8,2%	8,7%	9,4%	9,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	(0,1)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,9	2,1	1,3	3,1	3,4	4,2	4,8	-7,2%	15,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-2,1%	-47,1%	-38,7%	146,5%	9,1%	23,8%	12,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	9,1%	3,5%	2,5%	6,8%	7,1%	8,4%	9,1%		
- CAPEX	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,2)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,3)	(1,2)	(1,0)		
- Impuestos	0,1	-	0,4	-	(0,1)	(0,3)	(0,5)		
= Free Cash Flow recurrente	0,9	(0,7)	(0,1)	0,8	0,9	1,5	1,8	-4,4%	33,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	167,4%	-183,7%	88,5%	n.a.	16,2%	67,7%	22,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	2,0%	n.a.	n.a.	1,7%	1,8%	3,0%	3,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,2)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,2)	-	(0,5)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,7	(0,7)	(0,8)	0,8	0,9	1,5	1,8	5,4%	33,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	130,6%	-212,4%	-15,1%	190,6%	16,2%	67,7%	22,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,0%	n.a.	n.a.	7,8%	9,1%	15,3%	18,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,7%	n.a.	n.a.	7,8%	9,1%	15,3%	18,7%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,3)	0,9	(0,7)	(0,1)	0,8	0,9	1,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,4	(0,3)	(0,2)	0,1	0,2	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,8)	0,5	0,1	2,1	0,2	0,4	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	(1,0)	0,9	(0,2)	1,9	0,4	0,6	0,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,9	(2,8)	(0,6)	0,0	(0,1)	0,3	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,1)	(1,8)	(0,8)	1,9	0,3	0,8	0,5		
+/- Variación del CAPEX	2,3	0,3	1,3	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,3)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	(0,2)	(0,1)	0,1	0,1	0,2		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,1)	0,4	(0,4)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	2,2	(1,6)	0,6	0,8	0,1	0,6	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	0,9	(0,7)	(0,1)	0,8	0,9	1,5	1,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(0,8)	0,6	(0,4)	1,4	2,0	2,8	3,5	54,1%	36,1%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,7)		
EBITDA recurrente	1,2	2,1	1,9	3,8	4,2	4,7	5,2	46,0%	11,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	(0,1)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,9	2,1	1,3	3,1	3,4	4,2	4,8	-7,2%	15,0%
- CAPEX	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,0	0,4	0,9	2,3	2,0	2,5	2,6	3,8%	4,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	466,7%	-79,1%	107,8%	157,0%	-13,0%	25,6%	5,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	4,7%	0,7%	1,7%	4,9%	4,1%	4,9%	4,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,2)	-	(0,5)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,8	0,4	0,4	2,3	2,0	2,5	2,6	7,9%	4,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	229,9%	-76,5%	-15,5%	531,7%	-13,0%	25,6%	5,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9,3%	2,0%	4,1%	10,4%	9,1%	11,4%	12,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	8,3%	2,0%	1,7%	10,4%	9,1%	11,4%	12,0%		

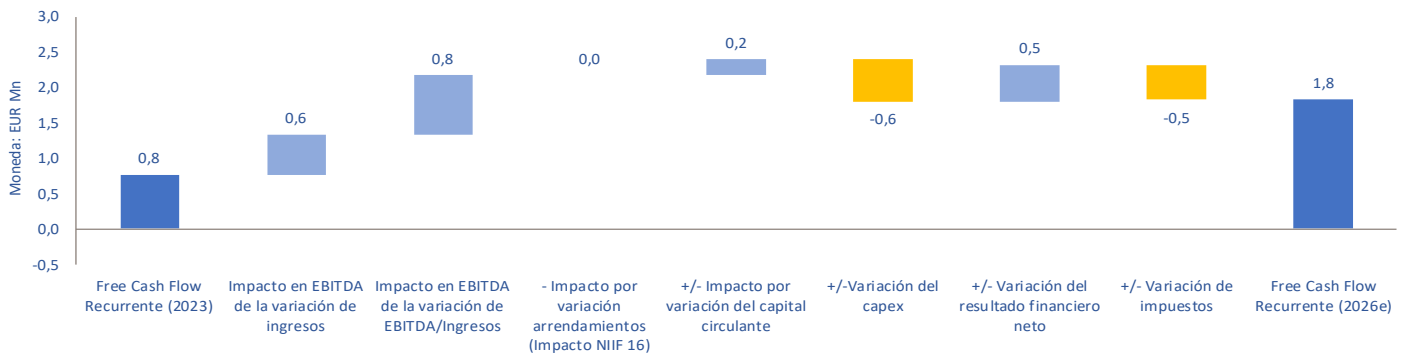


Analítica del Free Cash Flow (II)

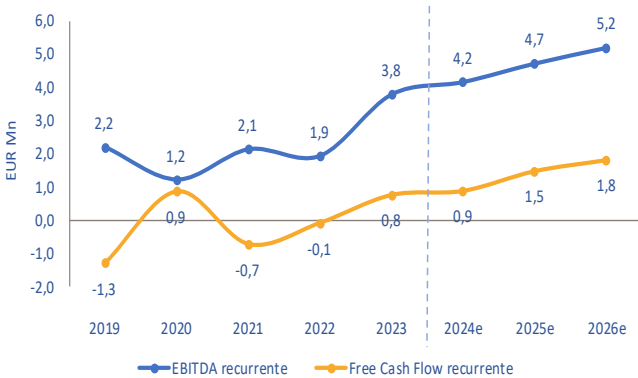
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



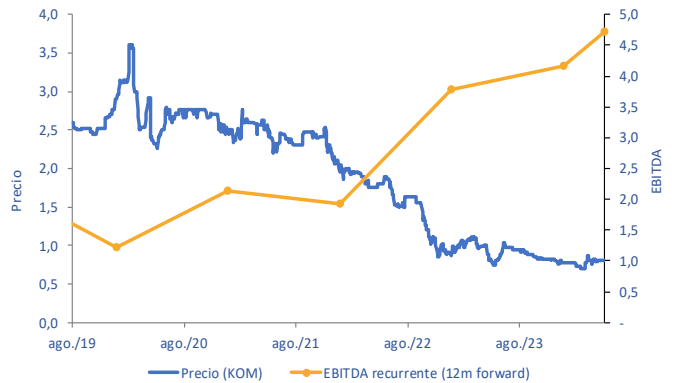
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,0	2,5	2,6	45,9			
Market Cap	9,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	11,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta			6,8%	7,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,4%	5,8%	
Risk free rate (rf)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	45,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	54,9%	D			=	=	
WACC	7,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,2%	8,5%	
G "Razonable"	2,0%				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	9,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	11,8	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	21,6	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	4,2%	n.a.	2,1%	n.a.	5,3%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-2,5%	3,4%			
FCF Yield - WACC	0,1%	11,0%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	10,3%	5,2	4,2x
Central	9,4%	4,7	4,6x
Min	8,5%	4,3	5,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	2,2%	2,4%		2,6%	Max	Central
5,2	2,0	1,9	1,8	Max	21,0%	19,9%	18,9%
4,7	1,6	1,5	1,4	Central	16,3%	15,3%	14,3%
4,3	1,1	1,0	0,9	Min	11,7%	10,6%	9,6%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	20,0%	20,2%	20,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,0%	3,8%	5,5%



Principales comparables 2024e

		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	43.622,0	30.212,0	4.817,2		3.864,7	5.202,7		9,7
	Enterprise value (EV)	63.187,0	39.747,6	5.737,4		5.382,9	6.230,6		21,6
Información financiera básica	Total Ingresos	68.668,1	37.889,4	4.367,0		2.957,6	3.683,8		48,0
	Cto.Total Ingresos	-0,3%	0,7%	-1,6%	-0,4%	2,4%	1,9%	2,1%	3,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,0%	-8,1%	4,9%	0,3%	5,6%	4,6%	5,1%	4,8%
	EBITDA	8.378,9	4.816,2	726,5		486,1	722,2		4,2
	Cto. EBITDA	14,1%	4,5%	-0,3%	6,1%	10,2%	16,7%	13,4%	8,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,5%	5,8%	11,2%	9,2%	9,6%	7,2%	8,4%	11,7%
	EBITDA/Ingresos	12,2%	12,7%	16,6%	13,8%	16,4%	19,6%	18,0%	8,7%
	EBIT	4.396,6	3.401,9	459,4		313,6	582,8		2,0
	Cto. EBIT	28,6%	6,3%	-6,2%	9,6%	54,0%	19,8%	36,9%	47,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	17,3%	8,4%	16,9%	14,2%	15,3%	8,0%	11,6%	30,9%
	EBIT/Ingresos	6,4%	9,0%	10,5%	8,6%	10,6%	15,8%	13,2%	4,2%
	Beneficio Neto	2.893,7	2.461,7	259,4		171,0	355,8		0,5
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	26,3%	52,3%	39,3%	145,4%	-11,5%	67,0%	566,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	18,2%	9,9%	23,7%	17,3%	23,7%	8,7%	16,2%	91,8%
	CAPEX/Ventas	9,0%	5,0%	7,6%	7,2%	4,3%	6,2%	5,2%	2,2%
Free Cash Flow	728,7	1.813,4	99,6		133,4	296,3		0,9	
Deuda financiera Neta	18.719,7	7.627,0	1.292,1		1.414,4	898,6		10,9	
DN/EBITDA (x)	2,2	1,6	1,8	1,9	2,9	1,2	2,1	2,6	
Pay-out	102,0%	62,3%	60,2%	74,8%	38,1%	24,3%	31,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,5	12,1	17,6	14,4	17,6	15,1	16,3	18,0
	P/BV (x)	1,2	2,4	2,2	2,0	1,8	3,9	2,9	0,7
	EV/Ingresos (x)	0,9	1,0	1,3	1,1	1,8	1,7	1,8	0,5
	EV/EBITDA (x)	7,5	8,3	7,9	7,9	11,1	8,6	9,9	5,2
	EV/EBIT (x)	14,4	11,7	12,5	12,8	17,2	10,7	13,9	10,7
	ROE	9,2	20,0	12,8	14,0	10,0	26,1	18,1	4,0
	FCF Yield (%)	1,7	6,0	2,1	3,2	3,5	5,7	4,6	9,1
	DPA	3,31	4,72	0,47	2,83	0,71	1,54	1,13	0,00
	Dvd Yield	6,8%	5,1%	3,2%	5,0%	1,7%	1,6%	1,7%	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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	23-26e
Total Ingresos						41,4	46,3	43,2	58,9	51,6	46,2	48,0	50,2	52,6	n.a.	4,4%
Cto. Total ingresos						n.a.	12,0%	-6,8%	36,5%	-12,5%	-10,4%	3,8%	4,7%	4,8%	n.a.	
EBITDA						2,5	1,7	0,9	1,9	1,7	3,8	4,2	4,7	5,2	n.a.	10,7%
Cto. EBITDA						n.a.	-34,2%	-45,1%	111,1%	-11,4%	125,9%	8,6%	13,4%	10,1%	n.a.	
EBITDA/Ingresos						6,1%	3,6%	2,1%	3,3%	3,3%	8,3%	8,7%	9,4%	9,9%	n.a.	
Beneficio neto						0,5	0,3	(1,6)	(0,4)	(1,3)	(0,1)	0,5	1,3	2,0	n.a.	n.a.
Cto. Beneficio neto						n.a.	-46,7%	-710,8%	76,8%	-266,9%	91,4%	566,6%	137,8%	54,8%	n.a.	
Nº Acciones Ajustado (Mn)						12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,2	12,2	12,2	12,2	n.a.	
BPA (EUR)						0,04	0,02	-0,13	-0,03	-0,11	-0,01	0,04	0,11	0,16	n.a.	n.a.
Cto. BPA						n.a.	-46,7%	n.a.	76,8%	n.a.	91,5%	n.a.	n.a.	54,8%	n.a.	
BPA ord. (EUR)						0,03	0,06	-0,14	-0,03	-0,13	-0,01	0,04	0,11	0,16	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.						n.a.	94,2%	n.a.	79,1%	n.a.	89,3%	n.a.	n.a.	54,8%	n.a.	
CAPEX						(2,7)	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,5)	n.a.	
CAPEX/Vtas % ¹						6,6%	9,2%	4,4%	2,8%	0,8%	1,9%	2,2%	2,4%	2,8%	n.a.	
Free Cash Flow						(1,2)	(2,1)	0,7	(0,7)	(0,8)	0,8	0,9	1,5	1,8	n.a.	33,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						5,6x	6,9x	12,0x	6,1x	7,4x	3,1x	2,6x	2,0x	1,5x	n.a.	
PER (x)						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,0x	7,6x	4,9x	n.a.	
EV/Vtas (x)						0,34x	0,25x	1,07x	0,71x	0,72x	0,49x	0,45x	0,43x	0,41x	n.a.	
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						5,6x	7,0x	n.a.	22,0x	21,8x	5,9x	5,2x	4,6x	4,2x	n.a.	
Comport. Absoluto						n.a.	n.a.	-14,5%	-19,4%	-56,5%	-10,3%	2,6%			n.a.	
Comport. Relativo vs Ibx 35						n.a.	n.a.	1,1%	-25,3%	-53,9%	-27,0%	-8,5%			n.a.	

- (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).

Laboratorios Reig Jofre (RJF) es una compañía farmacéutica con sede en Barcelona (España) especializada en la investigación, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos (inyectables y antibióticos genéricos) y complementos alimenticios en sus centros de desarrollo y logística (Barcelona, Toledo y Malmö). Con presencia internacional (>50% s/Ingresos). Gestionada y controlada por la familia Reig (62,8% del capital).

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

1T24 que constata la capacidad para seguir creciendo de RJF. La línea de Specialty Pharma continúa empujando los ingresos consolidados, que crecen a doble dígito hasta los EUR 86,4Mn (+10% vs 2022). Aunque lo más interesante de los resultados es la capacidad de traspasar el crecimiento visto en ingresos al EBITDA rec. (EUR 9,8Mn; +11,7% vs 2022).

2024e debería ser un año de consolidación. El acuerdo con la UE para la reserva de capacidad y la comercialización de Ciclo-tech serán los principales catalizadores del crecimiento en el año. En concreto, esperamos unos ingresos de EUR 348,6Mn en 2024e (vs EUR 316,1Mn en 2022) y un EBITDA rec. de EUR 36,6Mn (+10% vs 2022). Y se comenzará a materializar el despegue del Mg. EBIT (3,9% vs 3,3% en 2022).

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

Modelo de negocio defensivo con altas barreras de entrada, principalmente por la complejidad en la fabricación y desarrollo de medicamentos (para cumplir los estándares de producción y las garantías necesarias para su comercialización). Un negocio que requiere de fuerte inversión en capital (>EUR 150Mn desde 2015).

Mix de ingresos diversificado gracias al negocio de Consumer Healthcare (complementos alimentarios), Specialty Pharma medicamentos con receta y Pharma Technologies (antibióticos genéricos e inyectables y liofilizados). El cambio en el mix hacía productos más rentables ha reducido el peso de antibióticos e inyectables hasta el c. 44% de los ingresos (vs c. 60% en 2015).

Aún hay espacio para seguir mejorando en términos de rentabilidad. Los principales drivers para la mejora de la rentabilidad son: i) mayor peso de CDMO (producción externa), ii) mejora en la capacidad/eficiencia, iii) mix de ingresos orientado hacía productos de mayor rentabilidad y iv) aumentar el grado de utilización de las plantas.

2023-2026e: Ha llegado el momento de recoger lo sembrado. El foco de RJF está en la rentabilidad, tras un período de fuerte inversión. Los próximos 3 años deberíamos ver una mejora en los niveles de rentabilidad (Mg. EBIT 26e: 5% vs 3,3% en 2023). Estimamos un crecimiento en ingresos (+8,9% TACC 2023- 2026e) que debiera traducirse en crecimiento a doble dígito en EBITDA (+11,7% TACC 23-26e). Reduciendo el endeudamiento hasta DN/EBITDA rec. 0,5x en 2026e (vs 1,3x en 2023). En resumen: crecimiento, rentabilidad y defensividad (es decir, bajo riesgo).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Regulación del mercado de los antibióticos. La línea de antibióticos (19% s/Ingresos 2023) opera en un mercado regulado que limita la capacidad de subir el precio de los mismos. La inflación ha hecho mella en los niveles de rentabilidad durante los últimos y podría continuar impactando los niveles de rentabilidad en el m/p.

Elevadas necesidades de inversión. La industria farmacéutica se caracteriza por los continuos avances tecnológicos y de investigación científica. La necesidad de mejora en instalaciones y de poner en marcha las medidas necesarias para cumplir con los más altos estándares de calidad como los ya vistos en el pasado podrían suponer inversión adicional en CAPEX, hoy no visible en nuestros números y que reduciría la capacidad de generar FCF de la compañía.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Unos múltiplos por debajo de sus comparables. Tras el rally de la acción desde comienzo de año (+22,8% YTD), hoy RJF se presenta como una opción que combina defensividad, crecimiento y generación de caja. Y ha batido YTD a mercado y sector: +9,5% vs IBEX; +11,1% vs sector. Lo que deja a RJF cotizando a un EV/EBITDA 24e 7,6x (vs 9,1x y 11,6x de Sandoz y Novartis). La mejora del Mg. EBITDA es el catalizador que debiera reducir el descuento (Mg. EBITDA peers: >18% vs 10,5% de RJF 2024e).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	217,4	236,5
EV (Mn EUR y USD)	277,0	301,2
Número de Acciones (Mn)	79,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,85 / 2,46 / 2,15	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	3,2	
Factset / Bloomberg	RJF-ES / RJF SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Reig Jofre Investments	62,8
Kaizaharra Corp	10,1
Onchena	6,1
Quaero Capital	3,0
Free Float	18,0

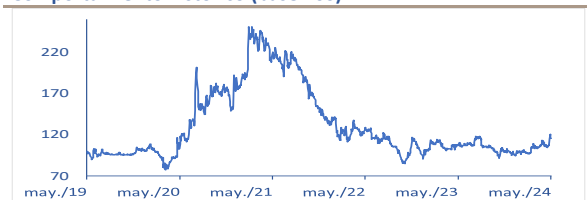
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	78,8	79,6	79,6	79,6
Total Ingresos	316,1	348,6	378,9	408,4
EBITDA Rec.	33,3	36,6	41,8	46,4
% Var.	21,5	10,0	14,3	10,8
% EBITDA Rec./Ing.	10,5	10,5	11,0	11,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	0,6	18,9	16,4	11,8
Beneficio neto	9,4	11,3	14,7	17,3
BPA (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,22
% Var.	14,3	18,5	30,6	17,8
BPA ord. (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,22
% Var.	14,3	18,5	30,6	17,8
Free Cash Flow Rec.	4,3	5,3	6,2	9,2
Pay-out (%)	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	44,7	39,5	33,3	24,3
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,1	0,8	0,5
ROE (%)	4,7	5,4	6,6	7,3
ROCE (%)	3,8	4,6	5,7	6,5

Ratios y Múltiplos (x)

PER	22,9	19,3	14,8	12,6
PER Ordinario	22,9	19,3	14,8	12,6
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9
Dividend Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Ventas	0,88	0,79	0,73	0,68
EV/EBITDA Rec.	8,3	7,6	6,6	6,0
EV/EBIT	26,4	20,4	15,8	13,6
FCF Yield (%)	2,0	2,4	2,9	4,2

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	4,6	19,6	7,5	15,8

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care.



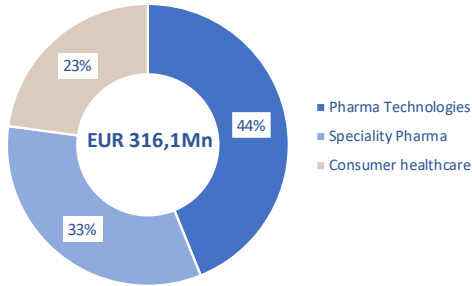
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	98,2	93,0	88,9	81,6	72,6	74,3	76,1	77,9		
Inmovilizado material	71,6	75,1	81,2	82,5	82,1	77,2	76,8	75,4		
Otros activos no corrientes	15,8	16,1	13,8	11,9	10,3	10,3	10,3	10,3		
Inmovilizado financiero	1,9	2,2	2,4	4,0	5,0	5,9	6,8	7,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	29,7	30,0	29,8	29,0	28,0	28,0	28,0	28,0		
Activo circulante	85,3	88,3	102,8	105,4	126,1	139,9	150,8	162,1		
Total activo	302,5	304,8	318,9	314,3	324,1	335,7	348,8	361,3		
Patrimonio neto	178,2	184,5	188,6	194,6	204,4	215,6	230,2	247,4		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Provisiones y otros pasivos a LP	5,7	6,0	6,3	6,7	6,4	6,4	6,4	6,4		
Otros pasivos no corrientes	12,8	10,5	11,6	11,0	9,8	9,8	9,8	9,8		
Deuda financiera neta	64,9	58,8	56,5	50,9	44,7	39,5	33,3	24,3		
Pasivo circulante	40,9	44,9	56,0	51,2	58,9	64,5	69,1	73,5		
Total pasivo	302,5	304,8	318,9	314,3	324,1	335,7	348,8	361,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	200,2	230,1	236,2	271,2	316,1	348,6	378,9	408,4	12,1%	8,9%
Cto. Total Ingresos	10,9%	14,9%	2,7%	14,8%	16,6%	10,3%	8,7%	7,8%		
Coste de ventas	(73,9)	(89,8)	(91,5)	(113,1)	(133,7)	(147,6)	(158,4)	(170,4)		
Margen Bruto	126,3	140,3	144,7	158,1	182,4	201,0	220,5	238,0	9,6%	9,3%
Margen Bruto / Ingresos	63,1%	61,0%	61,3%	58,3%	57,7%	57,7%	58,2%	58,3%		
Gastos de personal	(57,1)	(66,4)	(64,2)	(70,5)	(75,9)	(83,8)	(91,2)	(97,4)		
Otros costes de explotación	(52,8)	(51,0)	(56,9)	(60,2)	(73,2)	(80,6)	(87,5)	(94,2)		
EBITDA recurrente	16,4	22,9	23,7	27,4	33,3	36,6	41,8	46,4	19,4%	11,7%
Cto. EBITDA recurrente	41,5%	39,7%	3,6%	15,6%	21,5%	10,0%	14,3%	10,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	8,2%	9,9%	10,0%	10,1%	10,5%	10,5%	11,0%	11,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,3)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	14,1	22,9	23,7	27,4	33,3	36,6	41,8	46,4	24,0%	11,7%
Depreciación y provisiones	(10,8)	(14,9)	(15,5)	(18,2)	(20,6)	(20,5)	(21,6)	(23,1)		
Gastos capitalizados	5,6	3,7	3,6	3,1	1,9	1,8	1,8	1,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,6)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,7)		
EBIT	6,3	9,2	8,9	8,5	10,5	13,6	17,5	20,4	13,5%	24,7%
Cto. EBIT	-36,3%	45,8%	-4,0%	-3,7%	23,1%	29,1%	28,8%	16,5%		
EBIT / Ingresos	3,2%	4,0%	3,8%	3,1%	3,3%	3,9%	4,6%	5,0%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(2,9)	(3,2)	(1,4)	(1,0)	(1,2)	(1,1)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,1	0,1	1,6	1,0	0,9	0,9	0,9		
Beneficio ordinario	5,3	6,4	5,8	8,8	10,5	13,2	17,3	20,4	18,6%	24,7%
Cto. Beneficio ordinario	-43,5%	21,0%	-9,9%	51,4%	19,7%	26,1%	30,6%	17,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	5,3	6,4	5,8	8,8	10,5	13,2	17,3	20,4	18,6%	24,7%
Impuestos	(0,4)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
Tasa fiscal efectiva	7,0%	11,8%	12,3%	7,6%	10,5%	15,0%	15,0%	15,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	4,9	5,7	5,1	8,1	9,4	11,3	14,7	17,3	17,4%	22,6%
Cto. Beneficio neto	-46,2%	14,7%	-10,3%	59,6%	15,9%	19,7%	30,6%	17,8%		
Beneficio ordinario neto	7,1	5,7	5,1	8,1	9,4	11,3	14,7	17,3	7,3%	22,6%
Cto. Beneficio ordinario neto	-22,8%	-20,0%	-10,3%	59,6%	15,9%	19,7%	30,6%	17,8%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						36,6	41,8	46,4	19,4%	11,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(4,3)	(4,5)	(4,7)		
Var. capital circulante						(8,2)	(6,3)	(6,9)		
Cash Flow operativo recurrente						24,1	31,1	34,8	22,3%	28,8%
CAPEX						(15,7)	(21,2)	(21,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,2)	(1,1)	(0,9)		
Impuestos						(2,0)	(2,6)	(3,1)		
Free Cash Flow Recurrente						5,3	6,2	9,2	20,0%	28,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						5,3	6,2	9,2	19,8%	28,5%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Variación de Deuda financiera neta						(5,2)	(6,2)	(9,1)		

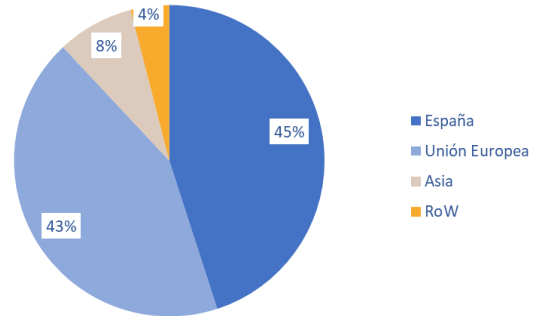


La compañía en 8 gráficos

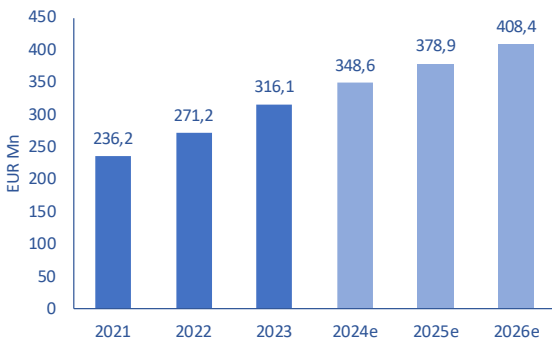
La capacidad de RJF para producir una amplia gama de productos le permite generar ingresos de sus 3 líneas de negocio



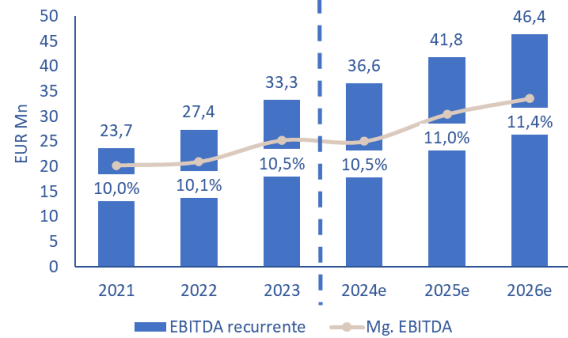
Con exposición a Asia (8% en 2023) los ingresos se encuentran diversificados (también) geográficamente (c. 55% 2023)



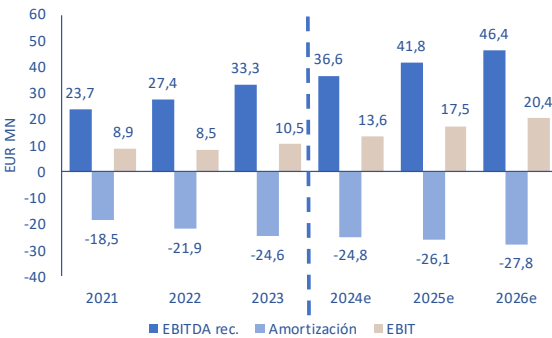
Esperamos que continúe el crecimiento en ingresos a dígitos altos hasta 2026e (+8,9% TACC 2023-2026e)...



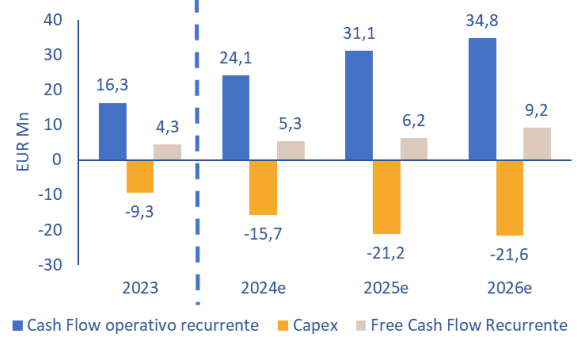
... y el apalancamiento operativo permitirá mejorar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 26e: 11,4%; pese a la presión en Mg. Bruto)



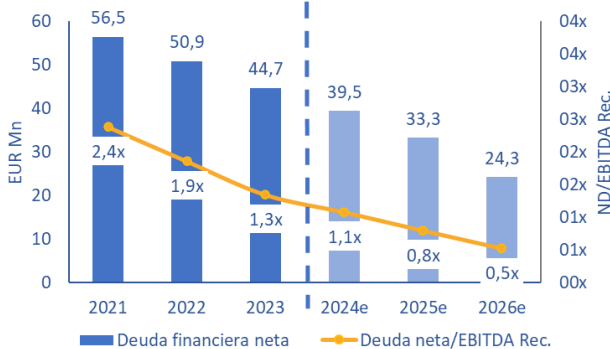
El crecimiento en EBITDA (+11,7% TACC 23-26e) mitigará la amortización y permitirá doblar el EBIT en 26e hasta EUR 20,1Mn



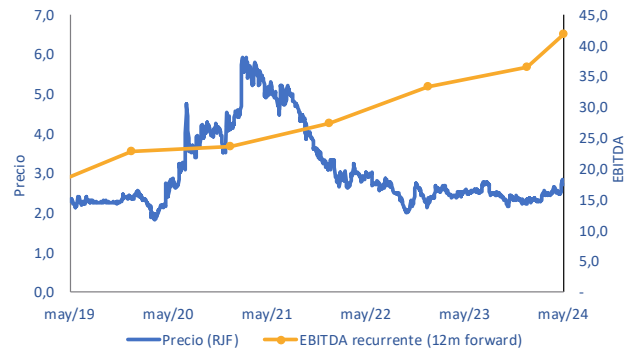
Un negocio muy intensivo en Capex (5% s/Ingresos), que seguirá marcando la generación de caja (FCF 26e: EUR 9,2Mn)



...Todo ello, manteniendo un nivel de endeudamiento bajo control (DN 26e: EUR 24,3Mn; DN/EBITDA 26e: 0,5x)



Ante la oportunidad de capitalizar la inversión realizada (-8y), con la acción lejos de máximos de 2021



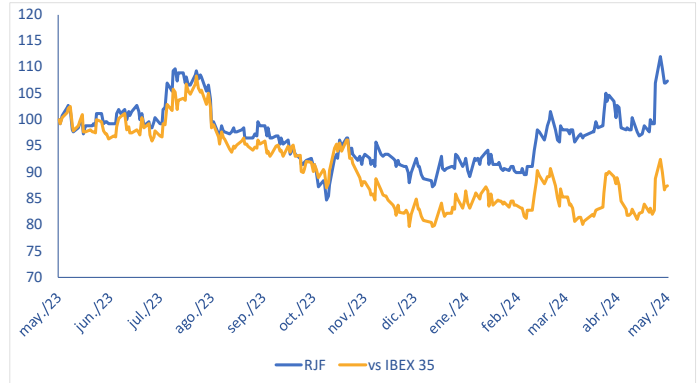


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



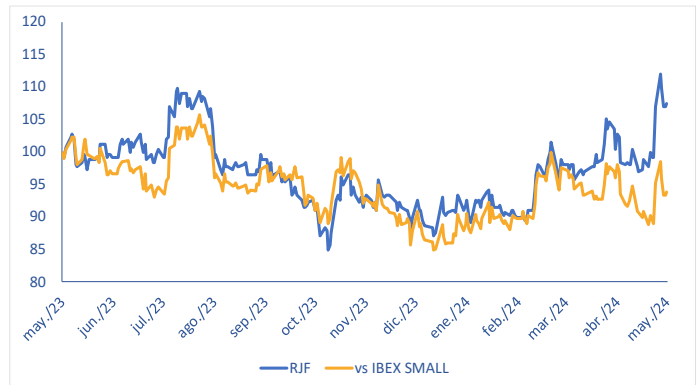
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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 Health Care

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	4,6	19,6	7,5	22,8	-47,2	15,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,8	4,4	-12,6	9,5	-57,3	-5,1
vs Euro STOXX 50	1,5	12,5	-8,2	9,6	-58,2	-21,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-4,2	4,6	-6,1	10,3	-48,3	-11,1
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-0,8	10,7	2,3	13,9	-42,9	-4,2
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,4	11,4	4,4	16,2	-35,2	-3,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Health Care	-1,4	13,1	0,1	11,1	-58,5	-23,8

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



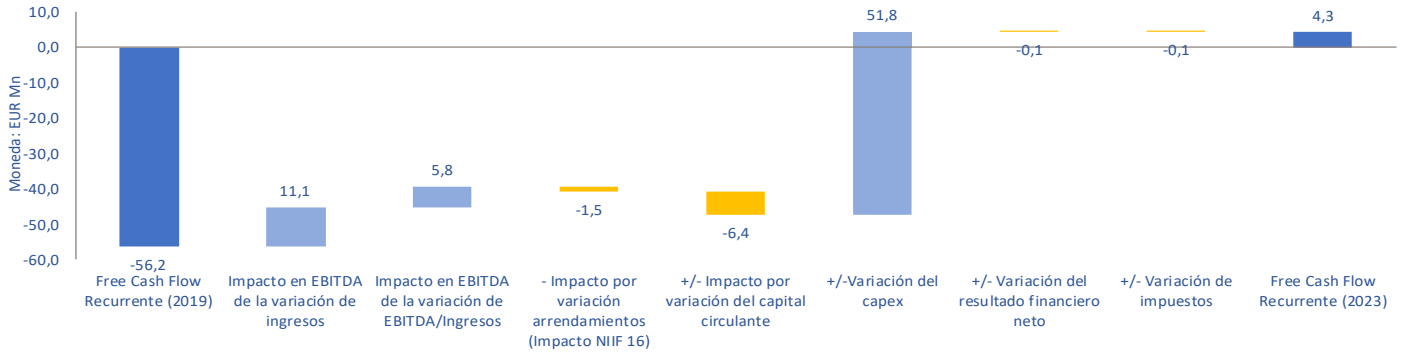
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	22,9	23,7	27,4	33,3	36,6	41,8	46,4	13,3%	11,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	39,7%	3,6%	15,6%	21,5%	10,0%	14,3%	10,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	9,9%	10,0%	10,1%	10,5%	10,5%	11,0%	11,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,7)		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(8,2)	(6,3)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	21,4	17,4	16,2	16,3	24,1	31,1	34,8	-8,7%	28,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	194,4%	-18,8%	-6,8%	0,5%	48,3%	28,8%	11,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	9,3%	7,4%	6,0%	5,1%	6,9%	8,2%	8,5%		
- CAPEX	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(15,7)	(21,2)	(21,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(0,9)	(0,9)	(1,2)	(1,2)	(1,1)	(0,9)		
- Impuestos	(1,6)	(0,9)	(0,9)	(1,5)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
= Free Cash Flow recurrente	22,2	16,8	7,3	4,3	5,3	6,2	9,2	-42,0%	28,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	139,4%	-24,3%	-56,6%	-40,7%	21,6%	18,6%	47,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	9,6%	7,1%	2,7%	1,4%	1,5%	1,6%	2,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,1	0,2	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	9,2	2,0	5,3	4,3	5,3	6,2	9,2	-22,3%	28,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	112,1%	-78,7%	169,6%	-18,3%	21,6%	18,6%	47,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,2%	7,7%	3,4%	2,0%	2,4%	2,9%	4,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,2%	0,9%	2,4%	2,0%	2,4%	2,9%	4,2%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(56,2)	22,2	16,8	7,3	4,3	5,3	6,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,4	0,6	3,5	4,5	3,4	3,2	3,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,1	0,2	0,2	1,4	(0,1)	2,1	1,3		
= Variación EBITDA recurrente	6,5	0,8	3,7	5,9	3,3	5,2	4,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,1	(0,6)	(0,7)	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	7,5	(4,3)	(4,2)	(5,4)	4,7	1,9	(0,6)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	14,1	(4,0)	(1,2)	0,1	7,9	7,0	3,7		
+/- Variación del CAPEX	64,5	(2,2)	(8,3)	(2,2)	(6,4)	(5,5)	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,1	(0,0)	(0,3)	(0,0)	0,1	0,2		
+/- Variación de impuestos	(0,3)	0,7	0,0	(0,6)	(0,5)	(0,6)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	78,4	(5,4)	(9,5)	(3,0)	0,9	1,0	2,9		
Free Cash Flow Recurrente	22,2	16,8	7,3	4,3	5,3	6,2	9,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	9,2	8,9	8,5	10,5	13,6	17,5	20,4	4,4%	24,7%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	11,8%	12,3%	7,6%	10,5%	15,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(1,1)	(0,6)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
EBITDA recurrente	22,9	23,7	27,4	33,3	36,6	41,8	46,4	13,3%	11,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,7)		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(8,2)	(6,3)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	21,4	17,4	16,2	16,3	24,1	31,1	34,8	-8,7%	28,8%
- CAPEX	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(15,7)	(21,2)	(21,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(1,1)	(0,6)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	23,7	17,5	8,4	5,9	6,4	7,3	10,1	-37,2%	19,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	143,7%	-26,3%	-51,8%	-30,4%	9,6%	13,4%	38,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	10,3%	7,4%	3,1%	1,9%	1,8%	1,9%	2,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	8,7	2,5	6,4	5,9	6,4	7,3	10,1	-12,3%	19,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	111,7%	-71,7%	160,7%	-8,7%	9,6%	13,4%	38,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	8,6%	6,3%	3,0%	2,1%	2,3%	2,6%	3,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,1%	0,9%	2,3%	2,1%	2,3%	2,6%	3,6%		

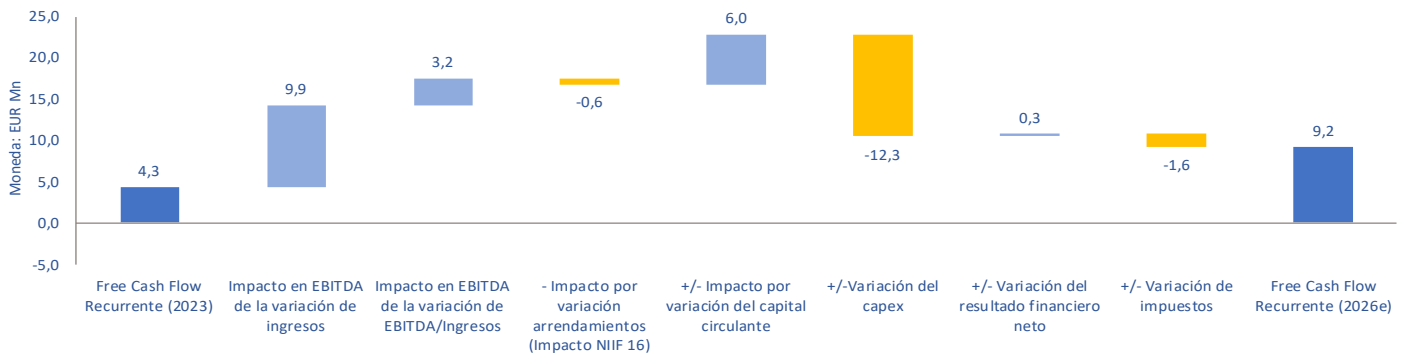


Analítica del Free Cash Flow (II)

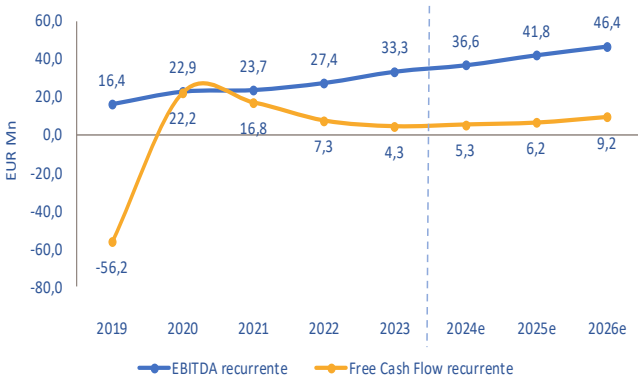
Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



Analisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Principales comparables 2024e

Dato	Genéricos e Inyectables				Specialty Pharma			Consumer Healthcare			Global Players				RJF				
	EUR Mn	Viartis	Teva	Sandoz	Average	Incyte Corporation	Eli Lilly	Novartis	Average	HAINE	HAINE	Nu Skin	Average	Abbvie		Sanofi	Pfizer	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VTRS-US	TEVA-US	SDZ-CH		INCY-US	LLY-US	NOVN-CH		HLF-US	HAIN-US	NUS-US		ABBV-US	SAN-FR	PFE-US		RJF-ES	
	País	USA	Israel	Switzerland		USA	USA	Switzerland		USA	USA	USA		USA	France	USA		Spain	
	Market cap	12.020,6	17.052,0	13.976,3		11.788,6	672.868,9	207.270,4		1.001,0	609,6	623,4		270.205,7	112.921,5	149.219,6		217,4	
	Enterprise value (EV)	27.754,3	33.054,8	16.899,4		8.282,5	694.669,2	209.200,3		3.024,1	1.364,0	932,5		321.669,8	121.747,0	202.444,0		277,0	
Información financiera básica	Total Ingresos	13.880,4	14.667,8	9.451,7		3.751,6	39.365,0	45.193,8		4.722,2	1.596,8	1.630,6		50.675,8	47.272,1	55.547,5		348,6	
	Cto. Total Ingresos	-1,9%	0,7%	4,3%	1,0%	10,4%	25,5%	9,2%	15,0%	1,5%	-3,3%	-9,9%	-3,9%	1,5%	9,8%	3,3%		4,8%	10,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	-1,0%	3,0%	5,8%	2,6%	10,3%	20,6%	2,8%	11,2%	4,6%	1,4%	n.a.	3,0%	6,3%	6,5%	2,2%		5,0%	8,2%
	EBITDA	4.466,6	4.384,0	1.861,2		919,5	14.703,1	17.973,9		513,0	140,6	162,3		24.202,9	13.904,9	19.141,3		36,6	
	Cto. EBITDA	2,7%	9,6%	16,6%	9,6%	36,2%	34,9%	-2,0%	23,0%	28,7%	13,1%	28,3%	23,4%	-1,7%	7,3%	97,8%		34,5%	10,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	-0,8%	5,5%	13,3%	6,0%	34,0%	32,8%	4,3%	23,7%	15,0%	7,9%	n.a.	11,4%	8,6%	10,4%	7,8%		8,9%	12,6%
	EBITDA/Ingresos	32,2%	29,9%	19,7%	27,3%	24,5%	37,4%	39,8%	33,9%	10,9%	8,8%	10,0%	9,9%	47,8%	29,4%	34,5%		37,2%	10,5%
	EBIT	4.140,4	3.926,4	1.582,5		1.008,1	13.359,3	16.441,6		387,9	89,3	94,4		23.478,7	12.260,1	15.721,4		13,6	
	Cto. EBIT	119,3%	33,6%	41,6%	64,8%	68,2%	40,7%	52,1%	53,7%	31,8%	8,8%	50,9%	30,5%	41,2%	33,5%	303,7%		126,2%	29,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	-0,3%	6,1%	15,3%	7,0%	24,0%	33,9%	4,2%	20,7%	19,0%	13,2%	n.a.	16,1%	8,8%	11,2%	8,9%		9,6%	22,5%
	EBIT/Ingresos	29,8%	26,8%	16,7%	24,4%	26,9%	33,9%	36,4%	32,4%	8,2%	5,6%	5,8%	6,5%	46,3%	25,9%	28,3%		33,5%	3,9%
	Beneficio Neto	3.056,6	2.568,2	792,7		910,3	11.230,7	13.442,1		131,0	24,0	44,4		18.353,8	9.552,9	12.276,3		11,3	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	599,7%	n.a.	599,7%	65,7%	133,1%	72,2%	90,3%	0,2%	122,4%	462,4%	195,0%	314,1%	76,9%	526,0%		305,7%	19,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	0,3%	9,3%	23,4%	11,0%	19,4%	35,1%	4,2%	19,5%	45,8%	43,2%	n.a.	44,5%	9,0%	11,8%	10,0%		10,3%	24,1%
CAPEX/Ventas	2,1%	3,2%	5,3%	3,5%	1,1%	7,3%	4,2%	3,9%	2,8%	2,3%	3,1%	2,7%	1,4%	5,3%	4,8%		3,8%	4,5%	
Free Cash Flow	2.685,7	1.792,0	496,8		966,4	8.220,6	12.516,1		107,2	71,4	47,7		17.330,4	7.172,0	9.438,5		5,3		
Deuda financiera Neta	12.469,3	13.521,2	2.623,1		(3.940,5)	15.629,5	10.316,1		n.a.	641,8	176,5		52.505,3	4.700,9	53.517,2		39,5		
DN/EBITDA (x)	2,8	3,1	1,4	2,4	n.a.	1,1	0,6	0,8	n.a.	4,6	1,1	2,8	2,2	0,3	2,8		1,8	1,1	
Pay-out	18,6%	0,0%	33,4%	17,3%	0,0%	39,3%	52,5%	30,6%	0,0%	n.a.	24,7%	12,3%	55,3%	50,2%	71,5%		59,0%	-0,7%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,0	6,7	12,8	7,9	13,7	56,5	14,2	28,1	6,4	25,4	12,4	14,7	14,8	11,6	12,3		12,9	19,3
	P/BV (x)	0,6	1,9	1,6	1,4	2,0	n.a.	4,6	3,3	n.a.	0,7	n.a.	0,7	n.a.	1,4	1,9		1,7	1,0
	EV/Ingresos (x)	2,0	2,3	1,8	2,0	2,2	17,6	4,6	8,2	0,6	0,9	0,6	0,7	6,3	2,6	3,6		4,2	0,8
	EV/EBITDA (x)	6,2	7,5	9,1	7,6	9,0	47,2	11,6	22,6	5,9	9,7	5,7	7,1	13,3	8,8	10,6		10,9	7,6
	EV/EBIT (x)	6,7	8,4	10,7	8,6	8,2	n.a.	12,7	10,5	7,8	15,3	9,9	11,0	13,7	9,9	12,9		12,2	20,4
	ROE	15,5	29,1	12,7	19,1	14,8	67,5	32,5	38,3	n.a.	2,7	n.a.	2,7	215,3	12,4	15,3		81,0	5,4
	FCF Yield (%)	22,3	10,5	3,6	12,1	8,2	1,2	6,0	5,2	10,7	11,7	7,7	10,0	6,4	6,4	6,3		6,4	2,4
	DPA	0,47	0,00	0,62	0,36	0,00	4,90	3,40	2,77	0,00	n.a.	0,22	0,11	5,74	3,83	1,55		3,71	0,00
Dvd Yield	4,7%	0,0%	1,9%	2,2%	0,0%	0,7%	3,6%	1,4%	0,0%	n.a.	1,8%	0,9%	3,8%	4,3%	5,9%		4,7%	n.a.	

(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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos	-	-	156,9	161,1	168,0	180,5	200,2	230,1	236,2	271,2	316,1	348,6	378,9	408,4	n.a.	8,9%
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	2,7%	4,3%	7,4%	10,9%	14,9%	2,7%	14,8%	16,6%	10,3%	8,7%	7,8%		
EBITDA	-	-	17,1	15,3	12,1	11,6	14,1	22,9	23,7	27,4	33,3	36,6	41,8	46,4	n.a.	11,7%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	-10,3%	-21,4%	-4,1%	21,6%	62,6%	3,6%	15,6%	21,5%	10,0%	14,3%	10,8%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	10,9%	9,5%	7,2%	6,4%	7,0%	9,9%	10,0%	10,1%	10,5%	10,5%	11,0%	11,4%		
Beneficio neto	-	-	8,7	7,6	8,8	9,2	4,9	5,7	5,1	8,1	9,4	11,3	14,7	17,3	n.a.	22,6%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	-13,3%	16,2%	4,1%	-46,2%	14,7%	-10,3%	59,6%	15,9%	19,7%	30,6%	17,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	928,7	62,9	63,1	65,3	71,3	76,4	76,9	77,7	78,8	79,6	79,6	79,6		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	0,12	0,14	0,14	0,07	0,07	0,07	0,10	0,12	0,14	0,18	0,22	n.a.	22,2%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,8%	0,7%	-50,7%	7,1%	-10,9%	57,9%	14,3%	18,5%	30,6%	17,8%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	0,12	0,14	0,14	0,10	0,07	0,07	0,10	0,12	0,14	0,18	0,22	n.a.	22,2%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,8%	0,7%	-29,3%	-25,3%	-10,9%	57,9%	14,3%	18,5%	30,6%	17,8%		
CAPEX	-	-	10,5	12,2	17,6	21,1	(61,1)	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(15,7)	(21,2)	(21,6)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	30,5%	n.a.	n.a.	2,6%	2,9%	4,5%	5,6%	5,3%		
Free Cash Flow	-	-	4,0	(12,2)	3,7	(1,1)	(76,2)	9,2	2,0	5,3	4,3	5,3	6,2	9,2	n.a.	28,5%
DN/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	0,7x	1,2x	1,2x	1,9x	4,6x	2,6x	2,4x	1,9x	1,3x	1,1x	0,8x	0,5x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	23,6x	15,5x	15,2x	34,6x	56,6x	47,6x	20,5x	18,6x	19,3x	14,8x	12,6x		
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	1,44x	1,36x	1,00x	0,96x	1,30x	1,74x	1,32x	0,83x	0,71x	0,79x	0,73x	0,68x		
EV/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	13,2x	14,3x	14,0x	15,0x	18,5x	17,5x	13,2x	8,2x	6,8x	7,6x	6,6x	6,0x		
Comport. Absoluto	150,7%	-35,9%	-6,2%	-9,6%	-24,1%	-1,2%	12,1%	75,5%	-25,2%	-32,0%	4,1%	22,8%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	106,4%	-38,2%	1,0%	-7,7%	-29,3%	16,2%	0,3%	107,5%	-30,7%	-28,0%	-15,2%	9,5%				

(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 apartamentos y gestión hotelera 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. 80% s/Capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	38,6	41,9
EV (Mn EUR y USD)	42,7	46,4
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,76 / 1,07 / 0,86	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	2,5	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

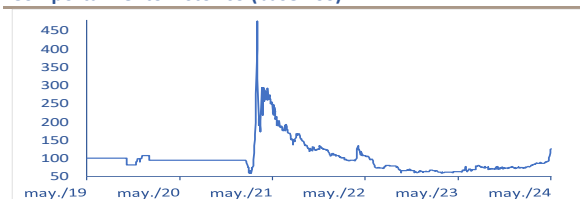
Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	4,3
Free Float	15,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,9	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	13,4	7,1	20,6	22,3
EBITDA Rec.	3,0	1,0	4,2	5,3
% Var.	64,8	-66,8	311,8	26,8
% EBITDA Rec./Ing.	22,7	14,3	20,2	23,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	5,5	11,2	6,2	5,8
Beneficio neto	2,3	-0,3	2,3	3,3
BPA (EUR)	0,11	-0,01	0,10	0,15
% Var.	54,0	-111,7	942,8	44,1
BPA ord. (EUR)	0,09	-0,02	0,10	0,15
% Var.	37,3	-116,4	774,2	44,1
Free Cash Flow Rec.	3,1	-2,1	4,8	5,7
Pay-out (%)	32,0	n.a.	39,7	30,6
DPA (EUR)	0,03	0,04	0,04	0,05
Deuda financiera neta	29,1	31,9	28,1	23,5
DN / EBITDA Rec.(x)	9,5	31,6	6,7	4,4
ROE (%)	2,5	n.a.	2,4	3,4
ROCE (%)	2,6	0,9	3,7	4,9

Ratios y Múltiplos (x)

PER	16,7	n.a.	17,0	11,8
PER Ordinario	18,8	n.a.	17,0	11,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	1,9	2,2	2,3	2,6
EV/Ventas	3,19	6,05	2,07	1,92
EV/EBITDA Rec.	14,0	42,2	10,2	8,1
EV/EBIT	13,9	n.a.	10,9	8,5
FCF Yield (%)	8,1	n.a.	12,5	14,8

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	46,7	63,0	101,3	26,2

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Los resultados 1T24 son poco significativos. La ausencia de ingresos por promoción convierte 2024e en un año de transición. A la espera del verdadero despegue del negocio promotor en 2025e. Ingresos consolidados 1T24 de EUR 1,0Mn (-87% vs 1T23), casi exclusivamente explicados por el negocio turístico. EBITDA en breakeven.

2024e: destaca la evolución del negocio turístico. Para 2024e estimamos unos ingresos totales de EUR 7,1Mn y un EBITDA Rec. de EUR 1,0Mn (incluyendo ingresos de EUR 2,6 Mn de la cartera de renta variable). Destaca el área turística con ingresos de EUR 3,5Mn (vs EUR 3,2Mn 2023). Crecimiento explicado por la fortaleza de KPI's, tanto en ocupación como en precios (lo visto en 2023 y 1T24). Es decir, el área turística es "clave" por aportar recurrencia en un año atípico.

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

Negocio promotor, principal driver de crecimiento desde 2025e. Con un stock pendiente de venta valorado en EUR 26,4Mn y una cartera de ventas de EUR 19,1Mn, nuestras estimaciones apuntan a la recuperación de un negocio promotor recurrente con capacidad de entregar c. 55 viviendas/año en 2025e y 2026e. Iniciando un nuevo ciclo promotor. Un negocio de carácter local, Comunidad Valenciana, donde LIB aprovecha su elevada experiencia.

Valor de la cartera neta vs Market Cap. Con una cartera de inversión diversificada y muy líquida de EUR 63Mn (el 70% corresponde a renta variable) que permite reducir la dependencia del ciclo inmobiliario. Y que neta de deuda a cierre del 1T24 implica un valor de cartera neto de EUR 35Mn (vs EUR 39Mn de Market Cap).

Desinversión en la cartera de private equity. Con un peso en la cartera de inversión total a cierre del 1T24 del 15% (EUR 9Mn). LIB estima iniciar el proceso de desinversión en 2024e (no reflejado en nuestros números por el carácter extraordinario de las plusvalías), lo que debería añadir un extra de resultados tanto en P/L y generación de caja.

Estructura de balance sana. Con una DN 1T24 de EUR 28,1Mn, en una compañía que cuenta con una cartera de inversión muy líquida (excluida del cálculo de la deuda neta y con activos inmobiliarios en alquiler), lo que resalta una posición financiera muy holgada que permitirá seguir creciendo en promoción.

2025e: inicio de un ciclo promotor. En definitiva, 2024e es un año de transición. Toda la atención debe ponerse en el año 2025e y siguientes. Año en el que estimamos unos ingresos de EUR 20,6Mn, donde EUR 14,5Mn corresponderían al negocio promotor. Con un EBITDA Recurrente de EUR 4,2Mn (vs EUR 3,0Mn en 2023).

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 21Mn. Dada su magnitud, cualquier riesgo asociado a su capacidad de recuperación es material (con impacto en P/L y Patrimonio).

Exposición a sectores cíclicos, como el inmobiliario y sector turístico español. Una ralentización de la economía española impactaría negativamente en LIB (que carece de exposición internacional).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Tras el fortísimo rally YTD (+72,5% absoluto) todo indica que LIB sigue siendo "puro value", el valor neto de deuda de la cartera de inversión (EUR 35Mn) seguiría explicando c.90% de Market Cap. Es decir, el negocio turístico y promotor no estaría cotizado, reflejando que LIB sigue siendo una opción de inversión singular y realmente "value" en real estate español.



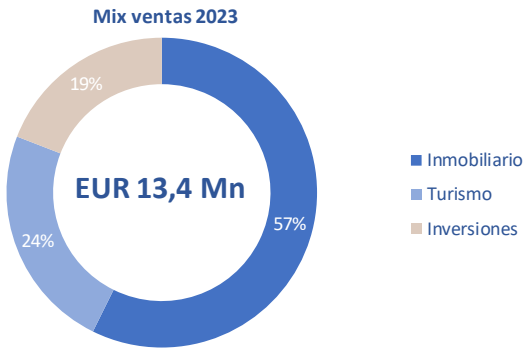
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,0	2,2	2,0	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5		
Inmovilizado material	38,6	38,0	38,4	37,5	38,6	38,8	39,2	39,6		
Otros activos no corrientes	35,3	36,8	36,1	35,9	35,2	35,2	35,2	35,2		
Inmovilizado financiero	53,6	43,3	52,0	51,8	55,8	55,9	55,3	54,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	16,7	22,0	15,6	14,8	12,6	13,4	15,7	14,2		
Total activo	146,7	143,0	144,7	142,2	144,3	145,3	147,5	145,6		
Patrimonio neto	96,1	87,9	91,5	92,3	95,5	94,5	95,7	97,9		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	13,4	13,4	13,9	13,9	14,9	14,9	14,9	14,9		
Otros pasivos no corrientes	2,1	2,2	2,1	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5		
Deuda financiera neta	31,3	34,1	32,6	31,5	29,1	31,9	28,1	23,5		
Pasivo circulante	3,8	5,4	4,6	2,8	3,3	2,5	7,2	7,8		
Total pasivo	146,7	143,0	144,7	142,2	144,3	145,3	147,5	145,6		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	5,6	3,9	16,8	11,5	13,4	7,1	20,6	22,3	24,6%	18,5%
Cto.Total Ingresos	11,4%	-29,4%	329,3%	-31,6%	16,4%	-47,3%	191,8%	8,1%		
Coste de ventas	(1,4)	(1,4)	(12,1)	(5,5)	(5,8)	(2,0)	(11,5)	(12,0)		
Margen Bruto	4,2	2,5	4,7	6,0	7,6	5,1	9,1	10,3	16,1%	10,5%
Margen Bruto / Ingresos	75,4%	64,7%	28,0%	51,8%	56,8%	71,7%	44,2%	46,1%		
Gastos de personal	(2,2)	(1,7)	(2,0)	(2,2)	(2,4)	(2,2)	(2,5)	(2,6)		
Otros costes de explotación	(2,4)	(1,5)	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(1,8)	(2,4)	(2,4)		
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,7)	0,6	1,8	3,0	1,0	4,2	5,3	77,9%	20,1%
Cto.EBITDA recurrente	-128,5%	-83,0%	183,8%	217,0%	64,8%	-66,8%	311,8%	26,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	3,5%	16,1%	22,7%	14,3%	20,2%	23,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(0,4)	1,1	0,0	0,4	-	-	-		
EBITDA	(0,4)	(1,1)	1,7	1,9	3,4	1,0	4,2	5,3	82,3%	15,8%
Depreciación y provisiones	0,1	(0,0)	0,3	0,3	(0,1)	(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)	(0,2)		
EBIT	(0,5)	(1,3)	1,7	1,9	3,1	0,8	3,9	5,0	70,3%	17,9%
Cto.EBIT	n.a.	-163,9%	233,2%	14,8%	58,7%	-75,2%	414,0%	28,5%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	10,0%	16,8%	22,9%	10,8%	19,0%	22,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	2,5	(0,1)	0,8	0,9	1,3	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	(1,7)	(0,4)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio ordinario	1,5	(3,9)	1,6	2,2	3,2	(0,3)	2,8	4,1	21,4%	8,2%
Cto.Beneficio ordinario	48,7%	-360,3%	140,4%	37,9%	49,5%	-110,4%	942,8%	44,1%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,5	(3,9)	1,6	2,2	3,2	(0,3)	2,8	4,1	21,4%	8,2%
Impuestos	(0,4)	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	0,1	(0,6)	(0,8)		
Tasa fiscal efectiva	28,8%	n.a.	22,4%	30,6%	28,5%	n.a.	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,1	(3,6)	1,2	1,5	2,3	(0,3)	2,3	3,3	21,5%	12,3%
Cto.Beneficio neto	669,2%	-440,8%	133,7%	23,4%	54,0%	-111,7%	942,8%	44,1%		
Beneficio ordinario neto	1,1	(3,5)	0,4	1,5	2,1	(0,3)	2,3	3,3	18,1%	16,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	79,4%	-431,8%	111,0%	287,7%	37,3%	-116,4%	774,2%	44,1%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						1,0	4,2	5,3	77,9%	20,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(1,6)	2,4	2,1		
Cash Flow operativo recurrente						-0,8	6,3	7,1	n.a.	9,1%
CAPEX						(0,1)	(0,4)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,1)	(1,1)	(1,0)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(2,1)	4,8	5,7	45,4%	22,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,1)	4,8	5,7	8,7%	20,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,8)	(1,0)	(1,1)		
Variación de Deuda financiera neta						2,9	(3,8)	(4,6)		

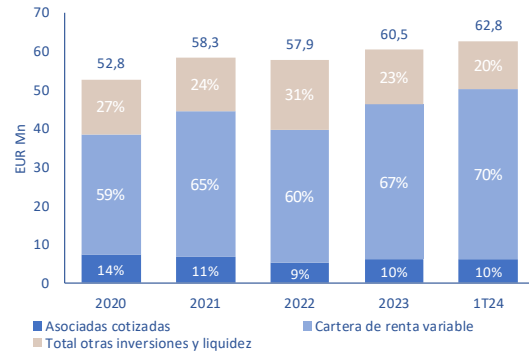


La compañía en 8 gráficos

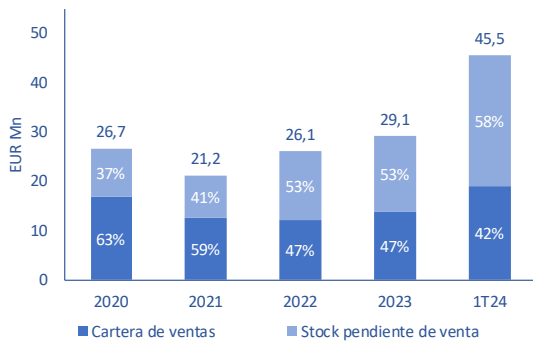
Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera



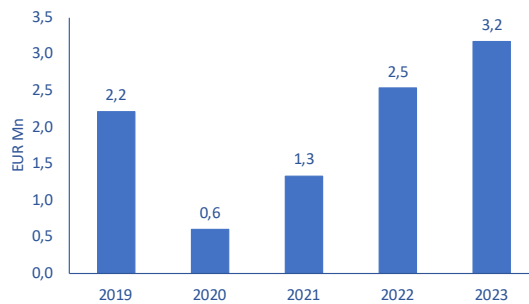
Área de inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (que reduce el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad



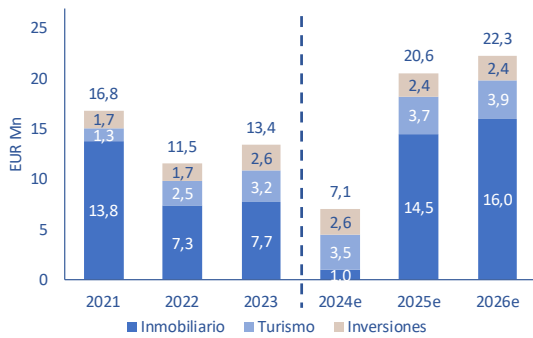
La cartera de ventas (EUR 19,1Mn) y stock pendiente de venta (EUR 26,5Mn) dan visibilidad al negocio promotor



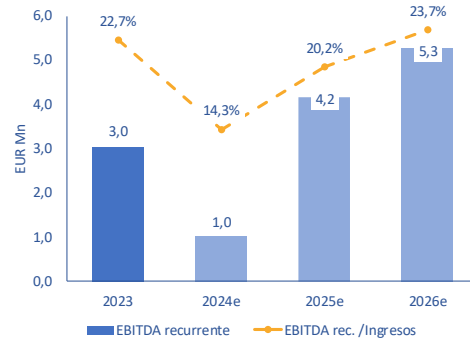
El negocio turístico ya supera ampliamente al ejercicio 2019 (y aún cuenta con capacidad de crecimiento)



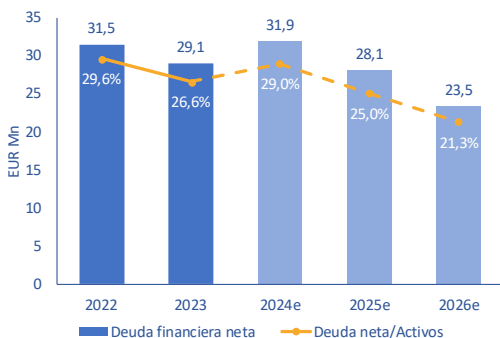
2024e-2026e: el negocio promotor será el principal motor del crecimiento en ingresos



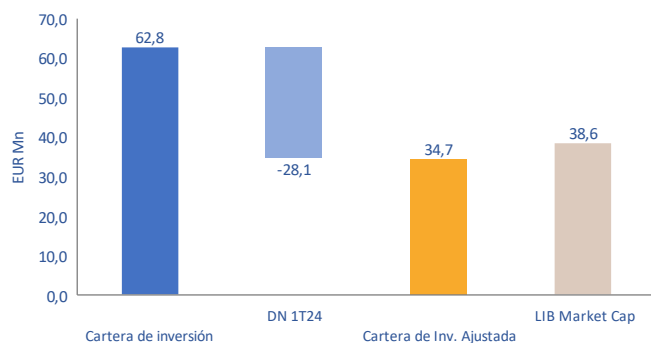
Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente



Todo ello manteniendo una posición financiera holgada (DN/activos < 30%)



Una potencial (y "objetivamente" evidente) reserva de valor, que el mercado está empezando a reconocer



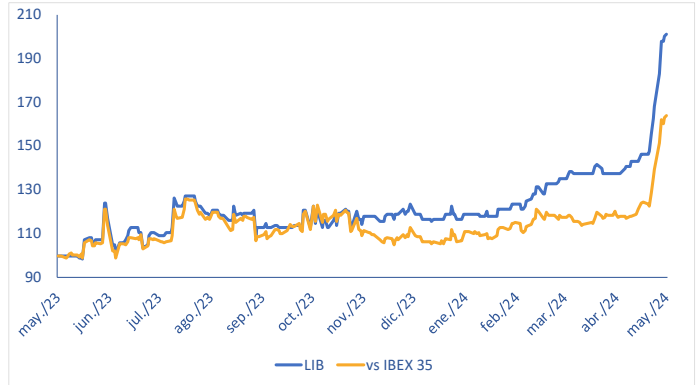


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



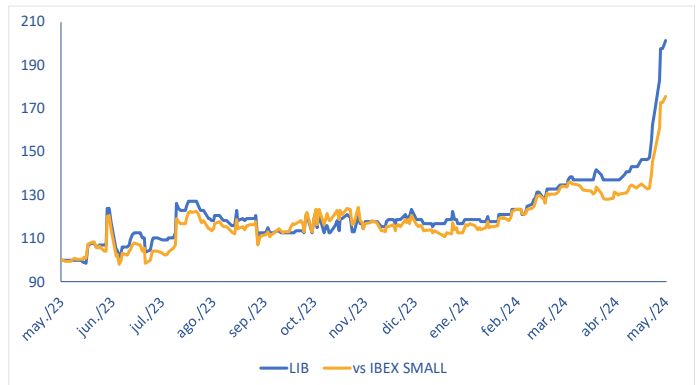
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



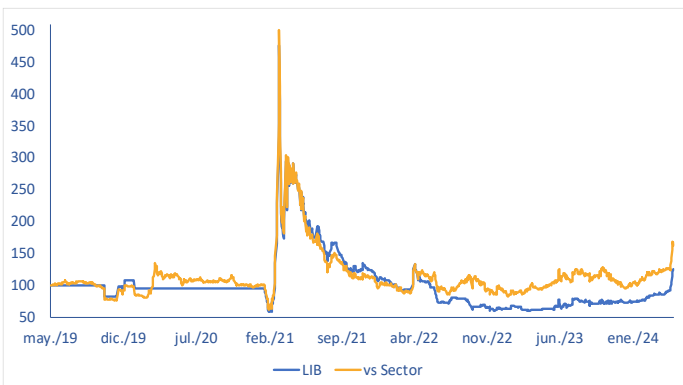
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



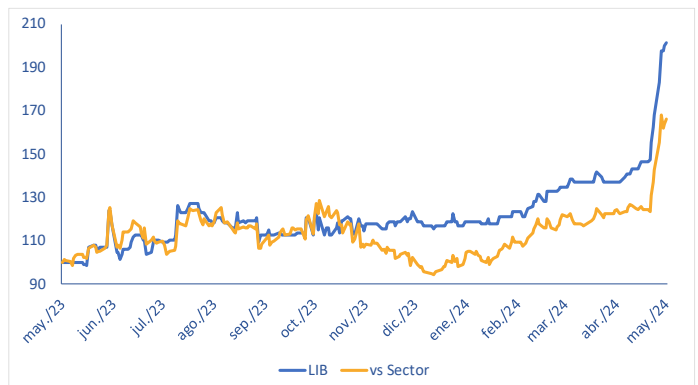
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	46,7	63,0	101,3	72,5	-45,4	26,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	37,7	42,2	63,7	53,9	-55,8	3,4
vs Euro STOXX 50	42,3	53,4	71,9	54,1	-56,8	-14,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	34,3	42,6	75,8	55,0	-46,6	-3,1
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	39,0	50,9	91,6	60,1	-40,9	4,5
vs MSCI Europe Micro Cap	38,2	51,8	95,6	63,3	-33,0	5,3
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	33,3	51,9	66,1	73,4	-28,9	66,9

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



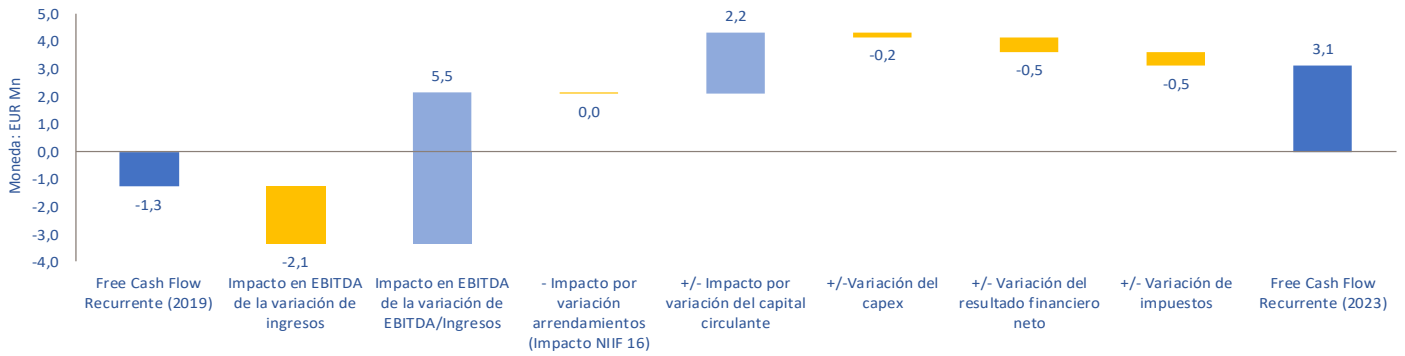
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(0,7)	0,6	1,8	3,0	1,0	4,2	5,3	85,4%	20,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-83,0%	183,8%	217,0%	64,8%	-66,8%	311,8%	26,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	3,5%	16,1%	22,7%	14,3%	20,2%	23,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(3,7)	5,6	(1,0)	2,7	(1,6)	2,4	2,1		
= Cash Flow operativo recurrente	(4,6)	6,0	0,6	5,5	(0,8)	6,3	7,1	47,2%	9,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	229,6%	-89,6%	778,3%	-115,1%	864,3%	12,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	35,6%	5,4%	41,0%	<i>n.a.</i>	30,7%	32,0%		
- CAPEX	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,4)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,0)		
- Impuestos	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	(5,4)	4,9	(0,9)	3,1	(2,1)	4,8	5,7	37,2%	22,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-324,7%	190,7%	-117,5%	465,2%	-166,1%	333,5%	18,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	29,0%	<i>n.a.</i>	23,4%	<i>n.a.</i>	23,5%	25,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,4)	1,1	0,0	0,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,1	(0,6)	2,2	(0,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(4,7)	5,4	1,4	3,3	(2,1)	4,8	5,7	39,3%	20,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-297,8%	215,4%	-73,7%	132,7%	-163,0%	333,5%	18,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	12,7%	<i>n.a.</i>	8,1%	<i>n.a.</i>	12,5%	14,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	13,9%	3,7%	8,5%	<i>n.a.</i>	12,5%	14,8%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,3)	(5,4)	4,9	(0,9)	3,1	(2,1)	4,8		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	(2,3)	(0,2)	0,3	(1,4)	1,9	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	3,6	1,4	0,9	(0,6)	1,2	0,8		
= Variación EBITDA recurrente	(0,3)	1,3	1,3	1,2	(2,0)	3,2	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,0)	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,2)	9,4	(6,6)	3,7	(4,3)	4,0	(0,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(4,5)	10,6	(5,4)	4,9	(6,3)	7,2	0,8		
+/- Variación del CAPEX	(0,3)	0,3	(0,2)	(0,0)	0,1	(0,3)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	0,1	(0,6)	0,1	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,7	(0,6)	(0,3)	(0,3)	0,9	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(4,1)	10,3	(5,7)	4,0	(5,2)	6,9	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	(5,4)	4,9	(0,9)	3,1	(2,1)	4,8	5,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,3)	1,7	1,9	3,1	0,8	3,9	5,0	64,2%	17,9%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	22,4%	30,0%	28,5%	0,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,4)	(0,6)	(0,9)	-	(0,8)	(1,0)		
EBITDA recurrente	(0,7)	0,6	1,8	3,0	1,0	4,2	5,3	85,4%	20,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(3,7)	5,6	(1,0)	2,7	(1,6)	2,4	2,1		
= Cash Flow operativo recurrente	(4,6)	6,0	0,6	5,5	(0,8)	6,3	7,1	47,2%	9,1%
- CAPEX	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,4)	(0,6)	(0,9)	-	(0,8)	(1,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(5,0)	5,6	(0,2)	4,4	(1,0)	5,1	5,7	42,3%	9,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	211,8%	-103,1%	<i>n.a.</i>	-122,2%	629,7%	10,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	33,0%	<i>n.a.</i>	32,6%	<i>n.a.</i>	24,9%	25,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,1	(0,6)	2,2	(0,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,9)	5,0	2,1	4,2	(1,0)	5,1	5,7	45,5%	10,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-212,3%	228,6%	-58,3%	101,0%	-123,2%	629,7%	10,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	13,0%	<i>n.a.</i>	10,2%	<i>n.a.</i>	12,0%	13,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	11,7%	4,9%	9,8%	<i>n.a.</i>	12,0%	13,3%		

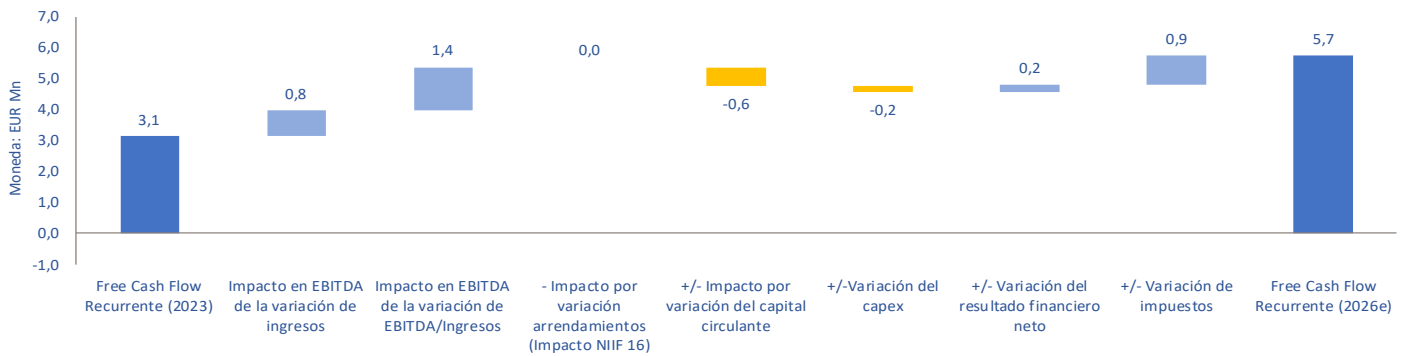


Analítica del Free Cash Flow (II)

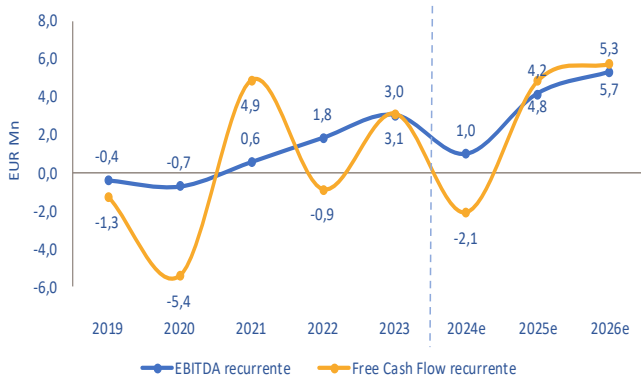
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



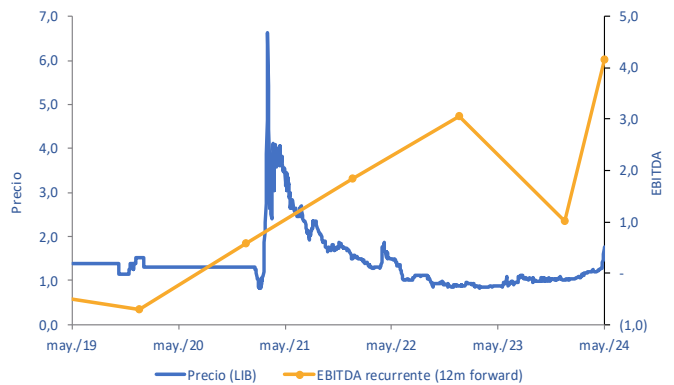
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,0)	5,1	5,7	125,8		
Market Cap	38,6	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	28,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)				
					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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	57,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	42,1%	D			=	=
WACC	6,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,8%	7,4%
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	38,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 3m 2024
+ Deuda financiera neta	28,1	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	1,4	Rdos. 3m 2024
+/- Otros ⁽¹⁾	(22,6)	Rdos. 3m 2024
Enterprise Value (EV)	42,7	

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 36,0Mn y EUR 15,1Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (c.EUR 1.0Mn)

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	1,5%	1,6%	2,6%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-4,0%	-1,7%			
FCF Yield - WACC	1,5%	8,2%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	22,2%	4,6	9,3x
Central	20,2%	4,2	10,2x
Min	18,2%	3,8	11,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			➔	Escenario			FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	1,8%	2,0%	2,2%		Max	13,7%	13,6%	13,5%		
4,6	5,3	5,2	5,2		Central	12,6%	12,5%	12,4%		
4,2	4,9	4,8	4,8		Min	11,6%	11,5%	11,4%		
3,8	4,5	4,4	4,4							

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	50,0%	50,0%	50,0%
% de mujeres en la plantilla	42,1%	46,7%	50,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	16,0%	12,8%	13,7%



Principales comparables 2024e

		Promoción inmobiliaria					Turismo				
EUR Mn		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur	Average	Playa Hotels & Resorts	PPHE Hotel Group	Pierre et Vacances	Average	LIB
Datos Mercado	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	1.372,7	887,1	841,1	149,4		1.044,8	699,7	703,5		38,6
	Enterprise value (EV)	1.576,4	1.392,8	1.034,8	393,1		2.043,5	2.140,3	3.903,2		42,7
Información financiera básica	Total Ingresos	675,5	992,3	668,0	187,4		880,1	528,2	1.974,9		7,1
	Cto.Total Ingresos	15,2%	-7,9%	12,4%	33,5%	13,3%	-2,2%	8,8%	10,5%	5,7%	-47,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,8%	-0,7%	1,2%	-6,2%	-0,2%	1,0%	5,9%	3,5%	3,5%	77,6%
	EBITDA	68,1	154,8	97,3	30,7		244,6	170,5	153,3		1,0
	Cto. EBITDA	455,1%	-10,1%	-9,6%	64,8%	125,0%	2,9%	13,5%	-68,0%	-17,2%	-70,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	7,2%	0,9%	-1,6%	-1,5%	1,3%	4,2%	9,5%	13,2%	9,0%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	10,1%	15,6%	14,6%	16,4%	14,2%	27,8%	32,3%	7,8%	22,6%	14,3%
	EBIT	62,7	150,4	92,4	26,4		157,4	109,5	98,9		0,8
	Cto. EBIT	590,4%	-10,5%	-7,8%	80,9%	163,3%	-3,0%	12,4%	-53,7%	-14,8%	-75,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,7%	0,5%	-1,3%	-2,2%	2,2%	10,8%	11,6%	16,7%	13,1%	n.a.
	EBIT/Ingresos	9,3%	15,2%	13,8%	14,1%	13,1%	17,9%	20,7%	5,0%	14,5%	10,8%
	Beneficio Neto	39,0	95,8	67,1	12,5		67,5	37,0	42,0		(0,3)
	Cto. Beneficio Neto	287,1%	-12,5%	-25,9%	10,9%	64,9%	36,2%	41,1%	166,6%	81,3%	-111,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,3%	1,8%	-3,1%	-1,5%	2,1%	23,4%	28,6%	34,2%	28,7%	n.a.
	CAPEX/Ventas	3,4%	0,4%	18,7%	33,0%	13,9%	8,4%	13,6%	3,9%	8,7%	2,0%
Free Cash Flow	116,8	110,8	145,1	(6,9)		3,4	50,8	8,5		(2,1)	
Deuda financiera Neta	304,0	363,2	257,7	253,1		771,4	846,5	(90,0)		31,9	
DN/EBITDA (x)	4,5	2,3	2,6	8,3	4,4	3,2	5,0	n.a.	4,1	31,6	
Pay-out	335,0%	85,3%	275,3%	47,2%	185,7%	0,0%	54,6%	0,0%	18,2%	-316,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	35,4	8,9	12,5	11,7	17,1	15,5	15,9	17,6	16,3	n.a.
	P/BV (x)	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	2,0	1,8	17,2	7,0	0,4
	EV/Ingresos (x)	2,3	1,4	1,5	2,1	1,8	2,3	4,1	2,0	2,8	6,0
	EV/EBITDA (x)	23,1	9,0	10,6	12,8	13,9	8,4	12,6	25,5	15,5	42,2
	EV/EBIT (x)	25,1	9,3	11,2	14,9	15,1	13,0	19,5	39,5	24,0	n.a.
	ROE	2,4	10,3	7,6	8,0	7,1	13,0	11,4	98,0	40,8	n.a.
	FCF Yield (%)	8,5	12,5	17,2	n.a.	12,7	0,3	7,3	1,2	2,9	n.a.
	DPA	0,86	1,88	2,48	0,32	1,39	0,00	0,48	0,00	0,16	0,04
	Dvd Yield	9,5%	9,3%	22,1%	4,0%	11,2%	0,0%	2,9%	0,0%	1,0%	2,2%

(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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	23-26e
Total Ingresos	10,1	9,0	5,7	5,2	3,7	5,0	5,6	3,9	16,8	11,5	13,4	7,1	20,6	22,3	2,9%	18,5%
Cto. Total ingresos	-79,2%	-11,1%	-36,2%	-9,8%	-28,3%	34,6%	11,4%	-29,4%	329,3%	-31,6%	16,4%	-47,3%	191,8%	8,1%		
EBITDA	(8,2)	1,4	0,5	0,3	0,2	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,7	1,9	3,4	1,0	4,2	5,3	9,2%	15,8%
Cto. EBITDA	73,9%	116,9%	-62,2%	-39,7%	-44,0%	-103,7%	n.a.	-182,9%	255,0%	13,4%	81,7%	-70,3%	311,8%	26,8%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	15,5%	9,2%	6,1%	4,8%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	16,3%	25,4%	14,3%	20,2%	23,7%		
Beneficio neto	(48,6)	0,7	1,2	0,9	0,3	0,1	1,1	(3,6)	1,2	1,5	2,3	(0,3)	2,3	3,3	7,4%	12,3%
Cto. Beneficio neto	-64,7%	101,4%	72,8%	-20,7%	-64,6%	-58,0%	669,2%	-440,8%	133,7%	23,4%	54,0%	-111,7%	942,8%	44,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	21,0	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9		
BPA (EUR)	-2,33	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,05	-0,17	0,06	0,07	0,11	-0,01	0,10	0,15	7,4%	12,3%
Cto. BPA	-64,7%	n.a.	72,9%	-20,7%	-64,6%	-58,0%	n.a.	n.a.	n.a.	18,3%	54,0%	n.a.	n.a.	44,1%		
BPA ord. (EUR)	-2,33	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,05	-0,17	0,02	0,07	0,09	-0,02	0,10	0,15	7,4%	16,8%
Cto. BPA ord.	-64,7%	n.a.	72,9%	-20,7%	-64,6%	-58,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	37,3%	n.a.	n.a.	44,1%		
CAPEX	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,4)	(0,4)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8%	1,3%	8,7%	0,4%	1,9%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow	10,3	17,8	4,9	3,7	3,1	0,9	2,4	(4,7)	5,4	1,4	3,3	(2,1)	4,8	5,7	-10,8%	20,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,7x	16,8x	8,5x	31,6x	6,7x	4,4x		
PER (x)	n.a.	67,1x	36,3x	45,8x	n.a.	n.a.	29,8x	n.a.	25,7x	12,9x	9,7x	n.a.	17,0x	11,8x		
EV/Vtas (x)	2,19x	5,08x	7,12x	7,46x	9,28x	8,86x	8,02x	10,56x	2,64x	2,56x	2,32x	6,05x	2,07x	1,92x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	32,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27,0x	15,7x	9,1x	42,2x	10,2x	8,1x		
Comport. Absoluto	-64,9%	135,0%	-6,4%	0,0%	-0,1%	-30,1%	6,4%	-12,5%	12,4%	-40,4%	15,4%	72,5%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-71,1%	126,7%	0,8%	2,1%	-7,0%	-17,8%	-4,8%	3,5%	4,1%	-36,8%	-6,0%	53,9%				

(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).

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.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

La normalización del precio de las materias primas y la energía marca 2023. Y tiene su reflejo en la evolución de los ingresos (EUR 98,5Mn; -13,6% vs 2022) con un volumen 2023 “plano” (+1,4% vs 2022) y caída de precios (-15%). Mientras que la no indexación del 100% de los contratos ralentiza la mejora de márgenes (Mg. EBITDA rec. 2023 8,5% vs 7,1% en 2022; muy lejos del c.15% visto en 2019).

La buena noticia es la reducción de la Deuda Neta. Principalmente, por la gestión del periodo medio de cobro (c.-30%) que dispara la entrada de CF por circulante, reduciendo la Deuda Neta 2023 hasta EUR 13,7Mn (-26,8% vs 2022) y el nivel de apalancamiento (DN/EBITDA 1,1x) pese a un mayor CAPEX (EUR 8,8Mn).

Vemos crecimiento en 2024e. Por tres razones: i) el sector de automoción aún se encuentra a c.78% de niveles pre-Covid (2023), ii) estabilización de los precios de energía y materias primas y iii) año de transición para comercialización de nuevas piezas mecanizadas (aún en desarrollo). Estimamos unos ingresos 2024e de EUR 103,5Mn (+5,1%) y un EBITDA de EUR 9,9Mn (+18.2%; Mg. EBITDA 2024e 9,5%).

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

Posición competitiva en un negocio especializado. El factor diferencial es el know-how (fundada en 1968) y la vocación de largo plazo en la relación con sus clientes. 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 (88% s/Ingresos 2023).

Desarrollo continuo de piezas nuevas. La empresa apuesta por el desarrollo de piezas con mayor valor añadido, un proceso que dura c. 2 años desde su inicio hasta la licitación final, que tiene una duración de 5 años. Lo que permite aspirar a unos ingresos 2026e de c. EUR 120Mn (+6,4% TACC 2023-2025e).

Aún hay cancha para seguir mejorando márgenes. Si bien no esperamos grandes cambios en 2024e por las débiles expectativas en la venta de vehículos (en Europa se vendieron 12,8Mn en 2023 vs 15,3Mn en 2019). La estabilización (y posterior recuperación) del sector será el catalizador para una mejora del Mg. EBITDA 2026e hasta 12,6% (vs 8,5% en 2023 y 14,6% en 2019). Clave de bóveda del equity story.

Sólida generación de caja y atractiva rentabilidad por dividendo. Esperamos un CAPEX estable (4,5% s/Ingresos) para la actualización y mejora de procesos, que permita traducir el mayor nivel de rentabilidad en un mayor FCF (FCF Yield 26e: 8,5%). Y un pay-out de c. 80% (en línea con el histórico) con Dividend Yield 26e 8,8%.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Dependencia del sector automovilístico. Los resultados positivos del sector proceden del aumento del precio de los vehículos, no del volumen. Lo que hace que los proveedores de piezas mantengan unos volúmenes inferiores de producción. Esta tendencia del mercado puede impactar negativamente sobre nuestras estimaciones.

Incertidumbre en la evolución de materias primas y energía. Pese a la normalización de los precios durante 2023 y los primeros meses de 2024, el contexto geopolítico sigue presentando un elevado grado de incertidumbre. Lo que podría repercutir en los costes de materias primas y energía. Y presionar a la baja los márgenes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El momentum del sector es débil. Los fabricantes de piezas atraviesan una fase de debilidad en mercado desde la irrupción del Covid-19 (Sector en Europa -67% -3y vs -54,5% de LGT). El “mejor” comportamiento relativo de LGT deja unos múltiplos por encima de sus comparables, aún con los márgenes penalizados. Por lo que, la clara recuperación de los mismos (¿2025?) será imprescindible para devolver el atractivo a una compañía con potencial de altos niveles de generación FCF.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	68,8	74,8
EV (Mn EUR y USD)	84,4	91,8
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,34 / 7,05 / 6,12	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽¹⁾	8,4	
Factset / Bloomberg	LGT-ES / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Mallorquina de Seguros	6,0
Onchena	9,4
Free Float	29,6

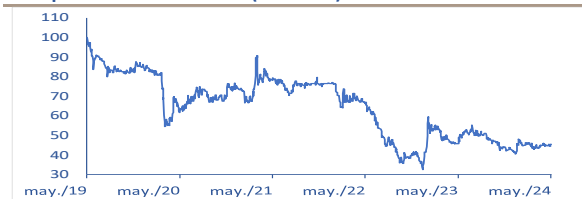
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	98,5	103,5	110,7	118,5
EBITDA Rec.	8,4	9,9	12,1	14,9
% Var.	4,0	18,2	22,3	23,5
% EBITDA Rec./Ing.	8,5	9,5	10,9	12,6
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	13,4	12,3	7,5	7,1
Beneficio neto	3,2	3,9	5,4	7,4
BPA (EUR)	0,32	0,39	0,54	0,74
% Var.	2,4	19,5	39,3	38,6
BPA ord. (EUR)	0,25	0,33	0,48	0,69
% Var.	-1,4	31,6	46,2	43,3
Free Cash Flow Rec.	6,5	2,5	4,0	5,8
Pay-out (%)	83,7	80,4	80,4	81,1
DPA (EUR)	0,27	0,31	0,43	0,60
Deuda financiera neta	9,6	9,0	7,3	5,0
DN / EBITDA Rec.(x)	1,1	0,9	0,6	0,3
ROE (%)	7,0	8,3	11,1	14,6
ROCE (%)	6,1	7,6	10,3	13,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	21,3	17,8	12,8	9,2
PER Ordinario	27,7	21,0	14,4	10,0
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,3
Dividend Yield (%)	3,9	4,5	6,3	8,8
EV/Ventas	0,86	0,82	0,76	0,71
EV/EBITDA Rec.	10,1	8,5	7,0	5,7
EV/EBIT	17,3	14,7	10,8	8,0
FCF Yield (%)	9,5	3,6	5,9	8,5

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-0,3	-1,7	-0,7	-54,5

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts.



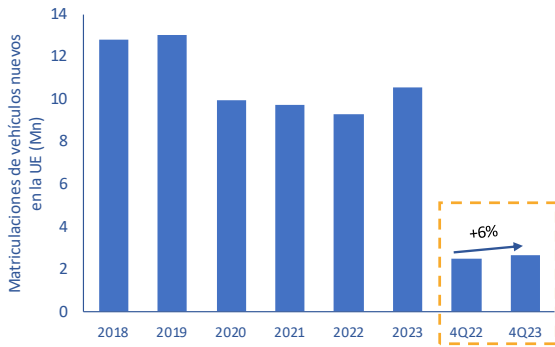
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	0,9	1,1	1,6	1,6	2,0	3,4	4,6	5,6		
Inmovilizado material	56,8	57,2	57,1	56,4	60,9	59,7	58,5	57,7		
Otros activos no corrientes	0,5	0,4	1,2	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	28,9	28,3	25,7	32,2	22,0	23,6	25,8	28,2		
Total activo	87,7	87,3	85,9	91,3	85,4	87,1	89,3	92,0		
Patrimonio neto	46,2	45,1	43,7	46,8	46,0	47,2	49,5	52,6		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	8,3	1,4	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8		
Otros pasivos no corrientes	0,2	0,1	0,2	0,1	5,5	5,5	5,5	5,5		
Deuda financiera neta	15,2	9,2	19,9	18,7	9,6	9,0	7,3	5,0		
Pasivo circulante	24,6	24,5	20,7	24,7	23,5	24,7	26,3	28,1		
Total pasivo	87,7	87,3	85,9	91,3	85,4	87,1	89,3	92,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	114,9	91,2	85,9	113,9	98,5	103,5	110,7	118,5	-3,8%	6,4%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>32,7%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,0%</i>		
Coste de ventas	(49,6)	(37,7)	(40,5)	(48,9)	(45,6)	(47,6)	(49,3)	(51,5)		
Margen Bruto	65,3	53,5	45,4	65,0	52,9	55,9	61,4	66,9	-5,1%	8,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>56,8%</i>	<i>58,7%</i>	<i>52,9%</i>	<i>57,1%</i>	<i>53,7%</i>	<i>54,0%</i>	<i>55,5%</i>	<i>56,5%</i>		
Gastos de personal	(27,8)	(25,2)	(22,7)	(23,3)	(24,5)	(25,8)	(27,2)	(28,8)		
Otros costes de explotación	(20,6)	(16,5)	(21,2)	(33,7)	(20,0)	(20,2)	(22,1)	(23,2)		
EBITDA recurrente	16,8	11,8	1,5	8,0	8,4	9,9	12,1	14,9	-16,1%	21,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>-7,5%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>-87,2%</i>	<i>430,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>22,3%</i>	<i>23,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>1,8%</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,9%</i>	<i>12,6%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	0,8	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8		
EBITDA	16,8	12,6	2,0	8,9	9,3	10,7	12,9	15,7	-13,7%	18,9%
Depreciación y provisiones	(5,5)	(4,5)	(5,1)	(5,5)	(5,6)	(5,9)	(5,9)	(5,9)		
Gastos capitalizados	0,4	0,7	1,0	1,2	1,5	1,3	1,2	1,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	11,7	8,7	(2,2)	4,5	4,9	5,7	7,8	10,5	-19,6%	29,2%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-25,8%</i>	<i>-124,9%</i>	<i>308,2%</i>	<i>8,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>35,8%</i>	<i>34,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,6%</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	11,4	8,4	(2,5)	4,1	4,2	5,1	7,2	9,9	-22,0%	32,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-26,7%</i>	<i>-129,6%</i>	<i>265,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>21,4%</i>	<i>39,3%</i>	<i>38,6%</i>		
Extraordinarios	-	(0,4)	0,5	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	11,4	8,0	(2,0)	4,1	4,2	5,1	7,2	9,9	-22,0%	32,8%
Impuestos	(2,7)	(2,1)	0,5	(0,9)	(1,0)	(1,3)	(1,8)	(2,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>23,6%</i>	<i>25,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,1%</i>	<i>23,8%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,7	6,0	(1,5)	3,2	3,2	3,9	5,4	7,4	-22,0%	32,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>-124,8%</i>	<i>313,3%</i>	<i>2,4%</i>	<i>19,5%</i>	<i>39,3%</i>	<i>38,6%</i>		
Beneficio ordinario neto	8,7	5,6	(2,9)	2,5	2,5	3,3	4,8	6,9	-26,9%	40,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-35,8%</i>	<i>-152,3%</i>	<i>186,0%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>31,6%</i>	<i>46,2%</i>	<i>43,3%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						9,9	12,1	14,9	-16,1%	21,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var. capital circulante						(0,5)	(0,5)	(0,6)		
Cash Flow operativo recurrente						9,1	11,2	14,0	-2,7%	-6,1%
CAPEX						(4,7)	(4,8)	(5,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Impuestos						(1,3)	(1,8)	(2,5)		
Free Cash Flow Recurrente						2,5	4,0	5,8	-6,2%	-3,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,8	0,8	0,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,3	4,8	6,6	11,1%	-20,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,7)	(3,1)	(4,3)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,6)	(1,7)	(2,3)		

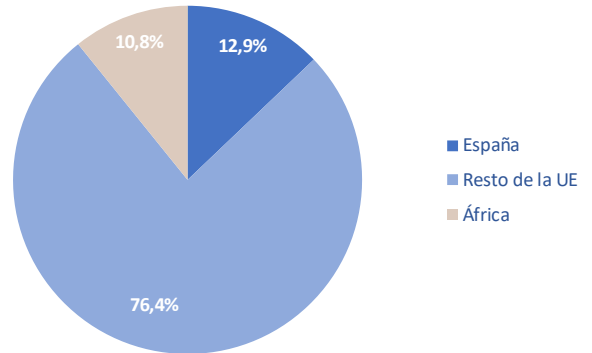


La compañía en 8 gráficos

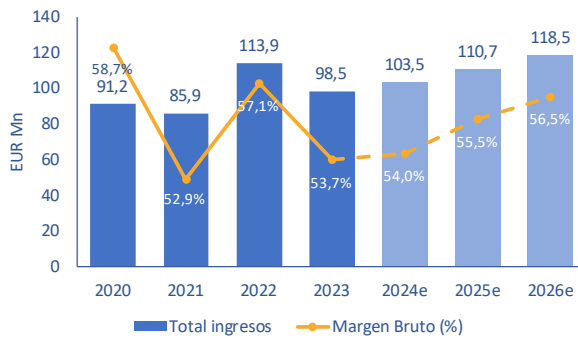
En 2023 hemos visto una recuperación del número de matriculaciones en Europa (aunque aún lejos de niveles 2019)



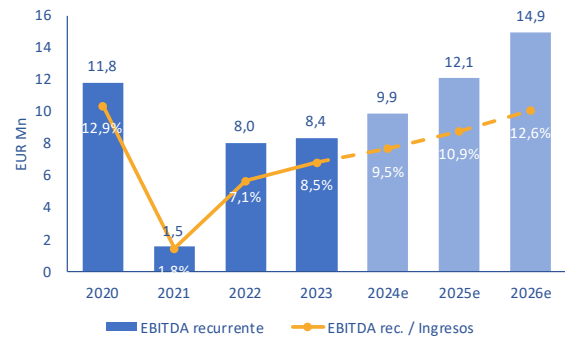
Sus exportaciones representan el 87% de su cifra de negocio, siendo Europa su principal fuente de ingresos



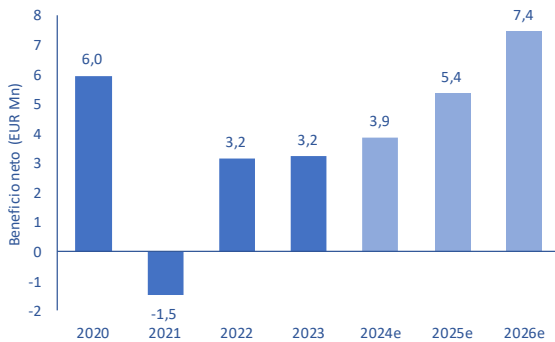
Pese a los mayores volúmenes, los precios mermarán la capacidad de crecer en ingresos



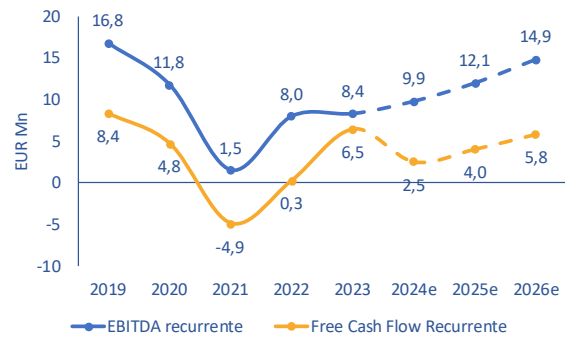
Queda mucho recorrido en la recuperación del margen (aún muy penalizado por los elevados costes de materias primas)



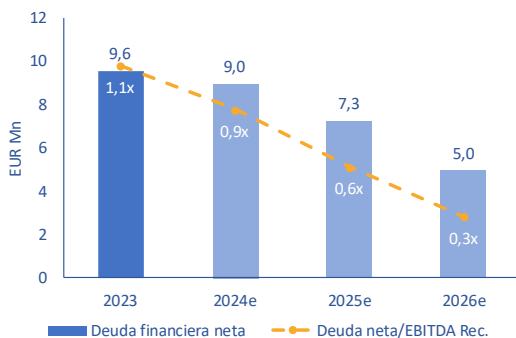
Sin impacto significativo por gastos financieros, LGT convertirá c. 30% del EBITDA en Beneficio Neto



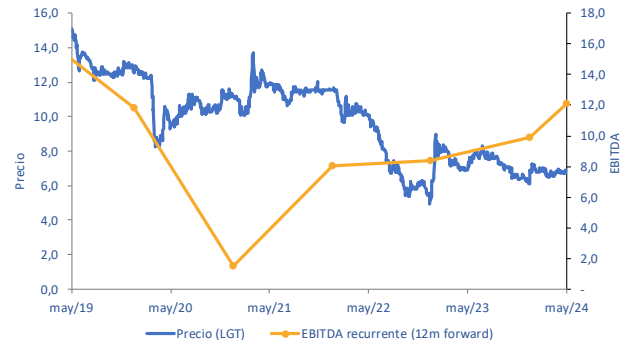
Una compañía con elevado potencial de generación de Free Cash Flow



La generación de caja permitirá devolver el apalancamiento a niveles de 0,9x DN/EBITDA en 2024e



Los resultados 2024e podrían actuar como catalizador en la medida en que harán creíble que la mejora de márgenes es posible



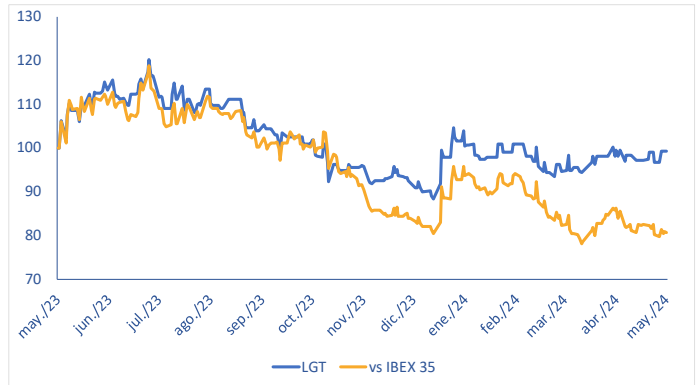


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



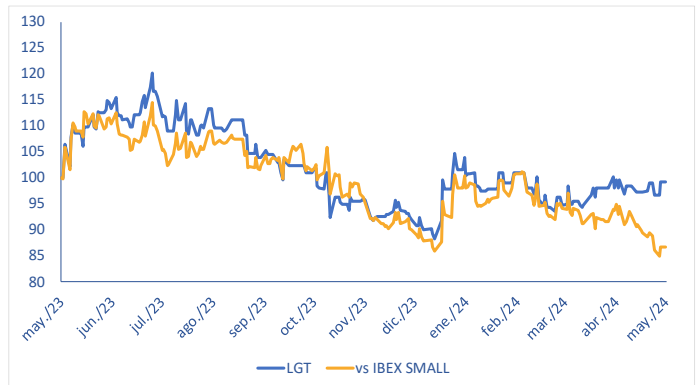
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



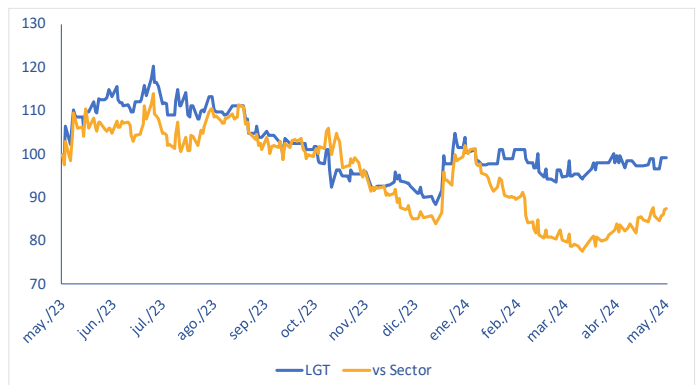
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-0,3	-1,7	-0,7	12,4	-42,6	-54,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,4	-14,2	-19,3	0,3	-53,6	-62,7
vs Euro STOXX 50	-3,2	-7,5	-15,3	0,4	-54,6	-69,2
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,7	-14,0	-13,3	1,0	-43,8	-65,1
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-5,5	-9,0	-5,5	4,3	-37,9	-62,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,0	-8,4	-3,6	6,4	-29,6	-62,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts	4,4	-2,3	-12,4	4,4	-46,9	-66,9

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



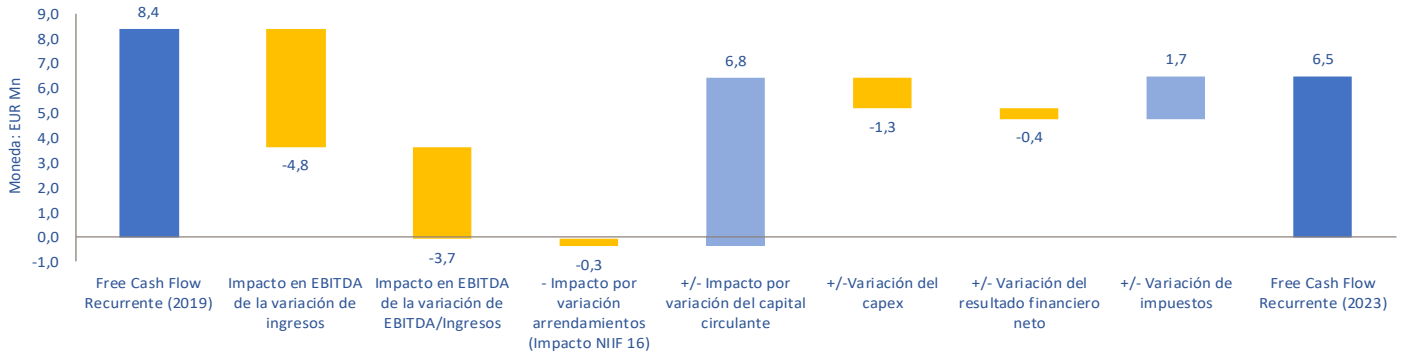
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	11,8	1,5	8,0	8,4	9,9	12,1	14,9	-10,9%	21,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-29,9%	-87,2%	430,5%	4,0%	18,2%	22,3%	23,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,9%	1,8%	7,1%	8,5%	9,5%	10,9%	12,6%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,6	(1,3)	(2,5)	8,9	(0,5)	(0,5)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	12,3	0,1	5,5	16,9	9,1	11,2	14,0	11,3%	-6,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-35,0%	-99,0%	n.a.	209,0%	-46,5%	24,1%	24,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	13,5%	0,1%	4,8%	17,2%	8,8%	10,2%	11,8%		
- CAPEX	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(8,8)	(4,7)	(4,8)	(5,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos	(1,8)	0,5	(0,9)	(1,0)	(1,3)	(1,8)	(2,5)		
= Free Cash Flow recurrente	4,8	(4,9)	0,3	6,5	2,5	4,0	5,8	11,0%	-3,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-43,4%	-202,8%	106,4%	n.a.	-61,4%	61,0%	44,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	5,2%	n.a.	0,3%	6,6%	2,4%	3,7%	4,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,8	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,5	(0,2)	5,9	-	-	-		
= Free Cash Flow	5,6	(4,0)	0,9	13,4	3,3	4,8	6,6	33,7%	-20,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-36,3%	-171,2%	122,8%	n.a.	-75,4%	46,6%	37,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,9%	n.a.	0,5%	9,5%	3,6%	5,9%	8,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	8,1%	n.a.	1,3%	19,5%	4,8%	7,0%	9,6%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	8,4	4,8	(4,9)	0,3	6,5	2,5	4,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(3,5)	(0,7)	0,5	(1,1)	0,4	0,7	0,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,6)	(9,6)	6,0	1,4	1,1	1,5	2,0		
= Variación EBITDA recurrente	(5,0)	(10,3)	6,5	0,3	1,5	2,2	2,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	-	(0,3)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	(1,9)	(1,2)	11,4	(9,4)	(0,0)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(6,6)	(12,2)	5,4	11,5	(7,9)	2,2	2,8		
+/- Variación del CAPEX	2,1	0,2	1,4	(5,0)	4,1	(0,1)	(0,3)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,0)	0,1		
+/- Variación de impuestos	1,0	2,3	(1,5)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,7)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(3,6)	(9,6)	5,2	6,2	(4,0)	1,5	1,8		
Free Cash Flow Recurrente	4,8	(4,9)	0,3	6,5	2,5	4,0	5,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	8,7	(2,2)	4,5	4,9	5,7	7,8	10,5	-17,5%	29,2%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	25,7%	0,0%	23,1%	23,8%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	-	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(2,0)	(2,6)		
EBITDA recurrente	11,8	1,5	8,0	8,4	9,9	12,1	14,9	-10,9%	21,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,6	(1,3)	(2,5)	8,9	(0,5)	(0,5)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	12,3	0,1	5,5	16,9	9,1	11,2	14,0	11,3%	-6,1%
- CAPEX	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(8,8)	(4,7)	(4,8)	(5,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	-	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(2,0)	(2,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4,6	(5,1)	0,6	7,0	3,0	4,5	6,3	15,1%	-3,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-46,7%	-211,6%	112,1%	n.a.	-57,6%	52,7%	38,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	5,0%	n.a.	0,5%	7,1%	2,9%	4,1%	5,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,5	(0,2)	5,9	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	4,6	(4,7)	0,4	12,9	3,0	4,5	6,3	41,1%	-21,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-48,9%	-201,7%	108,5%	n.a.	-77,0%	52,7%	38,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	5,4%	n.a.	0,7%	8,3%	3,5%	5,4%	7,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	5,4%	n.a.	0,5%	15,3%	3,5%	5,4%	7,4%		

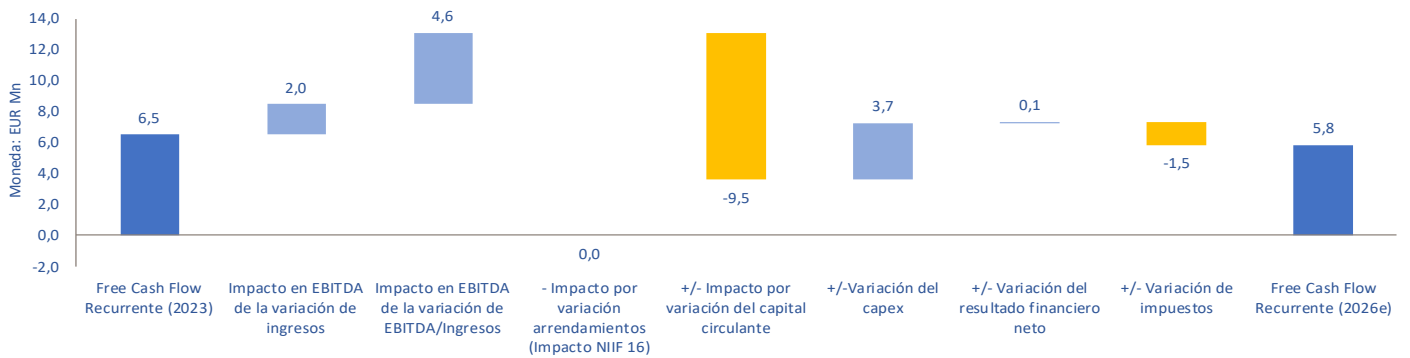


Analítica del Free Cash Flow (II)

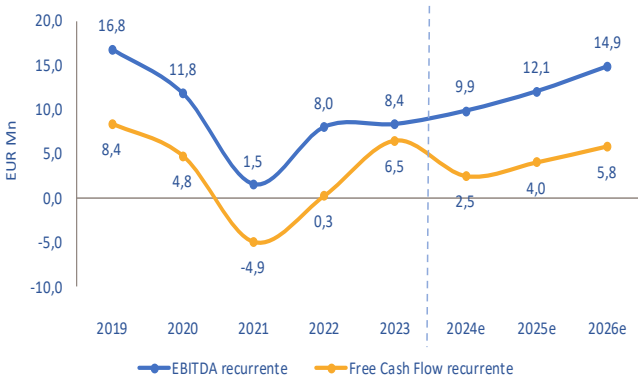
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



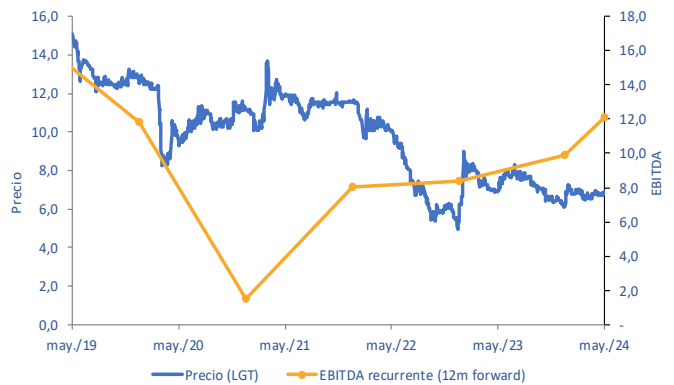
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,0	4,5	6,3	97,9			
Market Cap	68,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 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)	3,3%	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	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,8%	10,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	87,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	12,2%	D			=	=	
WACC	9,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,1%	9,6%	
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	68,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	6,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	9,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	84,4	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	14,3%	10,3%	n.a.	5,3%	6,1%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-3,0%	4,6%			
FCF Yield - WACC	0,4%	-0,6%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	12,0%	13,3	6,3x
Central	10,9%	12,1	7,0x
Min	9,8%	10,9	7,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	3,9%	4,3%		4,7%	Max	Central
13,3	5,7	5,3	4,8	8,3%	7,6%	7,0%	
12,1	4,5	4,0	3,6	6,5%	5,9%	5,2%	
10,9	3,3	2,8	2,4	4,8%	4,1%	3,5%	

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	22,2%	25,0%	22,2%
% de consejeros dominicales	11,1%	12,5%	22,2%
% de consejeros ejecutivos	33,3%	37,5%	33,3%
% de otros consejeros	33,3%	25,0%	22,2%
% de mujeres en el consejo de administración	44,4%	37,5%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	5,0%	4,7%	4,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,3%	3,3%	3,3%



Principales comparables 2024e

Datos	Auto-Parts					Frenos		
	EUR Mn	CIE		Average		Brembo SPA	LGT	
		Automotive	Gestamp	Cummins	Voestalpine			
Mercado	Ticker (Factset)	CIE-ES	GEST-ES	CMI-US	VOE-AT		BRE-IT	LGT-ES
	País	Spain	Spain	USA	Austria		Netherlands	Spain
	Market cap	3.340,5	1.741,3	35.912,9	4.666,5		3.615,2	68,8
	Enterprise value (EV)	5.010,2	4.712,9	40.766,7	6.804,3		4.192,4	84,4
Información financiera básica	Total Ingresos	4.099,6	12.527,0	30.226,0	16.762,4		3.982,9	103,5
	Cto.Total Ingresos	3,5%	2,1%	-3,4%	0,1%	0,6%	3,5%	5,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,9%	4,4%	5,9%	0,6%	3,7%	6,4%	7,0%
	EBITDA	755,0	1.384,7	4.559,7	1.674,1		689,6	10,7
	Cto. EBITDA	5,9%	2,1%	15,6%	1,0%	6,1%	14,3%	14,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,7%	8,6%	9,1%	3,6%	6,7%	8,9%	21,4%
	EBITDA/Ingresos	18,4%	11,1%	15,1%	10,0%	13,6%	17,3%	10,3%
	EBIT	560,7	665,8	3.476,3	889,6		424,8	5,7
	Cto. EBIT	5,7%	0,0%	15,8%	17,9%	9,8%	19,8%	17,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	6,5%	13,2%	11,6%	5,0%	9,1%	11,6%	35,2%
	EBIT/Ingresos	13,7%	5,3%	11,5%	5,3%	8,9%	10,7%	5,6%
	Beneficio Neto	343,2	314,3	2.980,1	499,1		308,6	3,9
	Cto. Beneficio Neto	10,3%	12,0%	341,0%	82,2%	111,4%	1,2%	19,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,1%	19,4%	2,6%	3,8%	8,7%	12,5%	38,9%
	CAPEX/Ventas	5,4%	7,5%	3,8%	7,2%	6,0%	8,9%	4,5%
Free Cash Flow	343,3	289,7	1.686,8	229,9		141,8	3,3	
Deuda financiera Neta	957,7	1.999,1	3.690,0	1.598,3		413,2	9,0	
DN/EBITDA (x)	1,3	1,4	0,8	1,0	1,1	0,6	0,9	
Pay-out	32,8%	29,5%	29,9%	35,6%	31,9%	31,8%	80,4%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	9,7	5,5	15,2	9,5	10,0	11,5	17,8
	P/BV (x)	2,1	0,8	3,8	0,6	1,8	1,6	1,5
	EV/Ingresos (x)	1,2	0,4	1,3	0,4	0,8	1,1	0,8
	EV/EBITDA (x)	6,6	3,4	8,9	4,1	5,8	6,1	8,5
	EV/EBIT (x)	8,9	7,1	11,7	7,6	8,8	9,9	14,7
	ROE	22,0	13,8	24,9	6,2	16,7	13,6	8,3
	FCF Yield (%)	10,3	16,6	4,7	4,9	9,1	3,9	3,6
	DPA	0,94	0,16	6,29	1,00	2,10	0,30	0,31
	Dvd Yield	3,4%	5,3%	2,4%	3,8%	3,7%	2,7%	4,5%

- (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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos	62,1	77,8	63,3	79,5	95,6	104,2	114,9	91,2	85,9	113,9	98,5	103,5	110,7	118,5	4,7%	6,4%
Cto. Total Ingresos	n.a.	25,4%	-18,6%	25,5%	20,3%	9,0%	10,3%	-20,7%	-5,8%	32,7%	-13,6%	5,1%	7,0%	7,0%		
EBITDA	7,7	11,5	8,7	13,2	19,0	16,7	16,8	12,6	2,0	8,9	9,3	10,7	12,9	15,7	1,9%	18,9%
Cto. EBITDA	n.a.	49,4%	-24,2%	50,8%	44,6%	-12,1%	0,7%	-24,9%	-84,4%	350,1%	5,3%	14,2%	20,6%	22,1%		
EBITDA/Ingresos	12,4%	14,8%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	14,6%	13,9%	2,3%	7,8%	9,5%	10,3%	11,6%	13,2%		
Beneficio neto	4,0	6,7	4,0	6,7	10,5	8,9	8,7	6,0	(1,5)	3,2	3,2	3,9	5,4	7,4	-2,1%	32,1%
Cto. Beneficio neto	n.a.	69,1%	-40,9%	69,1%	56,0%	-14,9%	-2,2%	-31,7%	-124,8%	313,3%	2,4%	19,5%	39,3%	38,6%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	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	10,0		
BPA (EUR)	0,40	0,67	0,40	0,67	1,05	0,89	0,87	0,60	-0,15	0,32	0,32	0,39	0,54	0,74	-2,2%	32,1%
Cto. BPA	n.a.	67,3%	-40,9%	69,1%	56,0%	-14,9%	-2,2%	-31,7%	n.a.	n.a.	2,4%	19,5%	39,3%	38,6%		
BPA ord. (EUR)	0,40	0,67	0,40	0,67	1,05	0,89	0,87	0,56	-0,29	0,25	0,25	0,33	0,48	0,69	-4,7%	40,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	67,3%	-40,9%	69,1%	56,0%	-14,9%	-2,2%	-35,8%	n.a.	n.a.	-1,4%	31,6%	46,2%	43,3%		
CAPEX	(3,5)	(6,1)	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(8,8)	(4,7)	(4,8)	(5,1)		
CAPEX/Vtas % ¹	5,6%	7,9%	5,5%	7,7%	18,9%	9,6%	6,5%	6,0%	6,1%	3,4%	8,9%	4,5%	4,3%	4,3%		
Free Cash Flow	0,8	10,3	0,7	10,3	(0,3)	(0,7)	8,8	5,6	(4,0)	0,9	13,4	3,3	4,8	6,6	32,3%	-20,9%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,7x	-0,2x	0,7x	-0,2x	0,2x	0,6x	0,9x	0,7x	10,1x	2,1x	1,0x	0,8x	0,6x	0,3x		
PER (x)	5,7x	4,4x	17,2x	17,8x	14,7x	11,0x	14,4x	18,8x	n.a.	16,5x	19,0x	17,8x	12,8x	9,2x		
EV/Vtas (x)	0,56x	0,50x	1,44x	1,77x	1,91x	1,17x	1,34x	1,50x	1,60x	0,66x	0,82x	0,82x	0,76x	0,71x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	4,5x	3,4x	10,4x	10,7x	9,6x	7,3x	9,1x	10,8x	n.a.	8,5x	8,6x	7,9x	6,6x	5,4x		
Comport. Absoluto	41,1%	27,5%	133,6%	74,3%	29,0%	-36,4%	27,8%	-10,7%	3,2%	-55,0%	17,7%	12,4%	12,4%	0,3%		
Comport. Relativo vs Ibx 35	16,2%	23,0%	151,6%	77,9%	20,1%	-25,2%	14,3%	5,6%	-4,4%	-52,3%	-4,1%	0,3%				

- (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 (48% s/Ingresos 2023) como en Latam (c. 43% s/Ingresos 2023).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	111,7	121,5
EV (Mn EUR y USD)	127,4	138,5
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,86 / 9,49 / 8,15	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación ⁽¹⁾	2,4	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

LLYC Partners	54,3
Herencia Jose Antonio Llorente	15,6
Otros socios LLYC*	9,1
Indumenta Pueri	7,5
Free Float	13,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,6	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	101,4	128,5	148,4	158,7
EBITDA Rec.	17,6	23,0	26,7	29,0
% Var.	16,1	30,6	15,9	8,7
% EBITDA Rec./Ing.	17,4	17,9	18,0	18,3
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	8,5	15,7	7,3	7,0
Beneficio neto	8,3	11,1	12,8	14,6
BPA (EUR)	0,72	0,95	1,10	1,26
% Var.	22,8	33,2	15,5	14,2
BPA ord. (EUR)	0,77	0,95	1,10	1,26
% Var.	21,9	24,1	15,5	14,2
Free Cash Flow Rec.	3,9	9,4	12,2	14,8
Pay-out (%)	27,2	25,0	25,0	25,0
DPA (EUR)	0,20	0,24	0,28	0,31
Deuda financiera neta	10,5	31,2	21,8	10,2
DN / EBITDA Rec.(x)	0,6	1,4	0,8	0,4
ROE (%)	23,0	25,9	24,5	23,2
ROCE (%)	25,4	20,9	18,6	20,2

Ratios y Múltiplos (x)

PER	13,4	10,1	8,7	7,6
PER Ordinario	12,5	10,1	8,7	7,6
P/BV	2,9	2,4	2,0	1,6
Dividend Yield (%)	2,0	2,5	2,9	3,3
EV/Ventas	1,26	0,99	0,86	0,80
EV/EBITDA Rec.	7,2	5,5	4,8	4,4
EV/EBIT	8,9	6,8	6,0	5,5
FCF Yield (%)	3,5	8,4	10,9	13,2

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	8,5	1,1	-11,6	n.a.

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

LLYC refuerza su presencia internacional y cumple expectativas en 2023, principalmente por la integración de BAM que hace despegar la facturación en EE.UU. (+113%) y permite crecer a LLYC (Ingresos 2023: 101,4Mn vs EUR 89,5Mn 2022) incluso en un entorno adverso (Ingresos medios 2024e peers: -8,5%). Sin perder rentabilidad, con un Mg. EBITDA rec. 2023 del 17,4% (vs 17% en 2022).

¿"Déjà vu"? No, un 2024 mejor, al menos en tamaño y relevancia. El 16 de febrero de 2024 anunció la adquisición del 70% de Lambert (firma de RR.PP., marketing integrado y relación con inversores). Y en mayo 2024 adquirió la colombiana Dattis. Estimamos ingresos proforma conjuntos de EUR 23,4Mn y EBITDA de EUR 6,5Mn.

LLYC volverá a crecer a doble dígito en 2024e. Empujada (de nuevo) por el M&A (vía de crecimiento "casi" recurrente para LLYC). La adquisición de Dattis (mayo) nos lleva a ajustar nuestras estimaciones ligeramente al alza. La combinación de crecimiento inorgánico y orgánico se traducirán en 2024e en unos ingresos de EUR 128,5Mn (+27% vs 2023) y EBITDA de EUR 23,0Mn (+30,6% vs 2023).

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

Un modelo de negocio defensivo (acíclico)... Por 3 razones: i) buena posición competitiva (líderes en España), ii) negocio diversificado (tanto por gama de servicios como por geografías), y iii) elevada recurrencia en ingresos (55% en 2023).

... con foco en el crecimiento internacional en mercados maduros. La diversificación geográfica es uno de los pilares de su estrategia. La expansión en EE.UU. se ha convertido en el objetivo a c/p y m/p por varias razones: ii) mayor abanico de clientes, iii) proyectos con fees más elevados y iii) menor riesgo de divisa.

La capacidad de generación de FCF dará alas a continuar la estrategia de crecimiento inorgánico (FCF yield 2024e: 8,4%)... LLYC disfruta de un modelo de negocio con elevada capacidad de generación de caja (poco intensivo en capital y ligero de activos). Y será capaz de reducir (más) su nivel de endeudamiento (DN/EBITDA rec. 2024e: 1,4x).

... algo que es invisible hoy en nuestros números hasta 2026e. El historial de LLYC y su plan estratégico avalan la idea de que el crecimiento inorgánico no ha acabado. Poniendo el foco solo en el crecimiento orgánico, hoy LLYC es una oportunidad de inversión con tasas elevadas de crecimiento en Ingresos (+16,1% TACC 2023-2026e), defensividad (Mg. EBITDA: c. 18%) y valor (ROCE 2023: c. 25%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Situación macro adversa. Un panorama macroeconómico como el actual (tipos de interés elevados e inflación persistente), invita a la cautela, especialmente, en el sector de servicios de comunicación y marketing. Las perspectivas de crecimiento para 2024 no son optimistas, lo que podría llevar a LLYC a un crecimiento orgánico inferior al previsto (+7% a/a). Alejando nuestras estimaciones.

M&A. Las operaciones corporativas suponen un riesgo, tanto en términos de precio (múltiplos elevados) como de integración operativa dentro del modelo de crecimiento inorgánico (pese a ser totalmente inmaterial, el deterioro asociado a la adquisición de BAM en 2023 ejemplifica el riesgo siempre asociado al M&A).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Unos múltiplos mínimos y con descuento vs un sector muy penalizado. El precio de la acción -12m (-11,6%) deja unos múltiplos en mínimos: PER 24e 10,1x y EV/EBITDA 5,5x (vs 11,7x y 8,4x de su sector, respectivamente). En una compañía con una generación de valor clara (ROCE >20%) y crecimiento de doble dígito (c.+20% TACC-3y) en ingresos y BPA.



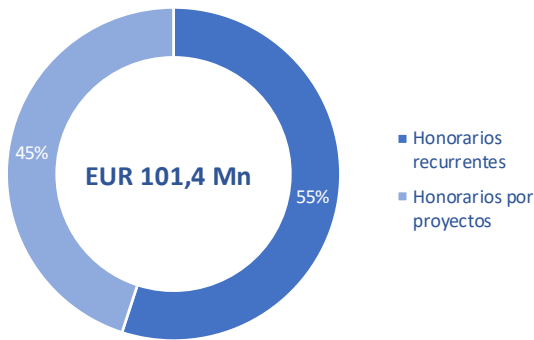
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	10,5	10,2	12,7	13,1	15,5	16,7	17,9	19,1		
Inmovilizado material	1,4	2,4	2,3	2,2	2,3	30,2	29,2	28,4		
Otros activos no corrientes	1,0	1,2	1,7	1,8	3,1	3,1	3,1	3,1		
Inmovilizado financiero	1,0	0,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	2,9	3,4	15,3	18,1	28,2	28,2	28,2	28,2		
Activo circulante	16,4	13,3	22,1	22,9	26,8	31,5	35,1	36,9		
Total activo	33,2	31,2	55,1	58,9	76,6	110,4	114,2	116,5		
Patrimonio neto	22,0	20,9	28,2	34,2	38,4	47,3	57,3	68,7		
Minoritarios	3,5	3,4	1,2	1,1	1,8	3,2	4,8	6,6		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,1	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6		
Otros pasivos no corrientes	5,3	6,2	8,1	7,4	7,0	7,0	7,0	7,0		
Deuda financiera neta	(7,3)	(8,1)	(1,1)	(1,5)	10,5	31,2	21,8	10,2		
Pasivo circulante	9,6	8,7	18,8	17,7	18,4	21,2	22,8	23,4		
Total pasivo	33,2	31,2	55,1	58,9	76,6	110,4	114,2	116,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	48,2	44,7	64,1	89,5	101,4	128,5	148,4	158,7	20,4%	16,1%
Cto.Total Ingresos	16,0%	-7,2%	43,5%	39,5%	13,3%	26,8%	15,5%	6,9%		
Coste de ventas	(7,2)	(6,6)	(10,9)	(16,8)	(18,3)	(20,2)	(23,1)	(24,6)		
Margen Bruto	40,9	38,1	53,3	72,7	83,1	108,3	125,3	134,1	19,4%	17,3%
Margen Bruto / Ingresos	85,0%	85,3%	83,1%	81,3%	82,0%	84,3%	84,4%	84,5%		
Gastos de personal	(24,6)	(24,3)	(31,6)	(45,9)	(53,8)	(69,7)	(81,4)	(86,8)		
Otros costes de explotación	(6,2)	(5,4)	(9,0)	(11,7)	(11,7)	(15,6)	(17,3)	(18,3)		
EBITDA recurrente	10,1	8,4	12,7	15,2	17,6	23,0	26,7	29,0	14,9%	18,0%
Cto.EBITDA recurrente	22,6%	-16,4%	50,2%	19,6%	16,1%	30,6%	15,9%	8,7%		
EBITDA rec. / Ingresos	21,0%	18,9%	19,8%	17,0%	17,4%	17,9%	18,0%	18,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-	-	-		
EBITDA	10,1	8,1	11,2	14,4	16,8	23,0	26,7	29,0	13,7%	19,9%
Depreciación y provisiones	(0,8)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(3,2)	(4,7)	(4,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,8	1,3	1,2	1,2	1,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
EBIT	7,8	5,8	8,5	11,7	14,3	18,9	21,1	23,4	16,4%	17,8%
Cto.EBIT	66,5%	-25,3%	45,9%	37,6%	22,2%	32,2%	11,6%	10,9%		
EBIT / Ingresos	16,2%	13,0%	13,2%	13,0%	14,1%	14,7%	14,2%	14,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,5)	(1,9)	(1,8)	(1,3)	(0,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	7,3	5,1	7,9	10,1	12,4	17,1	19,7	22,5	14,1%	22,2%
Cto.Beneficio ordinario	73,1%	-29,6%	54,4%	27,7%	21,9%	38,3%	15,5%	14,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	7,3	5,1	7,9	10,1	12,4	17,1	19,7	22,5	14,1%	22,2%
Impuestos	(2,2)	(2,2)	(2,4)	(2,9)	(3,2)	(4,6)	(5,3)	(6,1)		
Tasa fiscal efectiva	29,9%	42,5%	30,4%	28,8%	25,8%	27,0%	27,0%	27,0%		
Minoritarios	(0,9)	(0,7)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,4)	(1,6)	(1,8)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	4,3	2,3	5,3	6,8	8,3	11,1	12,8	14,6	18,3%	20,6%
Cto.Beneficio neto	138,7%	-46,6%	134,6%	27,4%	23,0%	33,2%	15,5%	14,2%		
Beneficio ordinario neto	4,3	3,1	6,4	7,3	8,9	11,1	12,8	14,6	20,3%	17,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	76,8%	-26,9%	105,1%	14,3%	22,0%	24,1%	15,5%	14,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						23,0	26,7	29,0	14,9%	18,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,1)	(2,1)	(2,1)		
Var.capital circulante						(1,9)	(2,0)	(1,3)		
Cash Flow operativo recurrente						19,0	22,6	25,6	11,3%	27,6%
CAPEX						(3,2)	(3,7)	(4,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,8)	(1,3)	(0,8)		
Impuestos						(4,6)	(5,3)	(6,1)		
Free Cash Flow Recurrente						9,4	12,2	14,8	-5,4%	56,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(27,9)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(18,5)	12,2	14,8	-40,2%	53,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,2)	(2,8)	(3,2)		
Variación de Deuda financiera neta						20,7	(9,4)	(11,5)		

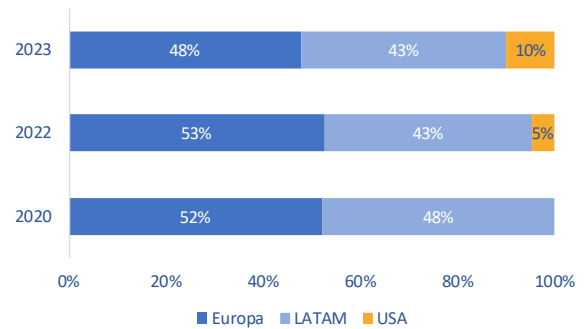


La compañía en 8 gráficos

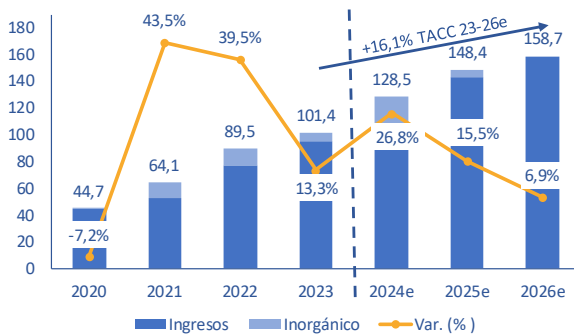
El negocio de LLYC posee una (amplia) base de ingresos recurrentes (c. 55% s/Ingresos 2023)



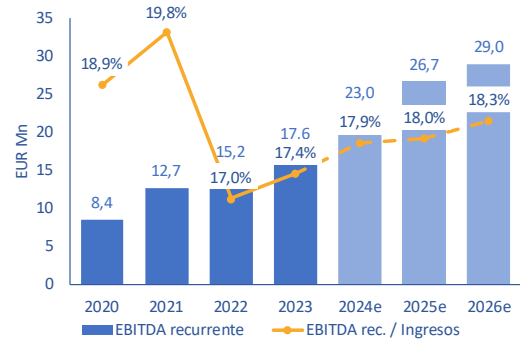
... Y presencia global (con alta exposición a emergentes)



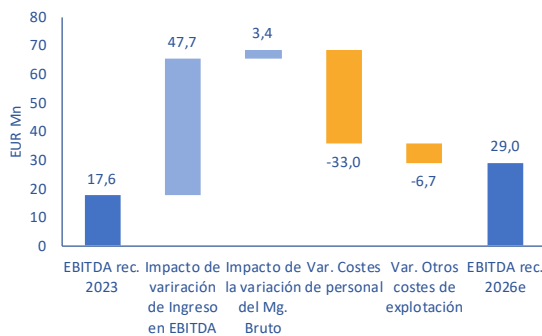
Una oferta de servicios diversificada y recurrente que le permitirá seguir creciendo (Ingresos: +16,1% TACC 23-26e)



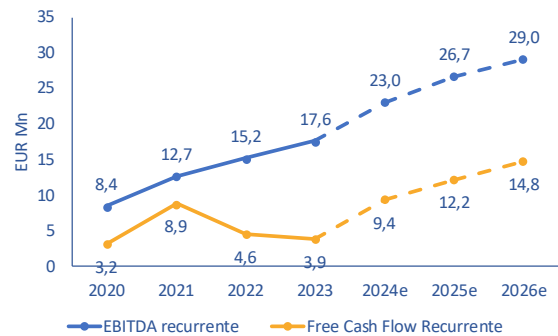
Sin perder de vista el "foco" en la rentabilidad (Mg. EBITDA 18%)



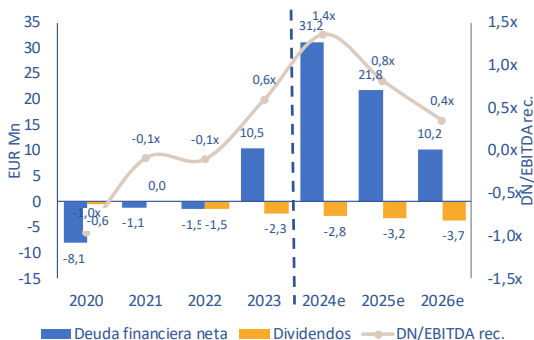
Y permitiendo traspasar la mejora de Ingresos al EBITDA (TACC 23-26e 18,0%)



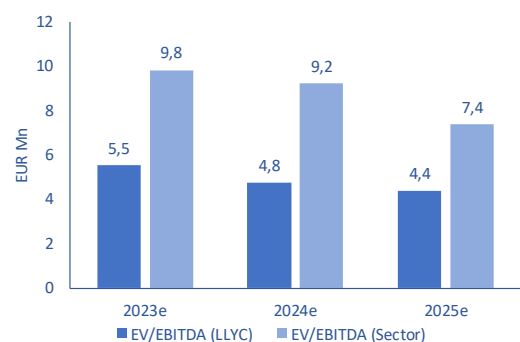
Alta capacidad de generación de caja (FCF yield 2024e: c. 8%)...



...que mantendrá el endeudamiento bajo control (pese al M&A; DN 2024e: 1,4x)



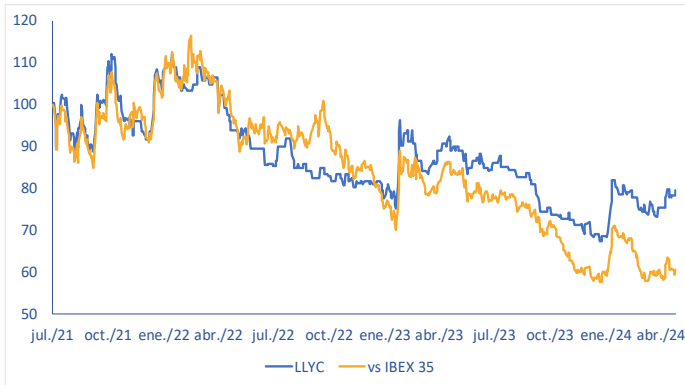
Con bajos múltiplos al alcance de la mano (EV/EBITDA 2024e 5,5x vs 9,8x de su sector)



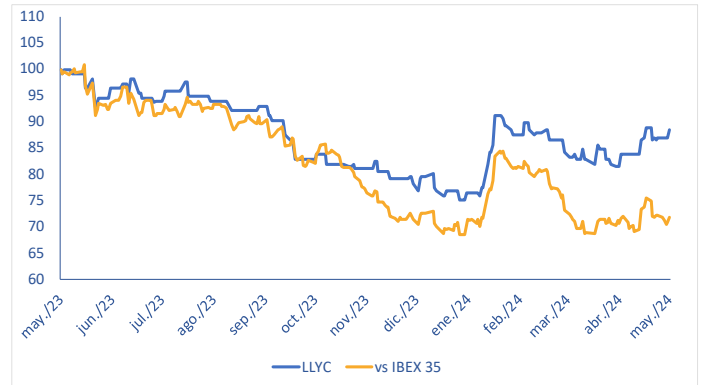


Evolución de la cotización

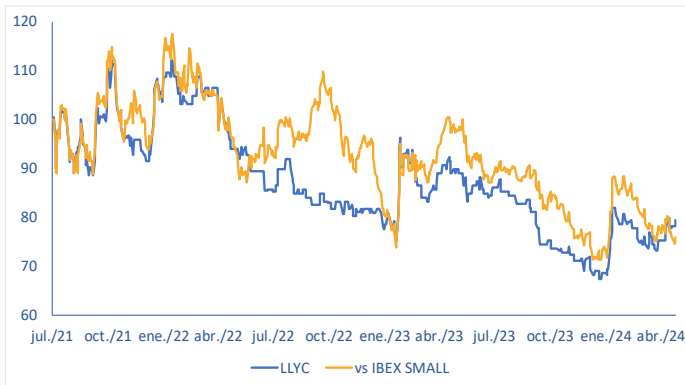
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



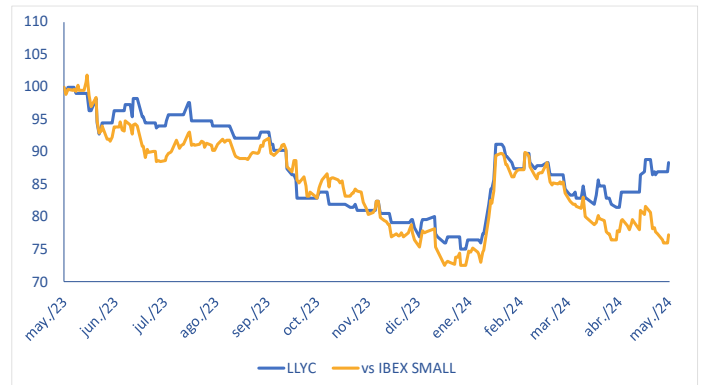
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



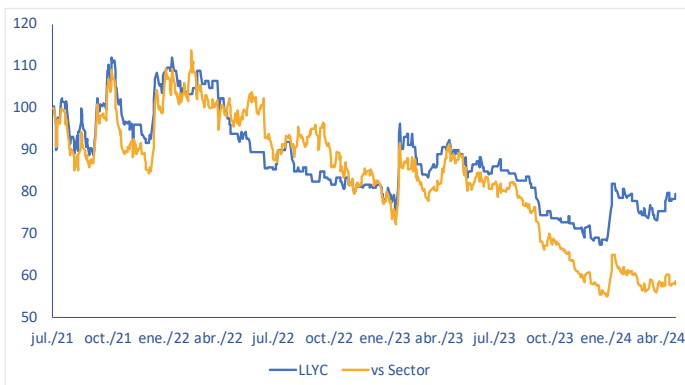
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



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	8,5	1,1	-11,6	15,0	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,8	-11,8	-28,1	2,5	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	5,3	-4,9	-24,5	2,6	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,7	-11,6	-22,8	3,3	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	2,8	-6,4	-15,9	6,7	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	2,2	-5,8	-14,1	8,8	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	3,5	-3,3	-33,7	1,0	n.a.	n.a.

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



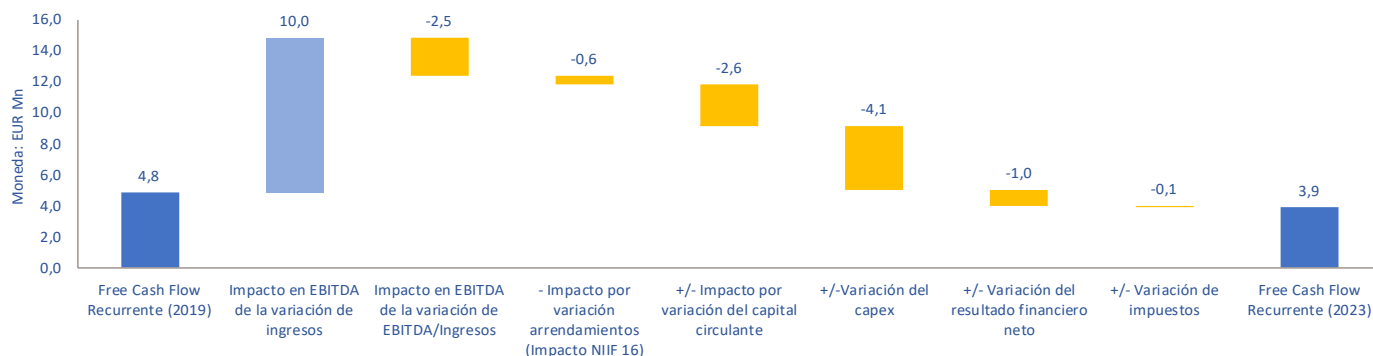
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	8,4	12,7	15,2	17,6	23,0	26,7	29,0	27,8%	18,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-16,4%	50,2%	19,6%	16,1%	30,6%	15,9%	8,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,9%	19,8%	17,0%	17,4%	17,9%	18,0%	18,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,2	1,3	(1,9)	(3,2)	(1,9)	(2,0)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	9,3	12,4	11,2	12,3	19,0	22,6	25,6	9,9%	27,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	15,7%	34,1%	-10,2%	10,3%	54,2%	18,9%	13,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	20,8%	19,4%	12,5%	12,2%	14,8%	15,2%	16,1%		
- CAPEX	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(3,2)	(3,7)	(4,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(1,5)	(1,8)	(1,3)	(0,8)		
- Impuestos	(2,2)	(1,6)	(3,0)	(2,3)	(4,6)	(5,3)	(6,1)		
= Free Cash Flow recurrente	3,2	8,9	4,6	3,9	9,4	12,2	14,8	6,2%	56,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-33,2%	174,4%	-47,8%	-16,4%	143,1%	30,0%	20,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	7,2%	13,8%	5,2%	3,8%	7,3%	8,2%	9,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,2)	(16,4)	-	(12,0)	(27,9)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,7	(9,0)	3,9	(9,0)	(18,5)	12,2	14,8	n.a.	53,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-84,5%	n.a.	142,7%	-332,4%	-106,7%	166,0%	20,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,9%	7,9%	4,1%	3,5%	8,4%	10,9%	13,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,7%	n.a.	3,4%	n.a.	n.a.	10,9%	13,2%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	4,8	3,2	8,9	4,6	3,9	9,4	12,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	3,7	5,0	2,0	4,7	3,6	1,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,9)	0,6	(2,5)	0,4	0,7	0,1	0,5		
= Variación EBITDA recurrente	(1,7)	4,2	2,5	2,4	5,4	3,7	2,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,2	(0,2)	(0,6)	0,0	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,7	(0,9)	(3,2)	(1,3)	1,3	(0,1)	0,7		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,3	3,2	(1,3)	1,2	6,7	3,6	3,0		
+/- Variación del CAPEX	(2,7)	1,7	(1,0)	(2,1)	1,4	(0,5)	(0,3)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,1	(0,5)	(0,5)	(0,3)	0,4	0,5		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	0,6	(1,5)	0,7	(2,3)	(0,7)	(0,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,6)	5,6	(4,2)	(0,8)	5,5	2,8	2,5		
Free Cash Flow Recurrente	3,2	8,9	4,6	3,9	9,4	12,2	14,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	5,8	8,5	11,7	14,3	18,9	21,1	23,4	34,9%	17,8%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	30,0%	28,8%	25,8%	27,0%	27,0%	27,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(2,5)	(3,4)	(3,7)	(5,1)	(5,7)	(6,3)		
EBITDA recurrente	8,4	12,7	15,2	17,6	23,0	26,7	29,0	27,8%	18,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,2	1,3	(1,9)	(3,2)	(1,9)	(2,0)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	9,3	12,4	11,2	12,3	19,0	22,6	25,6	9,9%	27,6%
- CAPEX	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(3,2)	(3,7)	(4,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(2,5)	(3,4)	(3,7)	(5,1)	(5,7)	(6,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4,3	8,4	5,3	4,0	10,7	13,2	15,4	-2,6%	56,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-15,9%	93,7%	-37,1%	-24,1%	166,1%	23,3%	16,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	9,7%	13,1%	5,9%	4,0%	8,3%	8,9%	9,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,2)	(16,4)	-	(12,0)	(27,9)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	2,2	(8,0)	5,3	(8,0)	(17,2)	13,2	15,4	-78,5%	57,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-58,1%	-467,7%	166,6%	-250,7%	-115,6%	176,6%	16,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,4%	6,6%	4,2%	3,2%	8,4%	10,4%	12,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,7%	n.a.	4,2%	n.a.	n.a.	10,4%	12,1%		

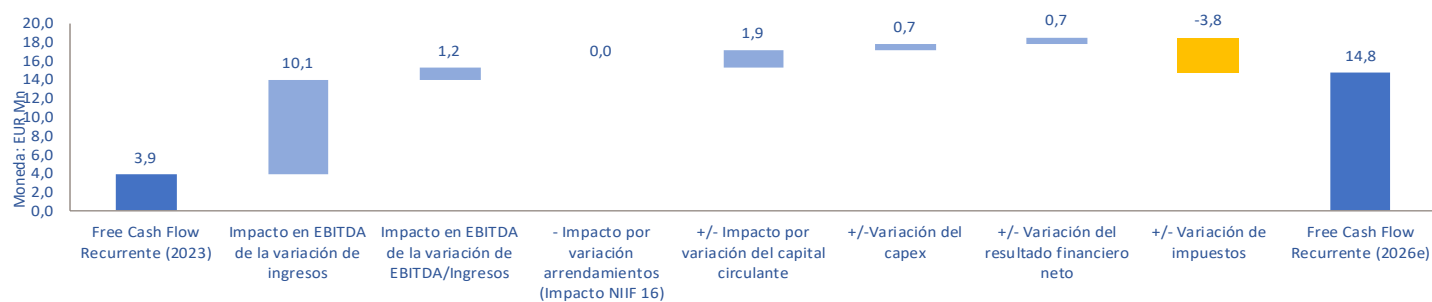


Analítica del Free Cash Flow (II)

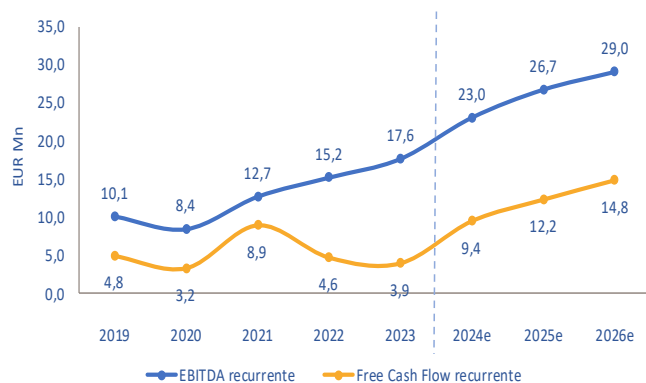
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



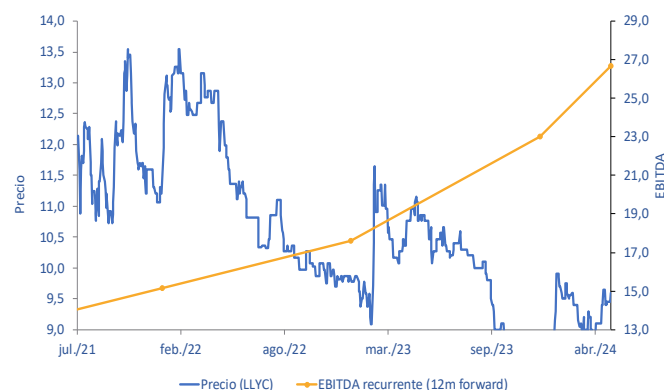
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(17,2)	13,2	15,4	255,8			
Market Cap	111,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			4,3%	4,8%	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			3,4%	3,8%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			0,9	1,1	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	91,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			8,2%	10,4%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	8,6%	D			=	=	
WACC	8,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,8%	9,8%	
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	111,7	
+ Minoritarios	1,8	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	7,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	10,5	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,8	Rdos. 12m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(3,4)	Rdos. 12m 2023
Enterprise Value (EV)	127,4	

(1) Importe correspondiente al valor de mercado de la autocartera.

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	33,2%	24,8%	27,7%	27,6%	25,4%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	16,6%	11,4%			
FCF Yield - WACC	-5,3%	4,4%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	18,9%	28,0	4,6x
Central	18,0%	26,7	4,8x
Min	17,1%	25,3	5,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	2,2%	2,5%		2,8%	Max	Central
28,0	14,0	13,6	13,1	Max	12,5%	12,1%	11,7%
26,7	12,7	12,2	11,8	Central	11,3%	10,9%	10,5%
25,3	11,3	10,9	10,4	Min	10,1%	9,7%	9,3%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	55,6%
% de consejeros dominicales	55,6%	55,6%	44,4%
% de consejeros ejecutivos	11,1%	11,1%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	55,6%	55,6%	55,6%
% de mujeres en la plantilla	62,4%	62,6%	63,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	4,0%	3,8%	3,6%



Principales comparables 2024e

		Media				Agencia de Comunicaci3n				
EUR Mn		WPP-GB	Publicis	Omnicom	Interpublic	Average	Next Fifteen	Hopscotch Group	Average	LLYC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	WPP-GB	PUB-FR	OMC-US	IPG-US		NFG-GB	ALHOP-FR		LLYC-ES
	País	UK	France	USA	USA		UK	France		Spain
	Market cap	10.690,4	27.084,2	17.341,1	11.109,1		1.108,8	62,2		111,7
	Enterprise value (EV)	16.668,9	27.593,2	21.860,3	13.671,1		1.149,8	77,0		127,4
Informaci3n financiera b3sica	Total Ingresos	14.062,7	13.821,6	14.405,8	8.692,5		718,3	308,7		128,5
	Cto.Total Ingresos	-19,0%	-6,6%	6,5%	-13,3%	-8,1%	-16,4%	13,7%	-1,3%	26,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,9%	4,3%	4,2%	3,0%	3,6%	5,6%	2,7%	4,2%	11,1%
	EBITDA	2.487,2	3.017,6	2.395,0	1.616,3		164,9	17,2		23,0
	Cto. EBITDA	-2,6%	2,1%	12,4%	0,5%	3,1%	6,7%	20,4%	13,6%	36,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,2%	4,8%	5,2%	3,8%	4,2%	6,5%	2,5%	4,5%	12,3%
	EBITDA/Ingresos	17,7%	21,8%	16,6%	18,6%	18,7%	23,0%	5,6%	14,3%	17,9%
	EBIT	2.087,0	2.422,7	2.195,7	1.375,8		153,0	12,2		18,9
	Cto. EBIT	77,0%	9,8%	13,3%	0,8%	25,2%	36,9%	22,4%	29,6%	32,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,7%	5,2%	5,6%	4,4%	5,0%	7,2%	4,4%	5,8%	11,2%
	EBIT/Ingresos	14,8%	17,5%	15,2%	15,8%	15,9%	21,3%	4,0%	12,6%	14,7%
	Beneficio Neto	1.145,8	1.644,7	1.456,6	976,3		61,5	7,7		11,1
	Cto. Beneficio Neto	787,3%	25,4%	13,7%	-3,4%	205,7%	-0,7%	68,6%	33,9%	33,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	6,7%	6,3%	5,8%	5,0%	6,0%	13,6%	10,5%	12,1%	14,8%
	CAPEX/Ventas	2,6%	1,5%	0,7%	1,9%	1,7%	1,1%	0,2%	0,7%	2,5%
	Free Cash Flow	1.090,5	1.985,6	1.548,3	1.077,1		108,1	10,3		(18,5)
Deuda financiera Neta	3.885,6	(258,0)	1.434,8	666,7		62,1	14,9		31,2	
DN/EBITDA (x)	1,6	n.a.	0,6	0,4	0,9	0,4	0,9	0,6	1,4	
Pay-out	41,9%	54,3%	37,1%	47,3%	45,2%	31,3%	23,8%	27,6%	25,0%	
M3ltiplos y Ratios	P/E (x)	9,3	14,6	11,8	11,1	11,7	10,9	8,4	9,7	10,1
	P/BV (x)	2,3	2,5	4,4	2,9	3,0	10,0	2,2	6,1	2,4
	EV/Ingresos (x)	1,2	2,0	1,5	1,6	1,6	1,6	0,2	0,9	1,0
	EV/EBITDA (x)	6,7	9,1	9,1	8,5	8,4	7,0	4,5	5,7	5,5
	EV/EBIT (x)	8,0	11,4	10,0	9,9	9,8	7,5	6,3	6,9	6,8
	ROE	24,3	17,2	37,0	25,9	26,1	91,3	26,2	58,7	25,9
	FCF Yield (%)	10,2	7,3	8,9	9,7	9,0	9,7	16,6	13,2	8,4
	DPA	0,45	3,56	2,71	1,20	1,98	0,19	0,70	0,45	0,24
	Dvd Yield	4,5%	3,3%	3,1%	4,1%	3,8%	1,7%	3,4%	2,6%	2,5%

- (1) Datos financieros, M3ltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compaa analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y m3ltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento hist3rico

Comportamiento hist3rico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	TACC 23-26e
Total Ingresos	34,4	38,7	41,5	48,2	44,7	64,1	89,5	101,4	128,5	148,4	158,7	n.a.	16,1%			
Cto. Total ingresos	n.a.	12,5%	7,2%	16,0%	-7,2%	43,5%	39,5%	13,3%	26,8%	15,5%	6,9%					
EBITDA	5,2	8,0	7,8	10,1	8,1	11,2	14,4	16,8	23,0	26,7	29,0	n.a.	19,9%			
Cto. EBITDA	n.a.	51,8%	-2,3%	29,5%	-19,1%	37,3%	28,9%	16,6%	36,9%	15,9%	8,7%					
EBITDA/Ingresos	15,2%	20,5%	18,7%	20,9%	18,2%	17,4%	16,1%	16,6%	17,9%	18,0%	18,3%					
Beneficio neto	1,8	1,5	1,8	4,3	2,3	5,3	6,8	8,3	11,1	12,8	14,6	n.a.	20,6%			
Cto. Beneficio neto	n.a.	-19,5%	20,0%	138,7%	-46,6%	134,6%	27,4%	23,0%	33,2%	15,5%	14,2%					
N Acciones Ajustado (Mn)	-	10,6	10,6	10,6	10,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6					
BPA (EUR)	n.a.	0,14	0,17	0,40	0,21	0,46	0,58	0,72	0,95	1,10	1,26	n.a.	20,6%			
Cto. BPA	n.a.	n.a.	20,0%	n.a.	-46,6%	n.a.	27,4%	22,8%	33,2%	15,5%	14,2%					
BPA ord. (EUR)	n.a.	0,15	0,20	0,40	0,30	0,55	0,63	0,77	0,95	1,10	1,26	n.a.	17,8%			
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	30,9%	n.a.	-26,9%	86,5%	14,3%	21,9%	24,1%	15,5%	14,2%					
CAPEX	-	(1,8)	(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(3,2)	(3,7)	(4,0)					
CAPEX/Vtas % ¹	0,0%	4,7%	3,3%	1,1%	7,1%	2,3%	2,8%	4,6%	2,5%	2,5%	2,5%					
Free Cash Flow	-	2,6	0,4	4,8	0,7	(9,0)	3,9	(9,0)	(18,5)	12,2	14,8	n.a.	53,9%			
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	-0,9x	-0,7x	-0,6x	-0,7x	-1,0x	-0,1x	-0,1x	0,6x	1,4x	0,8x	0,4x					
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,5x	16,9x	11,6x	10,1x	8,7x	7,6x			
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,99x	0,86x	0,80x				
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,5x	4,8x	4,4x				
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-11,9%	-15,4%	15,0%					
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-6,8%	-31,1%	2,5%					

- (1) Los m3ltiplos son hist3ricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se dar3an m3ltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de m3ltiplos hist3ricos como de evoluci3n de la cotizaci3n, es Factset.
(2) Todos los ratios y m3ltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Natac Natural Ingredients (NAT), es el resultado de la fusión entre IFFE Futura y Grupo Natac en 2023. Combinando la experiencia de Grupo Natac en la investigación, desarrollo, producción y comercialización de ingredientes naturales derivados principalmente de extractos de plantas, con la especialización de IFFE Futura en el desarrollo y refinado de Omega 3. Lo que permite a NAT ofrecer una gama más amplia de productos naturales.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	287,0	312,1
EV (Mn EUR y USD)	352,2	383,1
Número de Acciones (Mn)	434,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,13 / 0,80 / 0,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	2,5	
Factset / Bloomberg	NAT-ES / NAT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽³⁾

Antonio Angel Delgado Romero	30,4
José Carlos Quintero Fernández	14,7
María Jesús Pérez Pérez	14,7
Inveready	11,8
Free Float	22,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	102,5	432,9	434,8	434,8
Total Ingresos	26,7	39,8	50,2	62,2
EBITDA Rec.	8,6	13,9	17,9	22,1
% Var.	29,1	61,2	29,3	23,1
% EBITDA Rec./Ing.	32,2	34,8	35,7	35,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	9,0	9,7	8,4	6,9
Beneficio neto	6,4	4,7	7,9	11,2
BPA (EUR)	0,06	0,01	0,02	0,03
% Var.	146,9	-82,6	66,3	42,2
BPA ord. (EUR)	0,07	0,01	0,02	0,03
% Var.	15,6	-84,5	66,3	42,2
Free Cash Flow Rec.	2,3	1,7	2,5	9,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	59,3	57,6	55,0	45,8
DN / EBITDA Rec.(x)	6,9	4,2	3,1	2,1
ROE (%)	52,3	10,8	15,7	18,8
ROCE (%)	2,7	6,2	8,6	11,0

Ratios y Múltiplos (x)

PER	10,6	60,5	36,4	25,6
PER Ordinario	9,4	60,5	36,4	25,6
P/BV	6,9	6,2	5,3	4,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	13,20	8,84	7,02	5,66
EV/EBITDA Rec.	41,0	25,4	19,7	16,0
EV/EBIT	n.a.	39,3	27,3	20,6
FCF Yield (%)	0,8	0,6	0,9	3,2

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-2,9	-5,0	-35,9	-64,5

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

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

(3) Otros: Onchena 6,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Fuerte crecimiento en 2023 tanto en ingresos como en EBITDA Rec. NAT cerró 2023 con unos ingresos de EUR 26,7Mn (+18,7% vs 2022), impulsados por la venta de productos (extractos vegetales; +26% vs 2022). La región de APAC (abierta en 2022) contribuyó con EUR 5,3Mn en ingresos, situando el EBITDA Rec. en EUR 8,6Mn (vs EUR 6,7Mn en 2022) gracias (entre otros) a una mayor eficiencia en la producción (menor tiempo de fábrica y mejor aprovechamiento de la materia prima).

Esperamos un "salto" en ingresos y EBITDA Rec para 2024e hasta EUR 39,8Mn (+49% vs 2023) y EUR 13,9Mn (+61% vs 2023), respectivamente. Salto que vendría explicado por: (i) ampliar la base de clientes (expansión internacional), (ii) crecimiento en los clientes ya existentes (vía cross selling), (iii) mayor utilización del tejido productivo (hoy estimamos c. 40% en extractos vegetales y 0% en Omega-3) y (iv) la capacidad de producción a costes muy competitivos (con economías de escala).

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

"Catch-up" en términos de utilización. La capacidad instalada, según nuestras estimaciones, sería de c.EUR 120Mn en ingresos (sin necesidad de inversiones adicionales significativas). Es decir, NAT tiene un potencial (por sí sola) muy elevado de seguir creciendo a ritmos de doble dígito alto con, simplemente, aumentar la utilización, tanto en extractos como en Omega-3 (que esperamos ya en 2024e).

Incremento del peso de la industria farmacéutica. Gracias a: (i) la certificación GMP que permite a la fábrica de Hervás focalizarse en APIs para plantas medicinales y (ii) la captación de un cliente (USA) que ha recibido la autorización de la FDA para la producción de un medicamento que requiere de un extracto único producido por NAT (procedente del olivo). Generando una base de ingresos recurrentes (en una industria defensiva/anticíclica). Y de mayores márgenes.

Altamente diversificada por línea de negocio y geografía. Con una cartera de productos/servicios amplia, lo que necesariamente conlleva un modelo de negocio de menor riesgo. Y que apuntala la capacidad de crecimiento orgánico en ingresos (vía cross selling). Y diversificada geográficamente, reduciendo (también) el riesgo de negocio, al evitar la concentración de la actividad y dependencia en unos pocos países y clientes. La expansión internacional es un driver de crecimiento para los próximos años (en 2023 NAT exportó el c.91% de la producción).

2024e-2026e: crecimiento generalizado (Ingresos, EBITDA, FCF). En 2026e, deberíamos tener una compañía con ingresos de EUR 62,2Mn (33% TACC 2023e-26e; en línea con el crecimiento histórico) y EBITDA Rec. de EUR 22,1Mn (vs EUR 13,9Mn en 2024e). Que empujaría la generación de caja hasta EUR 9,2Mn. El FCF de 2024e y 2025e (principalmente) estará impactado por un CAPEX no recurrente de EUR 9Mn.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento. A cierre de 2023, NAT tenía una deuda neta de EUR 59,3Mn (incluyendo EUR 9,9Mn de bonos convertibles). Que supone un múltiplo DN/EBITDA Rec. de 6,9x. Aunque esperamos que la capacidad de generación de caja de NAT (por el "salto" en EBITDA) reduzca el nivel de apalancamiento.

Gestión del capital circulante. Común a todo el sector, dado que el aprovisionamiento ocurre en los meses de cosecha (generalmente 1 vez al año), alargando el periodo de conversión en caja desde que la compra de existencias hasta la comercialización (impactando en el capital circulante).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Un proyecto en fase de arranque en el que hay que mirar a 2 años vista. Tras el mal comportamiento del precio de la acción (NAT YTD: -9,6% absoluto, -19,4% vs Ibex 35, -10,4% vs sector), nuestras estimaciones 2026e estarían cotizando a un múltiplo EV/EBITDA Rec. de 16x (en un sector tendente a múltiplos de c.20x).



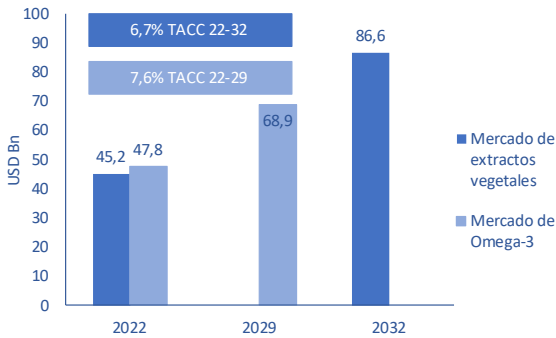
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial				9,9	9,9	10,0	10,0	10,1		
Inmovilizado material				15,8	26,0	25,4	27,6	24,7		
Otros activos no corrientes				0,7	0,7	0,7	0,7	0,7		
Inmovilizado financiero				8,0	12,3	12,3	12,3	12,3		
Fondo de comercio y otros intangibles				4,0	48,7	48,7	48,7	48,7		
Activo circulante				31,8	28,9	34,8	39,7	46,7		
Total activo				70,2	126,5	131,9	139,1	143,3		
Patrimonio neto				(16,9)	41,4	46,2	54,0	65,3		
Minoritarios				0,7	2,5	2,4	2,2	2,1		
Provisiones y otros pasivos a LP				7,1	16,5	16,5	16,5	16,5		
Otros pasivos no corrientes				0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Deuda financiera neta				71,8	59,3	57,6	55,0	45,8		
Pasivo circulante				7,1	6,4	9,0	11,0	13,3		
Total pasivo				70,2	126,5	131,9	139,1	143,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos				22,5	26,7	39,8	50,2	62,2	<i>n.a.</i>	32,6%
<i>Cto. Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>18,7%</i>	<i>49,3%</i>	<i>26,0%</i>	<i>24,0%</i>		
Coste de ventas				(5,9)	(6,3)	(11,2)	(15,1)	(20,2)		
Margen Bruto				16,6	20,4	28,7	35,1	42,0	<i>n.a.</i>	27,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>73,8%</i>	<i>76,4%</i>	<i>72,0%</i>	<i>70,0%</i>	<i>67,5%</i>		
Gastos de personal				(5,6)	(7,0)	(8,4)	(9,7)	(11,2)		
Otros costes de explotación				(4,3)	(4,8)	(6,5)	(7,5)	(8,8)		
EBITDA recurrente				6,7	8,6	13,9	17,9	22,1	<i>n.a.</i>	36,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>29,1%</i>	<i>61,2%</i>	<i>29,3%</i>	<i>23,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>				<i>29,6%</i>	<i>32,2%</i>	<i>34,8%</i>	<i>35,7%</i>	<i>35,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.				(1,2)	(1,1)	-	-	-		
EBITDA				5,5	7,5	13,9	17,9	22,1	<i>n.a.</i>	43,2%
Depreciación y provisiones				(3,5)	(4,5)	(4,8)	(4,9)	(4,9)		
Gastos capitalizados				-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT				1,9	3,0	9,0	12,9	17,1	<i>n.a.</i>	79,0%
<i>Cto. EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>56,4%</i>	<i>201,0%</i>	<i>43,9%</i>	<i>32,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>				<i>8,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>22,5%</i>	<i>25,7%</i>	<i>27,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros				-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto				0,4	5,5	(2,9)	(2,6)	(2,3)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario				2,3	8,5	6,1	10,3	14,7	<i>n.a.</i>	20,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>273,8%</i>	<i>-27,9%</i>	<i>69,3%</i>	<i>43,0%</i>		
Extraordinarios				(0,0)	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos				2,3	8,5	6,1	10,3	14,7	<i>n.a.</i>	20,4%
Impuestos				(1,2)	(2,2)	(1,5)	(2,6)	(3,7)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>				<i>53,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios				(0,1)	0,2	0,2	0,2	0,2		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
Beneficio neto				1,0	6,4	4,7	7,9	11,2	<i>n.a.</i>	20,5%
<i>Cto. Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>569,8%</i>	<i>-26,4%</i>	<i>67,0%</i>	<i>42,2%</i>		
Beneficio ordinario neto				2,3	7,2	4,7	7,9	11,2	<i>n.a.</i>	15,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>213,7%</i>	<i>-34,6%</i>	<i>67,0%</i>	<i>42,2%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						13,9	17,9	22,1	<i>n.a.</i>	36,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						(3,4)	(2,9)	(4,7)		
Cash Flow operativo recurrente						10,3	14,9	17,2	<i>n.a.</i>	17,5%
CAPEX						(4,2)	(7,2)	(2,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,9)	(2,6)	(2,3)		
Impuestos						(1,5)	(2,6)	(3,7)		
Free Cash Flow Recurrente						1,7	2,5	9,2	<i>n.a.</i>	58,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,7	2,5	9,2	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,7)	(2,5)	(9,2)		

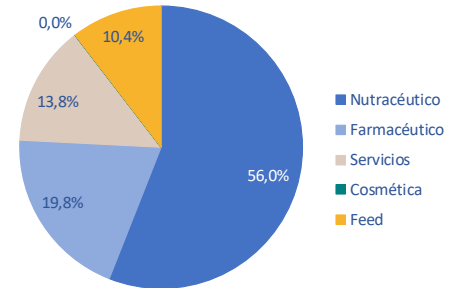


La compañía en 8 gráficos

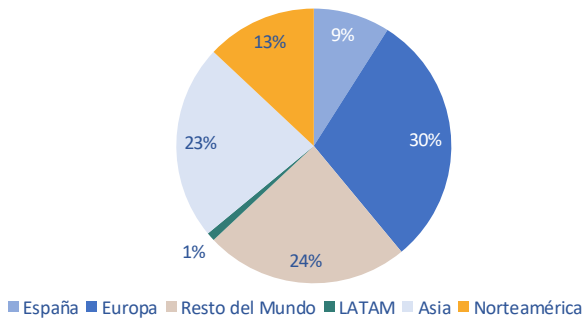
El mercado a nivel global de extractos de plantas se espera que crezca a una TACC 2022-2032e de 6,7% y el de Omega-3 de 7,6%.



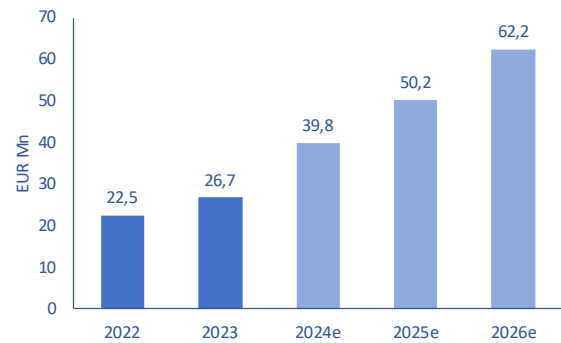
NAT: un negocio altamente diversificado tanto por línea de actividad...



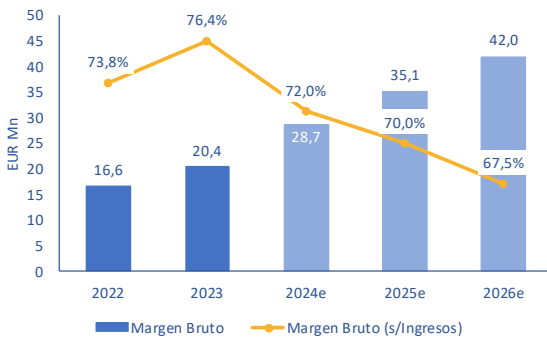
...como por geografía. En 2023, las ventas fuera de España representaron el 91%



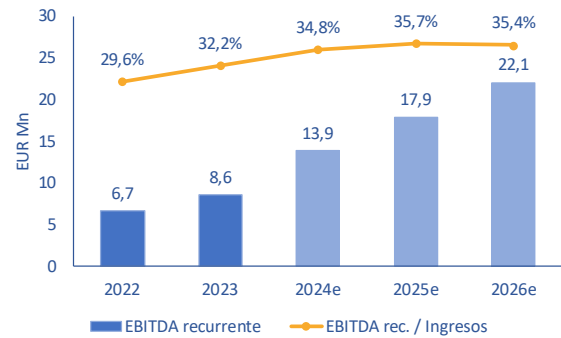
Asentando las bases para el crecimiento orgánico los próximos años (junto a una mayor utilización esperada)



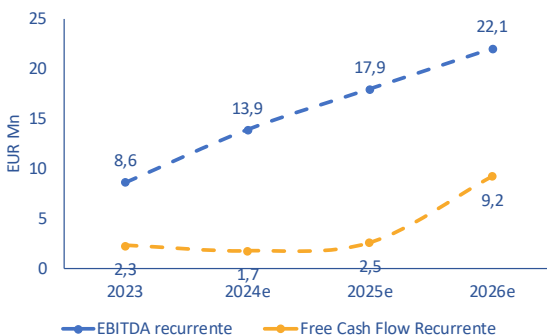
A medida que el negocio de Omega-3 (MB del 50%) gane peso en el mix, veremos una caída del margen bruto hasta el 67,5% en 2026e



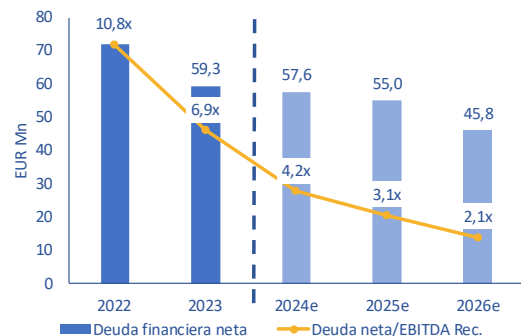
Aunque gracias a un elevado apalancamiento operativo, estimamos una mejora del EBITDA Rec. (Mg. EBITDA 26e: 35%)



... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 9,2Mn en 2026e (vs EUR 1,7Mn en 2024e)...



que dejaría a la compañía con un nivel de endeudamiento conservador en 2026e (DN EUR 45,8Mn; 2,1x DN/EBITDA Rec.)



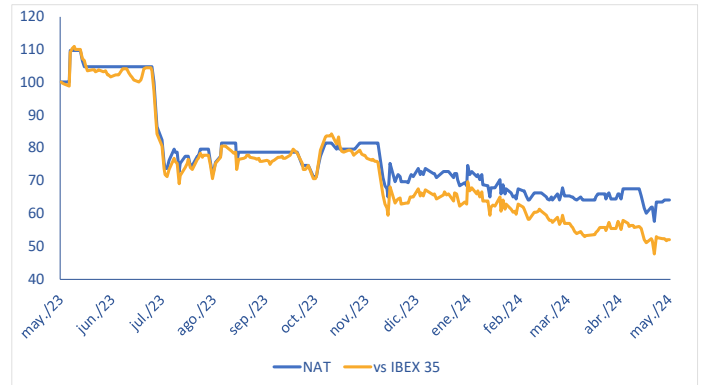


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



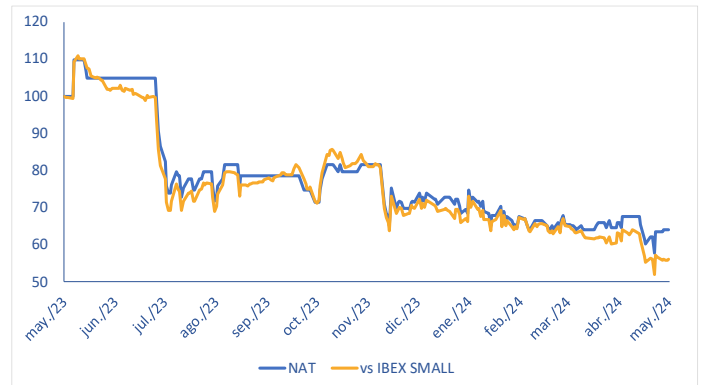
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,9	-5,0	-35,9	-9,6	-34,0	-64,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-8,9	-17,1	-47,9	-19,4	-46,7	-70,9
vs Euro STOXX 50	-5,8	-10,6	-45,3	-19,3	-47,8	-76,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-11,1	-16,9	-44,0	-18,8	-35,4	-72,8
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-8,0	-12,1	-39,0	-16,1	-28,6	-70,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-8,5	-11,5	-37,8	-14,5	-19,0	-70,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	-7,7	-5,3	-29,5	-10,4	-29,8	-63,6

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



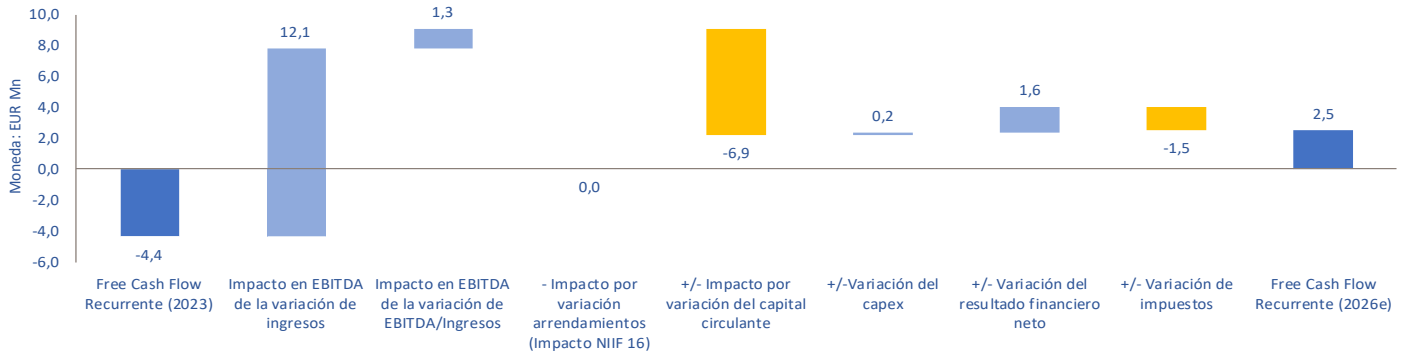
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente			6,7	8,6	13,9	17,9	22,1	n.a.	36,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			n.a.	29,1%	61,2%	29,3%	23,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			29,6%	32,2%	34,8%	35,7%	35,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante			(24,7)	2,2	(3,4)	(2,9)	(4,7)		
= Cash Flow operativo recurrente			(18,1)	10,6	10,3	14,9	17,2	n.a.	17,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			n.a.	158,7%	-2,7%	44,3%	15,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			n.a.	39,8%	25,9%	29,7%	27,7%		
- CAPEX			-	(2,2)	(4,2)	(7,2)	(2,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			-	(4,0)	(2,9)	(2,6)	(2,3)		
- Impuestos			-	(2,2)	(1,5)	(2,6)	(3,7)		
= Free Cash Flow recurrente			(18,1)	2,3	1,7	2,5	9,2	n.a.	58,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			n.a.	112,7%	-24,5%	46,4%	262,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			n.a.	8,6%	4,3%	5,0%	14,8%		
- Gastos de reestructuración y otros			-	(1,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	(0,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow			(18,1)	0,5	1,7	2,5	9,2	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			n.a.	102,8%	237,4%	46,4%	262,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	0,8%	0,6%	0,9%	3,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	0,2%	0,6%	0,9%	3,2%		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			-	(18,1)	2,3	1,7	2,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			n.a.	1,2	4,2	3,6	4,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			n.a.	0,7	1,0	0,5	(0,2)		
= Variación EBITDA recurrente			n.a.	1,9	5,3	4,1	4,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(24,7)	26,8	(5,5)	0,5	(1,8)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			(24,7)	28,7	(0,3)	4,6	2,3		
+/-Variación del CAPEX			-	(2,2)	(2,0)	(3,0)	5,2		
+/- Variación del resultado financiero neto			-	(4,0)	1,1	0,3	0,3		
+/- Variación de impuestos			-	(2,2)	0,7	(1,1)	(1,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(24,7)	20,4	(0,6)	0,8	6,7		
Free Cash Flow Recurrente			(24,7)	2,3	1,7	2,5	9,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT			1,9	3,0	9,0	12,9	17,1	n.a.	79,0%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>			30,0%	25,9%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,6)	(0,8)	(2,2)	(3,2)	(4,3)		
EBITDA recurrente			6,7	8,6	13,9	17,9	22,1	n.a.	36,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante			(24,7)	2,2	(3,4)	(2,9)	(4,7)		
= Cash Flow operativo recurrente			(18,1)	10,6	10,3	14,9	17,2	n.a.	17,5%
- CAPEX			-	(2,2)	(4,2)	(7,2)	(2,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,6)	(0,8)	(2,2)	(3,2)	(4,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(18,7)	7,7	3,9	4,5	10,9	n.a.	12,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			n.a.	141,3%	-49,5%	15,3%	143,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			n.a.	28,8%	9,8%	8,9%	17,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	(0,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"			(18,7)	7,0	3,9	4,5	10,9	n.a.	16,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			n.a.	137,5%	-44,4%	15,3%	143,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	2,2%	1,1%	1,3%	3,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	2,0%	1,1%	1,3%	3,1%		

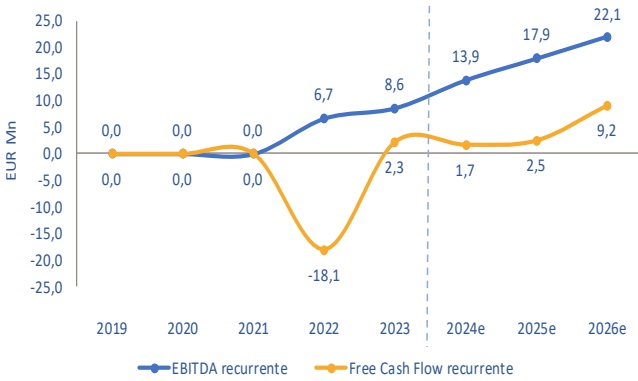


Analítica del Free Cash Flow (II)

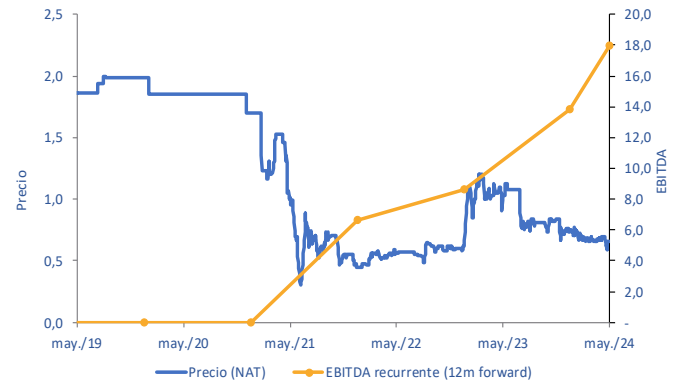
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,9	4,5	10,9	n.a.			
Market Cap	287,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	59,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,8%	11,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,1%	D			=	=	
WACC	9,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	10,0%	
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	287,0	
+ Minoritarios	2,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	16,5	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	59,3	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	13,1	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	352,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,7%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-6,3%	2,0%			
FCF Yield - WACC	-8,2%	-5,8%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	39,3%	19,7	17,9x
Central	35,7%	17,9	19,7x
Min	32,1%	16,1	21,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	12,9%	14,3%		15,7%	Max	Central
19,7	5,0	4,3	3,6	Max	1,8%	1,5%	1,3%
17,9	3,2	2,5	1,8	Central	1,1%	0,9%	0,6%
16,1	1,4	0,7	0,0	Min	0,5%	0,3%	0,0%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	n.a.	n.a.	60,0%
% de consejeros dominicales	n.a.	n.a.	40,0%
% de consejeros ejecutivos	n.a.	n.a.	0,0%
% de otros consejeros	n.a.	n.a.	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	n.a.	n.a.	0,0%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	n.a.	32,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	n.a.	n.a.



Principales comparables 2024e

		Extractos de plantas				Omega-3	
EUR Mn		Inter. Flavors & Fragrances	Symrise	Givaudan	Average	BASF	NAT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IFF-US	SY1-DE	GIVN-CH		BAS-DE	NAT-ES
	País	United States	Germany	Switzerland		Germany	Spain
	Market cap	23.405,6	14.312,7	39.124,3		43.687,2	287,0
	Enterprise value (EV)	32.909,1	16.518,9	43.458,3		63.187,0	352,2
Información financiera básica	Total Ingresos	10.231,5	4.969,1	7.321,4		68.668,1	39,8
	Cto.Total Ingresos	-3,1%	4,6%	4,4%	2,0%	-0,3%	49,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,0%	6,2%	4,7%	4,3%	4,0%	25,0%
	EBITDA	1.933,7	1.006,4	1.682,6		8.378,9	13,9
	Cto. EBITDA	6,6%	26,4%	12,8%	15,3%	14,1%	84,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,8%	8,3%	6,1%	6,7%	10,5%	26,2%
	EBITDA/Ingresos	18,9%	20,3%	23,0%	20,7%	12,2%	34,8%
	EBIT	879,2	707,9	1.319,4		4.396,6	9,0
	Cto. EBIT	15,1%	39,7%	16,6%	23,8%	28,6%	201,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	17,2%	10,4%	7,7%	11,8%	17,3%	38,0%
	EBIT/Ingresos	8,6%	14,2%	18,0%	13,6%	6,4%	22,5%
	Beneficio Neto	923,0	470,8	1.004,3		2.893,7	4,7
	Cto. Beneficio Neto	139,1%	38,3%	10,9%	62,8%	n.a.	-26,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,9%	12,6%	9,2%	11,2%	18,2%	54,1%
	CAPEX/Ventas	4,8%	5,3%	3,8%	4,7%	9,0%	10,5%
Free Cash Flow	568,8	445,5	1.052,3		728,7	1,7	
Deuda financiera Neta	8.190,2	1.855,8	4.040,1		18.719,7	57,6	
DN/EBITDA (x)	4,2	1,8	2,4	2,8	2,2	4,2	
Pay-out	45,8%	36,6%	66,0%	49,5%	102,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	25,0	31,8	37,6	31,5	13,5	60,5
	P/BV (x)	1,8	3,6	8,8	4,7	1,2	6,2
	EV/Ingresos (x)	3,2	3,3	5,9	4,2	0,9	8,8
	EV/EBITDA (x)	17,0	16,4	25,8	19,8	7,5	25,4
	EV/EBIT (x)	37,4	23,3	32,9	31,2	14,4	39,3
	ROE	7,0	11,5	23,4	14,0	9,2	10,8
	FCF Yield (%)	2,4	3,1	2,7	2,7	1,7	0,6
	DPA	1,66	1,23	71,81	24,90	3,31	0,00
Dvd Yield	1,8%	1,2%	1,7%	1,6%	6,8%	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).

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 (37%), Italia (30%) y Polonia (11%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (78,1% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	99,9	108,7
EV (Mn EUR y USD)	85,1	92,5
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,74 / 1,58 / 1,49	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	8,1	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

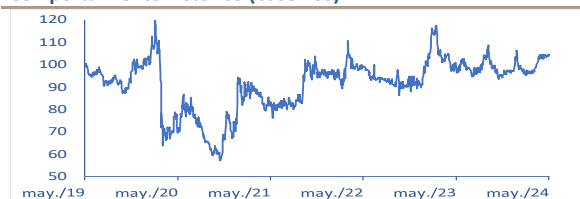
D. F. Revuelta y Familia	78,1
Free Float	21,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	50,9	50,0	51,0	52,4
EBITDA Rec.	18,6	16,3	16,5	16,6
% Var.	18,0	-12,0	1,0	0,9
% EBITDA Rec./Ing.	36,5	32,6	32,3	31,7
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	9,0	9,7	8,4	6,9
Beneficio neto	11,3	10,3	10,5	10,5
BPA (EUR)	0,19	0,17	0,17	0,17
% Var.	17,3	-9,2	1,9	0,2
BPA ord. (EUR)	0,19	0,17	0,17	0,17
% Var.	12,6	-9,3	1,9	0,2
Free Cash Flow Rec.	18,4	9,6	9,4	9,6
Pay-out (%)	53,1	80,0	80,0	80,0
DPA (EUR)	0,10	0,14	0,14	0,14
Deuda financiera neta	-22,5	-23,0	-25,0	-26,1
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6
ROE (%)	38,7	32,9	31,3	29,2
ROCE (%)	72,3	78,8	75,2	70,3

Ratios y Múltiplos (x)

PER	8,8	9,7	9,6	9,5
PER Ordinario	8,8	9,7	9,6	9,5
P/BV	3,3	3,1	2,9	2,7
Dividend Yield (%)	6,0	8,2	8,4	8,4
EV/Ventas	1,67	1,70	1,67	1,62
EV/EBITDA Rec.	4,6	5,2	5,2	5,1
EV/EBIT	5,2	6,0	5,9	5,9
FCF Yield (%)	18,5	9,6	9,4	9,6

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	1,6	9,4	4,4	4,3

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

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

2023: Ralentización de la caída en ingresos. NTH cierra con 1.433 centros en 2023 (-123 vs 2022; -130 en 2022). Pero la venta media por tienda (+5%; LFL: +3,8%) y el online (5% s/Ingresos 2023) ralentizan (no evitan) la caída en ingresos en 2023 (EUR 50,9Mn; -3,2% vs 2022). Lo que refleja el débil momentum del negocio y el efecto de la aparición de productos sustitutivos como Ozempic o Wegovy.

Los márgenes, en máximos, salvan el año. Una excelente gestión del coste operativo y un Mg. Bruto 2023 del 73% (por su integración vertical) llevan a NTH a crecer a doble dígito tanto en EBITDA (EUR 16,3Mn; +18% vs 2022) como en BN (EUR 11,3Mn; +17% vs 2022) pese a un menor ingreso. Y cierra con Caja Neta 2023 de EUR 22,5Mn.

¿Será 2024e el punto de inflexión? El aumento de la venta media por tienda podría ser un catalizador/indicador de que nos encontramos ante el principio del fin de la reestructuración. Esperamos unos ingresos 2024e estables de EUR 50Mn con un menor número de cierres de centros (-47 en 2024e) y una normalización en márgenes (Mg. EBITDA 32%). Con todo, el gran atractivo de NTH reside en su capacidad de generar de caja (FCF Yield 24e 9,6%) y en su política de reparto de dividendos (Dividend Yield 24e c.8%).

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

Ralentización en el cierre de puntos de venta. Desde 2017, se han cerrado 927 puntos de venta (400 en 2020; 155 de media anual). Nuestro modelo asume un suelo de 1.384 puntos de venta en 2025e (vs 1.433 en 2023 y 2.360 en 2017). Y una estabilización durante los siguientes ejercicios. Que debería permitir aspirar a unos Ingresos 2026e de EUR 52,4Mn (vs EUR 50,9Mn en 2023).

Resiliencia en márgenes. Los niveles de rentabilidad de NTH (Mg. EBITDA > 30%) se explican por: i) integración vertical (posee c. 49% de su principal proveedor) asegurando un Mg. Bruto >70%, y ii) una estructura ligera en costes, al basar su modelo de negocio en franquicias (OPEX c. 40% s/Ingresos). Y flexible, los últimos años han puesto de manifiesto la capacidad de llevar a cabo un estricto control de costes (OPEX: -51% vs 2017) incluso en situaciones adversas (ingresos: -46% vs 2017).

Abundante generación de caja y compromiso con la retribución al accionista. La piedra angular de la estrategia de NTH pasa por una elevada retribución al accionista (pay out histórico 85%-100%; 2023: 53%). Esperamos un pay-out de c.80% +3y. Las bajas necesidades de circulante (WC/Vtas 7%) y de inversión (CAPEX/Vtas 1,5%) favorecen la elevada generación de caja (FCF Yield c.9,5% +3y) y "garantizan" un elevado dividendo (Dividend Yield c.8%) para el período 2024e-2026e.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Competencia elevada y aparición de productos sustitutivos: Sector con bajas barreras de entrada. El mercado de suplementos dietéticos y complementos se caracteriza por una elevada competitividad, dificultando la obtención de cuota de mercado. Además, la aparición de fármacos para el control de peso ha supuesto la entrada de nuevos jugadores en un mercado ya saturado.

Incapacidad de frenar el cierre de puntos de venta. El riesgo de convertirse en un producto obsoleto y que no se produzca el relevo generacional en los consumidores, podría poner en riesgo el crecimiento en ingresos en el m/p y l/p.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La cotización se mantiene estable (+4,4% -12m) ante la baja visibilidad de los próximos años. NTH hoy es una auténtica historia "value" con la protección de un Dividend Yield de c.8%. El momentum negativo del sector no afecta sólo a NTH que cotiza a 5,2x EV/EBITDA 2024e y PER 2024e 9,7x (vs 5,9x y 6,4x, respectivamente de Herbalife). El reto sigue siendo revertir la caída de ingresos (iniciada en 2019), manteniendo el perfil de bajo riesgo del negocio (Caja Neta 2023: c.23% Mkt cap).



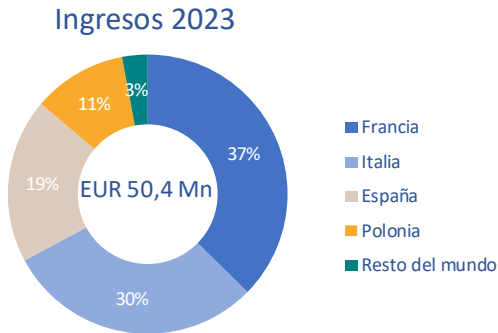
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	8,9	3,7	2,5	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2		
Inmovilizado material	2,0	1,2	0,9	1,2	1,0	1,3	1,6	2,0		
Otros activos no corrientes	3,4	3,5	7,0	10,7	10,0	10,0	10,0	10,0		
Inmovilizado financiero	0,8	0,6	1,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	12,2	11,8	10,0	15,0	10,0	9,7	10,6	11,3		
Total activo	27,3	21,0	21,8	30,7	24,5	24,2	25,1	25,8		
Patrimonio neto	16,5	26,0	36,0	27,8	30,6	31,8	34,9	36,8		
Minoritarios	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	1,4	1,5	2,7	4,9	4,9	4,9	4,9		
Otros pasivos no corrientes	7,7	3,7	2,2	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2		
Deuda financiera neta	(7,6)	(18,3)	(25,1)	(10,0)	(22,5)	(23,0)	(25,0)	(26,1)		
Pasivo circulante	9,5	8,1	7,1	6,9	8,2	7,3	7,1	6,9		
Total pasivo	27,3	21,0	21,8	30,7	24,5	24,2	25,1	25,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	82,4	56,2	57,9	52,6	50,9	50,0	51,0	52,4	-11,3%	1,0%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-3,2%	-1,7%	1,9%	2,9%		
Coste de ventas	(23,8)	(15,9)	(16,3)	(14,9)	(13,7)	(13,9)	(14,2)	(14,6)		
Margen Bruto	58,5	40,4	41,6	37,7	37,2	36,1	36,8	37,8	-10,7%	0,6%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	71,0%	71,8%	71,8%	71,6%	73,1%	72,1%	72,2%	72,1%		
Gastos de personal	(19,3)	(12,4)	(10,8)	(10,6)	(9,3)	(9,3)	(9,7)	(10,0)		
Otros costes de explotación	(16,1)	(10,6)	(10,3)	(11,3)	(9,3)	(10,5)	(10,7)	(11,2)		
EBITDA recurrente	23,1	17,4	20,5	15,7	18,6	16,3	16,5	16,6	-5,4%	-3,6%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	-0,3%	-24,8%	18,1%	-23,4%	18,0%	-12,0%	1,0%	0,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	28,1%	30,9%	35,4%	29,9%	36,5%	32,6%	32,3%	31,7%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	0,1	(0,6)	(0,6)	(0,0)	-	-	-		
EBITDA	22,9	17,4	19,9	15,2	18,5	16,3	16,5	16,6	-5,2%	-3,5%
Depreciación y provisiones	(2,6)	(2,0)	(1,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)	(1,7)		
EBIT	18,6	14,2	17,5	12,9	16,3	14,1	14,3	14,3	-3,3%	-4,1%
<i>Cto.EBIT</i>	-15,9%	-24,0%	23,4%	-26,5%	26,5%	-13,4%	1,7%	0,0%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	22,6%	25,2%	30,2%	24,4%	32,0%	28,2%	28,1%	27,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	(0,9)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,0)	0,3	(0,1)	(0,7)	(0,0)	(0,0)	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	0,2	0,3	0,6	0,3	(0,2)	-	-	-		
Beneficio ordinario	18,7	13,5	18,2	13,1	15,4	14,1	14,3	14,4	-4,7%	-2,3%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	-17,7%	-27,7%	35,0%	-28,2%	17,6%	-8,8%	1,9%	0,2%		
Extraordinarios	0,5	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	19,2	13,5	18,2	13,1	15,4	14,1	14,3	14,4	-5,4%	-2,3%
Impuestos	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(4,2)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	31,4%	30,5%	26,7%	26,6%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%		
Minoritarios	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	13,3	9,4	13,4	9,6	11,3	10,3	10,5	10,5	-3,9%	-2,5%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	17,3%	-9,2%	1,9%	0,2%		
Beneficio ordinario neto	13,3	9,4	13,8	10,0	11,3	10,3	10,5	10,5	-3,9%	-2,5%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	-16,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	12,6%	-9,3%	1,9%	0,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						16,3	16,5	16,6	-5,4%	-3,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,6)	(1,5)	(1,7)		
Var.capital circulante						(0,7)	(1,0)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						14,0	13,9	14,1	-0,6%	-15,3%
CAPEX						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	(0,0)	0,0		
Impuestos						(3,8)	(3,9)	(3,9)		
Free Cash Flow Recurrente						9,6	9,4	9,6	2,6%	-19,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						9,6	9,4	9,6	-0,5%	-19,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(9,1)	(7,4)	(8,5)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,5)	(2,0)	(1,1)		

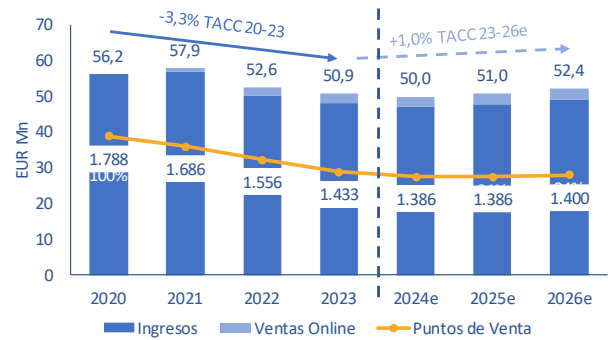


La compañía en 8 gráficos

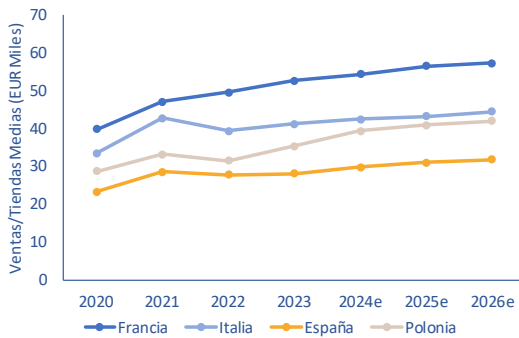
Un negocio diversificado geográficamente (especialmente en Europa)



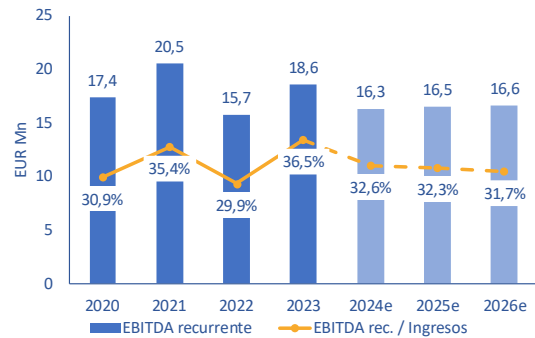
El freno en el cierre de tiendas es el catalizador "clave", pero habrá que esperar hasta 2025e



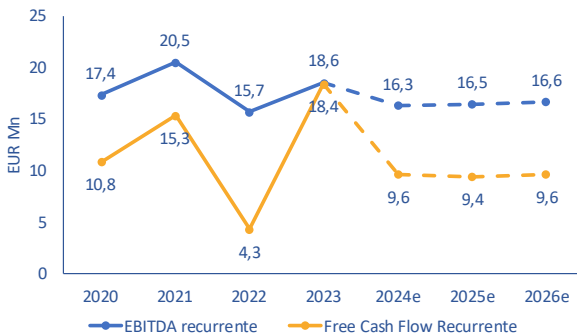
Unas ventas por tienda que esperamos que se mantengan estables (+3,4% TACC 23-26e) pese a la reestructuración comercial



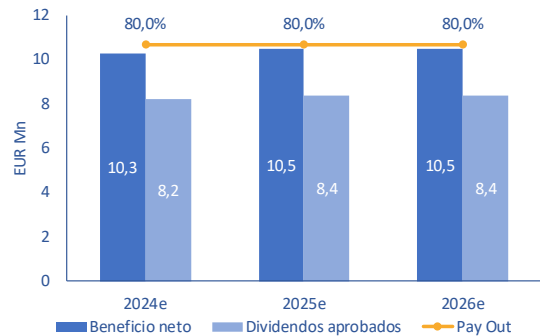
Su ligera estructura de costes permitirá mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA > 30%)



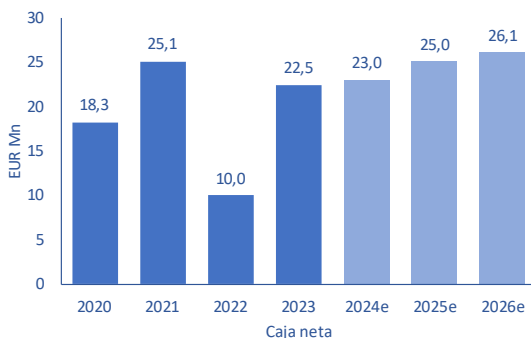
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield >10%) ...



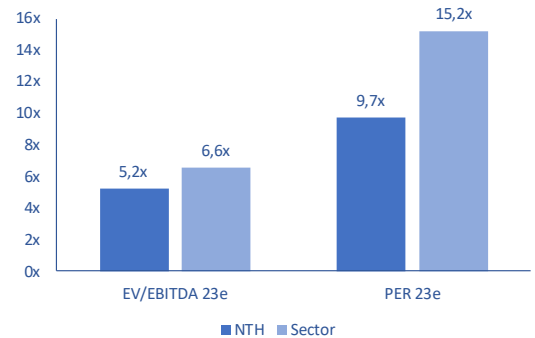
... que permitirá mantener un Pay-Out (80%) elevado y un Dividend Yield 2024e del 9%



Y una posición de balance robusta (Caja Neta 2024e EUR 23Mn), especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos



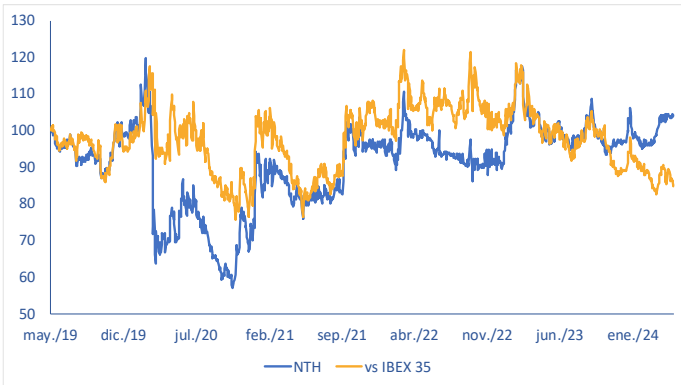
Cotizando a EV/EBITDA 2024e 5,2x (vs 6,6x de su sector)



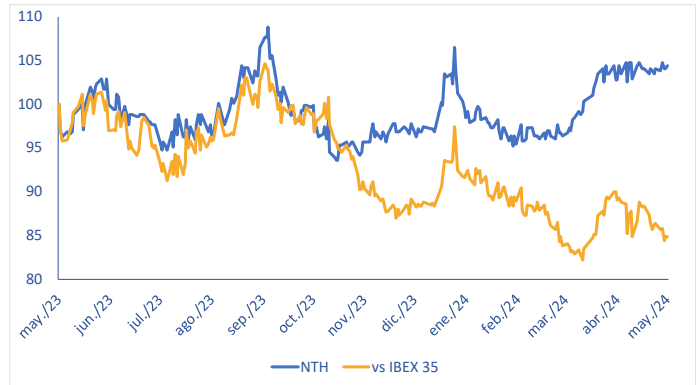


Evolución de la cotización

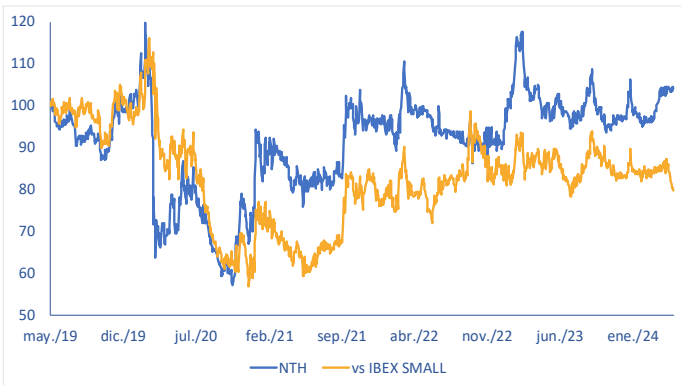
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



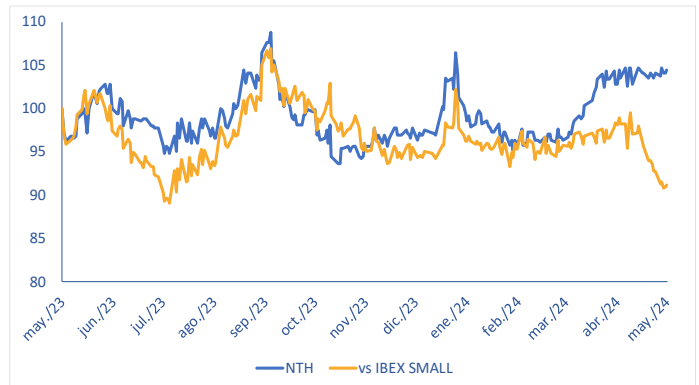
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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	1,6	9,4	4,4	7,8	28,3	4,3
vs Mercado						
vs Ibex 35	-4,7	-4,5	-15,1	-3,9	3,7	-14,5
vs Euro STOXX 50	-1,5	2,9	-10,9	-3,8	1,5	-29,4
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-7,0	-4,3	-8,8	-3,2	25,5	-19,9
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-3,7	1,3	-0,6	0,0	38,7	-13,7
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,3	1,9	1,4	2,0	57,4	-13,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	-3,5	9,1	14,9	6,7	36,4	6,9

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



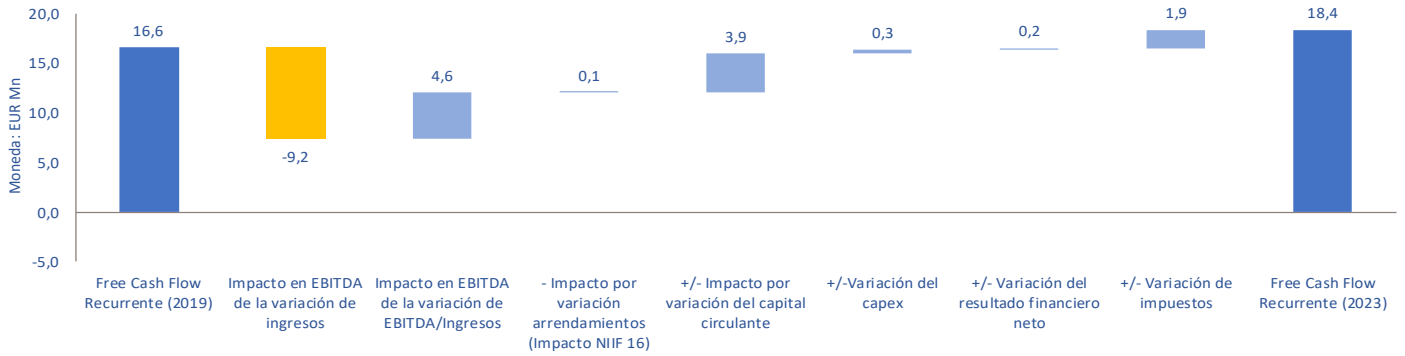
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	17,4	20,5	15,7	18,6	16,3	16,5	16,6	2,2%	-3,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-24,8%	18,1%	-23,4%	18,0%	-12,0%	1,0%	0,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	30,9%	35,4%	29,9%	36,5%	32,6%	32,3%	31,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)	(1,7)		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	0,7	(5,1)	6,3	(0,7)	(1,0)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	15,2	20,4	8,9	23,2	14,0	13,9	14,1	15,3%	-15,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-36,3%	34,3%	-56,4%	161,4%	-39,6%	-0,9%	1,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	27,0%	35,2%	16,9%	45,7%	28,1%	27,3%	26,9%		
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0		
- Impuestos	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(4,2)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
= Free Cash Flow recurrente	10,8	15,3	4,3	18,4	9,6	9,4	9,6	19,4%	-19,6%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-34,8%	41,6%	-71,7%	324,7%	-48,0%	-1,9%	2,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	19,3%	26,5%	8,3%	36,3%	19,2%	18,4%	18,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,7)	1,0	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	11,0	11,1	0,9	18,4	9,6	9,4	9,6	18,7%	-19,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-41,6%	1,0%	-91,7%	n.a.	-48,0%	-1,9%	2,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,8%	15,4%	4,3%	18,5%	9,6%	9,4%	9,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,0%	11,1%	0,9%	18,5%	9,6%	9,4%	9,6%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	16,6	10,8	15,3	4,3	18,4	9,6	9,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(7,3)	0,5	(1,9)	(0,5)	(0,3)	0,3	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	2,6	(2,9)	3,3	(1,9)	(0,2)	(0,3)		
= Variación EBITDA recurrente	(5,7)	3,2	(4,8)	2,8	(2,2)	0,2	0,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,4	0,3	(0,8)	0,1	-	0,1	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,3)	1,7	(5,9)	11,4	(7,0)	(0,4)	0,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(8,6)	5,2	(11,5)	14,3	(9,2)	(0,1)	0,2		
+/-Variación del CAPEX	0,7	0,2	(0,9)	0,4	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	1,9	(0,8)	1,4	(0,7)	0,4	(0,1)	(0,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(5,8)	4,5	(11,0)	14,1	(8,9)	(0,2)	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	10,8	15,3	4,3	18,4	9,6	9,4	9,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	14,2	17,5	12,9	16,3	14,1	14,3	14,3	4,7%	-4,1%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	26,7%	26,6%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(4,4)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
EBITDA recurrente	17,4	20,5	15,7	18,6	16,3	16,5	16,6	2,2%	-3,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)	(1,7)		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	0,7	(5,1)	6,3	(0,7)	(1,0)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	15,2	20,4	8,9	23,2	14,0	13,9	14,1	15,3%	-15,3%
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(4,4)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	10,7	15,6	4,5	18,3	9,6	9,4	9,6	19,4%	-19,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-38,1%	46,0%	-71,2%	305,4%	-47,4%	-2,1%	1,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	19,1%	27,0%	8,6%	35,9%	19,2%	18,5%	18,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	10,9	12,1	0,1	18,3	9,6	9,4	9,6	18,8%	-19,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-44,2%	11,3%	-99,0%	n.a.	-47,4%	-2,1%	1,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	12,6%	18,4%	5,3%	21,5%	11,3%	11,1%	11,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	12,8%	14,3%	0,1%	21,5%	11,3%	11,1%	11,3%		

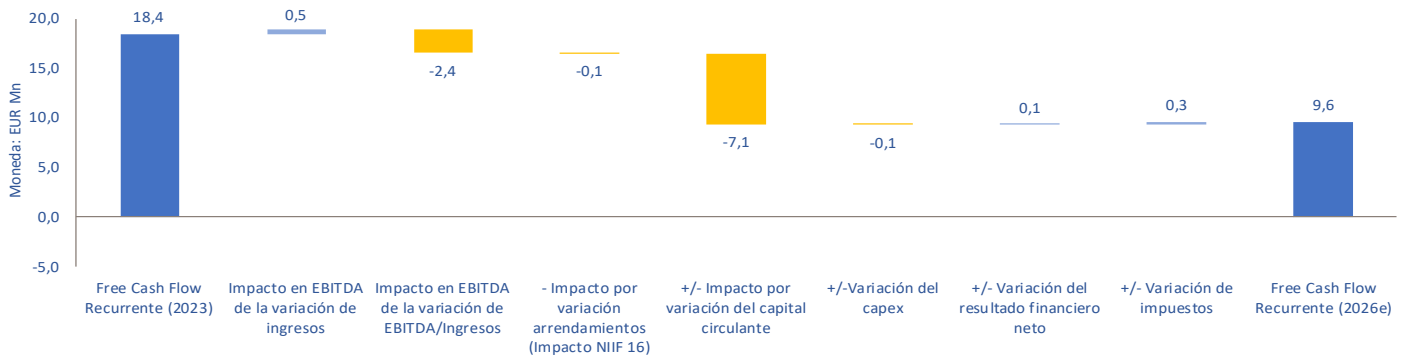


Análítica del Free Cash Flow (II)

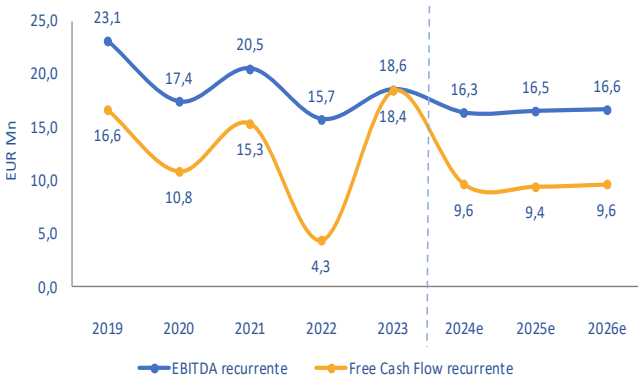
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



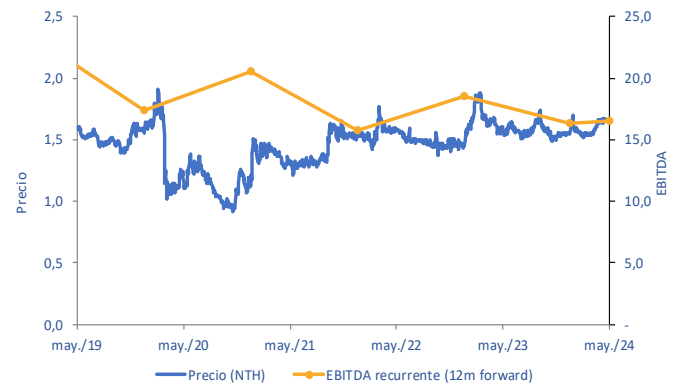
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,6	9,4	9,6	129,5			
Market Cap	99,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-22,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			4,3%	4,8%	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			3,4%	3,8%	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Coste del Equity	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			0,9	1,1	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			8,2%	10,4%	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,2%	10,4%	
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	99,9	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	8,1	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	(22,5)	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	85,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	112,6%	111,4%	130,4%	60,4%	72,3%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	63,0%	61,0%			
FCF Yield - WACC	9,2%	0,4%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	35,5%	18,1	4,7x
Central	32,3%	16,5	5,2x
Min	29,1%	14,9	5,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	1,1%	1,2%	1,3%		Max	Central	Min
EBITDA 25e	18,1	16,5	14,9	Max	11,1%	11,0%	11,0%
	11,1	9,5	7,8	Central	9,5%	9,4%	9,4%
		9,4	7,7	Min	7,8%	7,8%	7,7%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	42,9%	42,9%	42,9%
% de consejeros dominicales	14,3%	57,1%	57,1%
% de consejeros ejecutivos	42,9%	0,0%	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	81,4%	81,7%	81,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,9%	3,0%	3,4%



Principales comparables 2024e

		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	1.002,9	245,9	132,1		616,2	4.675,4		99,9
	Enterprise value (EV)	3.028,1	120,9	1.440,7		925,6	4.999,6		85,1
Información financiera básica	Total Ingresos	4.727,0	594,8	776,7		1.632,2	3.770,0		50,0
	Cto.Total Ingresos	1,5%	-39,7%	-5,1%	-14,5%	-9,9%	-24,9%	-17,4%	-1,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,6%	n.a.	11,0%	7,8%	n.a.	0,9%	0,9%	2,4%
	EBITDA	513,5	27,3	139,5		162,5	482,7		16,3
	Cto. EBITDA	28,7%	-79,4%	14,7%	-12,0%	28,3%	6,0%	17,1%	-11,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	15,0%	n.a.	12,1%	13,5%	n.a.	6,4%	6,4%	1,0%
	EBITDA/Ingresos	10,9%	4,6%	18,0%	11,1%	10,0%	12,8%	11,4%	32,6%
	EBIT	388,3	7,1	97,3		94,5	358,0		14,1
	Cto. EBIT	31,8%	-93,9%	32,7%	-9,8%	50,9%	12,7%	31,8%	-13,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	19,0%	n.a.	23,6%	21,3%	n.a.	7,8%	7,8%	0,8%
	EBIT/Ingresos	8,2%	1,2%	12,5%	7,3%	5,8%	9,5%	7,6%	28,2%
	Beneficio Neto	131,1	8,8	(292,5)		44,5	290,4		10,3
	Cto. Beneficio Neto	0,2%	-90,4%	-183,1%	-91,1%	462,4%	-9,7%	226,3%	-9,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	45,8%	n.a.	46,2%	46,0%	n.a.	8,2%	8,2%	1,0%
	CAPEX/Ventas	2,8%	1,2%	0,8%	1,6%	3,1%	2,0%	2,5%	1,2%
Free Cash Flow	107,3	28,0	(0,6)		47,8	335,4		9,6	
Deuda financiera Neta	n.a.	(164,0)	1.279,1		176,7	299,0		(23,0)	
DN/EBITDA (x)	n.a.	(6,0)	9,2	1,6	1,1	0,6	0,9	(1,4)	
Pay-out	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	24,7%	34,8%	29,7%	80,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	6,4	31,9	12,9	17,1	12,0	14,0	13,0	9,7
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3	2,3	3,1
	EV/Ingresos (x)	0,6	0,2	1,9	0,9	0,6	1,3	0,9	1,7
	EV/EBITDA (x)	5,9	4,4	10,3	6,9	5,7	10,4	8,0	5,2
	EV/EBIT (x)	7,8	16,9	14,8	13,2	9,8	14,0	11,9	6,0
	ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,5	16,5	32,9
	FCF Yield (%)	10,7	11,4	n.a.	11,0	7,8	7,2	7,5	9,6
	DPA	0,00	n.a.	0,00	0,00	0,22	0,38	0,30	0,14
	Dvd Yield	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	1,8%	2,1%	1,9%	8,2%

- (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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															17-23	23-26e
Total Ingresos	96,4	96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	50,9	50,0	51,0	52,4	52,4	-10,0%	1,0%
Cto. Total ingresos	n.a.	0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-3,2%	-1,7%	1,9%	2,9%			
EBITDA	33,7	33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	18,5	16,3	16,5	16,6	16,6	-7,4%	-3,5%
Cto. EBITDA	n.a.	-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	14,4%	-24,0%	22,3%	-11,9%	1,0%	0,9%			
EBITDA/Ingresos	34,9%	34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	34,4%	28,8%	36,4%	32,6%	32,3%	31,7%			
Beneficio neto	22,6	22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	11,3	10,3	10,5	10,5	10,5	-9,0%	-2,5%
Cto. Beneficio neto	n.a.	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	17,3%	-9,2%	1,9%	0,2%			
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	60,0	60,0		
BPA (EUR)	0,38	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,16	0,19	0,17	0,17	0,17	0,17	-9,0%	-2,5%
Cto. BPA	n.a.	1,4%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	17,3%	-9,2%	1,9%	0,2%			
BPA ord. (EUR)	0,38	0,38	0,38	0,34	0,26	0,22	0,16	0,23	0,17	0,19	0,17	0,17	0,17	0,17	-9,4%	-2,5%
Cto. BPA ord.	n.a.	1,9%	-1,3%	-9,7%	-25,2%	-13,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	12,6%	-9,3%	1,9%	0,2%			
CAPEX	(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
CAPEX/Vtas %	3,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	0,4%	0,1%	1,8%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Free Cash Flow	38,9	30,9	14,4	14,8	20,8	18,9	11,0	11,1	0,9	18,4	9,6	9,4	9,6	9,6	3,8%	-19,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-1,0x	-1,3x	-0,7x	-1,2x	-1,4x	-1,5x	-1,6x	-1,6x		
PER (x)	n.a.	5,9x	7,8x	8,0x	4,4x	7,1x	7,8x	7,0x	8,9x	8,2x	9,7x	9,6x	9,5x	9,5x		
EV/Vtas (x)	n.a.	2,25x	2,78x	2,49x	1,01x	1,37x	1,34x	1,56x	1,65x	1,56x	1,70x	1,67x	1,62x	1,62x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	6,5x	8,4x	8,1x	3,9x	4,9x	4,3x	4,5x	5,7x	4,3x	5,2x	5,2x	5,1x	5,1x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	29,2%	-9,3%	-57,6%	39,2%	-22,3%	27,7%	-7,3%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%		
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	31,8%	-15,5%	-50,1%	24,5%	-8,2%	18,3%	-1,8%	-12,3%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%		

- (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).

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 (30% s/Ingresos 2023) y la realización de proyectos con contenidos a medida (70% s/Ingresos 2023). Sus ingresos fuera de España representan c. del 55%. Los fundadores controlan c. 50% del capital.

Toda mención a los resultados de un año será al período: 30-sep (año previo) a 30-sep (año). Con posterioridad a la fecha de los precios de este informe (17 de mayo) GD Capital ha lanzado una OPA (24 de mayo) sobre el 100% del capital de NTX.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

OPA de BD Capital sobre el 100% del capital de NTX. BD Capital (gestora de private equity especializada en el mid-market europeo) ha lanzado una OPA sobre NTX a un precio de EUR 4,75/acc, 25% de prima sobre el precio pre OPA (23 de mayo; EUR 3,80). Y que se pagará en efectivo. BD Capital cuenta con compromisos de aceptación del 50,5% (con la intención última de excluir NTX de cotización). A expensas de obtener un waiver de la obligación de amortizar anticipadamente financiación. José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro han alcanzado un acuerdo con el BD Capital para mantener un 30,3% del capital (excluido de la OPA; que por ello solo es efectiva sobre el 69,7%; del que, teóricamente, un 30,7% es free float). El Consejo recomienda acudir a la OPA.

Los resultados 2023 prueban el apalancamiento operativo del modelo de negocio. Los resultados en 2023 (Ingresos: +14,6% y EBITDA rec.: +75,3%) no alcanzaron expectativas (por el retraso de un proyecto internacional de c. EUR 3Mn a 2024). Aunque NTX demuestra su capacidad de mejorar significativamente en márgenes (Mg. EBITDA 2023: 14,2%; +4,9p.p. vs 2022).

2024: ¿El año para mostrar el verdadero potencial de NTX? Pese al encaje estratégico de Virtual College (VC; adquirida en dic-21), los ajustes de integración han lastrado la mejora de rentabilidad en los dos últimos años. En un contexto de fortísimo crecimiento por el empuje sectorial (e-learning) y con un producto escalable (licencias), NTX debería aspirar en 2024e a unos ingresos de EUR 28Mn y un EBITDA rec. EUR 4,9Mn. Todo ello, con un nivel de endeudamiento aún elevado (DN/EBITDA 24e 3,4x) pero mitigado por la generación de FCF (FCF Yield 24e 4,0%).

OPA DE BD CAPITAL: ¿CUÁL ES NUESTRA OPINIÓN?

¿En qué momento se lanza la OPA? Tras la fuerte subida del precio de la acción (NTX -12M: +44,8%, +17,7% vs Ibex 35, +14,7% vs sector) nuestras estimaciones 2024e cotizaban a un múltiplo EV/EBITDA de 12,3x (precio del 17 de mayo) vs 14,6x de sus comparables (múltiplo actual). El precio de la OPA implica un EV/EBITDA implícito de 13,8x (-5% vs sector). Es decir, la prima ofertada (+25% vs precio pre OPA) estaría en línea con el múltiplo sectorial.

¿Qué nos dice la valoración intrínseca? Si descontamos los flujos de caja (2024e-2026e) usando una WACC del 8,3% (ver pg 234 de este informe), y asumimos que NTX es capaz de generar un FCF "to the firm" 2026e de EUR 5,0Mn (con un impacto por variación de circulante de EUR -0,2Mn anual), obtenemos un valor fundamental de EUR 47Mn o un precio por acción de EUR 5,3/acc (+11% vs precio de OPA): el valor real de NTX en base a su potencial de generación de FCF en el largo plazo, bajo una hipótesis de crecimiento razonable (G del 2%). El precio ofertado estaría en línea con el valor intrínseco de NTX. Una visión de NTX más próxima a un "growth stock" (una cía de IT del sector educativo puede ser percibida así) llevaría a una G más alta (¿3%?) e implicaría valoraciones (no son nuestro escenario central) de c.EUR 6,7/acción.

Es definitiva, el precio de la OPA reflejaría el valor intrínseco de NTX. Como muestran los números. La OPA no se lanza en un momento bajo del precio de la acción (después de la fuerte subida de los últimos meses). Y estaría considerando el potencial de mejora en EBITDA Rec. y en generación FCF en el periodo 2024e-2026e.

¿PRÓXIMOS PASOS DE LA OPA?

El 28 de mayo de 2024 empieza el periodo de aceptación de la oferta y finalizará el 28 de junio de 2024 (ambos incluidos). BD Capital podrá prorrogar el plazo de aceptación de la oferta (a su discreción). En tal caso, dicha prórroga será anunciada no más tarde del 27 de junio. Se estima que la Oferta se liquidará el 9 de julio de 2024.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	34,4	37,4
EV (Mn EUR y USD)	54,4	59,1
Número de Acciones (Mn)	8,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,08 / 3,40 / 2,48	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	4,8	
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	30,7

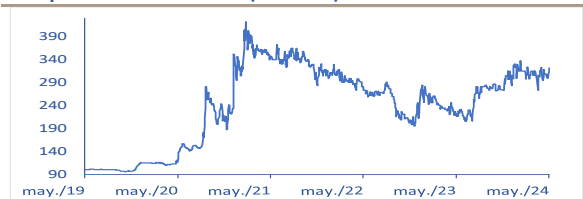
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,9	8,9	8,9	8,9
Total Ingresos	23,9	28,0	32,7	37,9
EBITDA Rec.	3,4	4,9	6,1	7,6
% Var.	75,3	44,2	25,7	24,3
% EBITDA Rec./Ing.	14,2	17,4	18,8	20,1
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	-1,1	1,4	2,8	4,2
BPA (EUR)	-0,12	0,16	0,31	0,47
% Var.	19,9	235,9	94,0	50,5
BPA ord. (EUR)	-0,03	0,16	0,31	0,47
% Var.	64,6	690,2	94,0	50,5
Free Cash Flow Rec.	3,5	1,4	2,4	3,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	18,0	16,6	14,2	10,7
DN / EBITDA Rec.(x)	5,3	3,4	2,3	1,4
ROE (%)	n.a.	130,5	86,8	62,6
ROCE (%)	7,8	13,4	18,5	23,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	23,9	12,3	8,2
PER Ordinario	n.a.	23,9	12,3	8,2
P/BV	n.a.	18,9	7,5	3,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,50	2,13	1,83	1,58
EV/EBITDA Rec.	17,7	12,3	9,7	7,8
EV/EBIT	37,5	16,4	11,7	8,9
FCF Yield (%)	10,2	4,0	6,9	10,2

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,0	4,9	44,8	220,7

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.



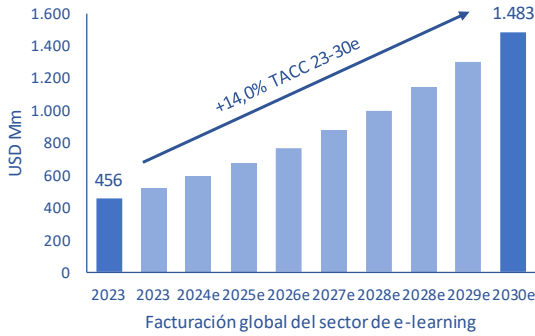
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	6,2	6,5	6,1	10,2	9,4	8,1	7,1	6,2		
Inmovilizado material	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,9	1,6	2,4		
Otros activos no corrientes	0,2	0,2	0,5	1,3	2,7	2,7	2,7	2,7		
Inmovilizado financiero	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	5,9	6,4	6,4	6,4	6,4		
Activo circulante	4,4	3,7	7,1	8,6	8,0	9,1	10,3	11,6		
Total activo	11,4	11,1	14,3	26,7	27,0	27,4	28,2	29,4		
Patrimonio neto	2,2	1,3	2,3	1,1	0,4	1,8	4,6	8,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,2	0,1	0,6	2,2	2,2	2,2	2,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9		
Deuda financiera neta	5,8	6,8	9,0	18,9	18,0	16,6	14,2	10,7		
Pasivo circulante	3,2	2,8	2,9	5,2	5,6	6,0	6,3	6,8		
Total pasivo	11,4	11,1	14,3	26,7	27,0	27,4	28,2	29,4		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	8,7	9,8	12,3	20,9	23,9	28,0	32,7	37,9	28,7%	16,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>29,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>25,4%</i>	<i>70,0%</i>	<i>14,6%</i>	<i>17,3%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,0%</i>		
Coste de ventas	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(6,1)	(6,5)	(7,7)	(8,8)	(10,0)		
Margen Bruto	6,9	7,3	9,1	14,7	17,4	20,3	23,8	27,9	25,9%	17,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>79,5%</i>	<i>74,2%</i>	<i>74,0%</i>	<i>70,7%</i>	<i>72,7%</i>	<i>72,6%</i>	<i>73,0%</i>	<i>73,5%</i>		
Gastos de personal	(6,0)	(6,4)	(6,7)	(10,2)	(10,5)	(11,4)	(13,1)	(14,9)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(2,6)	(3,5)	(4,0)	(4,6)	(5,3)		
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,5)	1,0	1,9	3,4	4,9	6,1	7,6	77,7%	31,1%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>77,0%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>304,8%</i>	<i>100,3%</i>	<i>75,3%</i>	<i>44,2%</i>	<i>25,7%</i>	<i>24,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,3%</i>	<i>14,2%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,8%</i>	<i>20,1%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,2	0,2	(0,9)	(0,6)	-	-	-		
EBITDA	(0,4)	(0,2)	1,2	1,1	2,8	4,9	6,1	7,6	69,7%	39,3%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(3,6)	(3,4)	(3,4)	(3,2)	(3,1)		
Gastos capitalizados	2,4	2,5	1,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	0,2	0,3	0,6	(0,3)	1,6	3,6	5,1	6,7	77,7%	61,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>111,2%</i>	<i>60,2%</i>	<i>143,8%</i>	<i>-149,0%</i>	<i>620,3%</i>	<i>128,3%</i>	<i>39,7%</i>	<i>31,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,7%</i>	<i>13,0%</i>	<i>15,6%</i>	<i>17,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(2,4)	(1,7)	(1,4)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,0)	0,0	0,2	(1,5)	(0,8)	1,9	3,7	5,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>97,3%</i>	<i>128,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-926,3%</i>	<i>47,9%</i>	<i>337,5%</i>	<i>94,0%</i>	<i>50,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,0)	0,0	0,2	(1,5)	(0,8)	1,9	3,7	5,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos	0,1	0,1	0,5	0,2	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(1,4)		
<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>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,1	0,1	0,6	(1,3)	(1,1)	1,4	2,8	4,2	<i>n.a.</i>	<i>81,4%</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>104,6%</i>	<i>86,4%</i>	<i>358,7%</i>	<i>-306,3%</i>	<i>19,9%</i>	<i>235,9%</i>	<i>94,0%</i>	<i>50,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,7)	(0,2)	1,4	2,8	4,2	-86,1%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>98,7%</i>	<i>-980,1%</i>	<i>90,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>64,6%</i>	<i>690,2%</i>	<i>94,0%</i>	<i>50,5%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						4,9	6,1	7,6	77,7%	31,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(0,8)	(0,9)		
Cash Flow operativo recurrente						4,2	5,3	6,7	97,9%	16,0%
CAPEX						(0,6)	(0,7)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,7)	(1,4)	(1,1)		
Impuestos						(0,5)	(0,9)	(1,4)		
Free Cash Flow Recurrente						1,4	2,4	3,5	67,8%	-0,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,4	2,4	3,5	37,2%	54,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,4)	(2,4)	(3,5)		

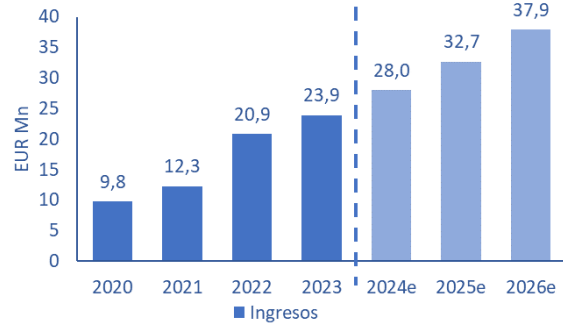


La compañía en 8 gráficos

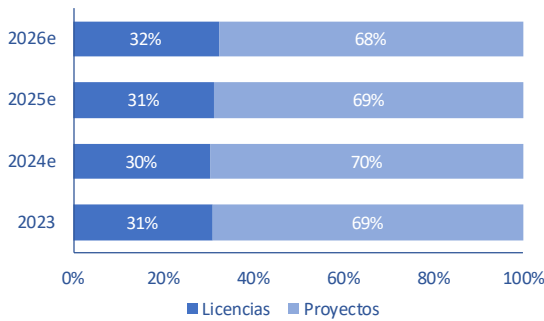
NTX se va a beneficiar de un fortísimo driver sectorial (e-learning)...



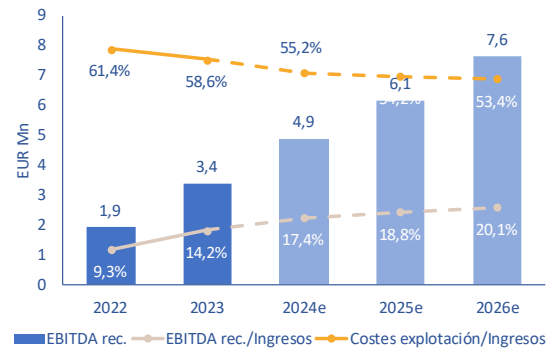
... que acelerará el crecimiento en ingresos (+16,6% TACC 2023-2026e)



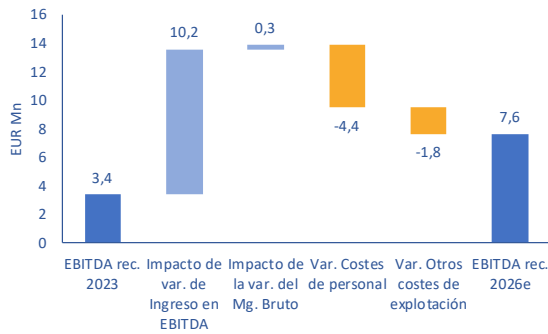
Estimamos un aumento progresivo de licencias (el negocio más rentable)...



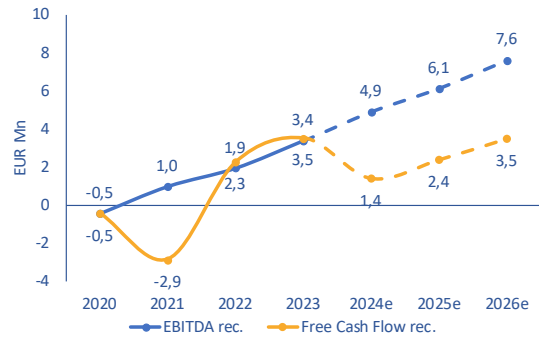
... Y un potencial elevado de apalancarse en su estructura de costes



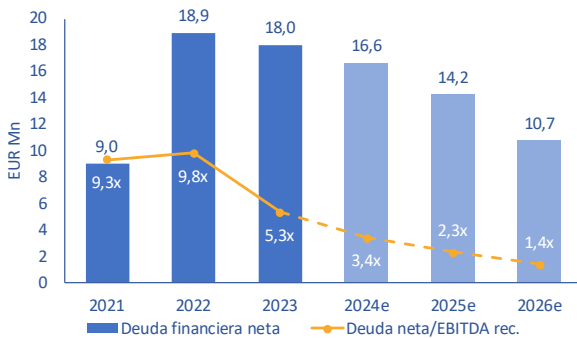
Lo que permitirá un "despegue" del EBITDA (EUR 7,6Mn en 2026e)



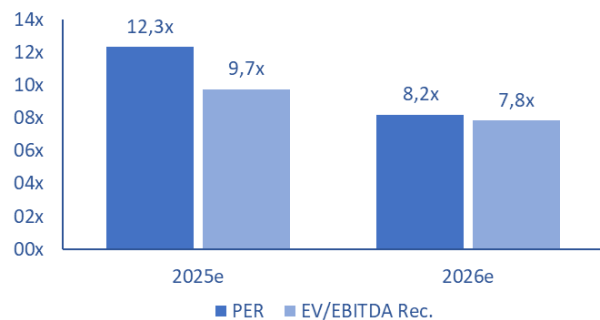
Con capacidad de generación de caja (FCF Yield 24e: 4,0%)



... que reducirá la deuda a la mitad, llevando la DN/EBITDA 2026e a 1,4x



Los múltiplos, un reclamo: PER 26e 8,2x y EV/EBITDA 26e 7,8x



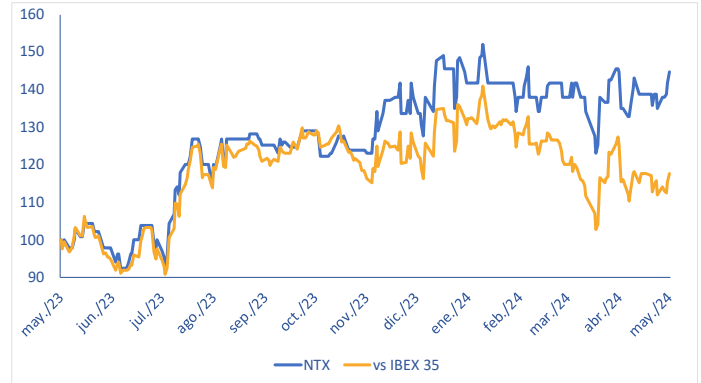


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



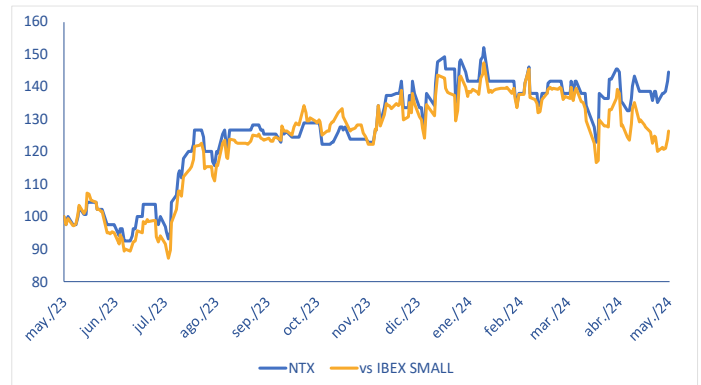
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



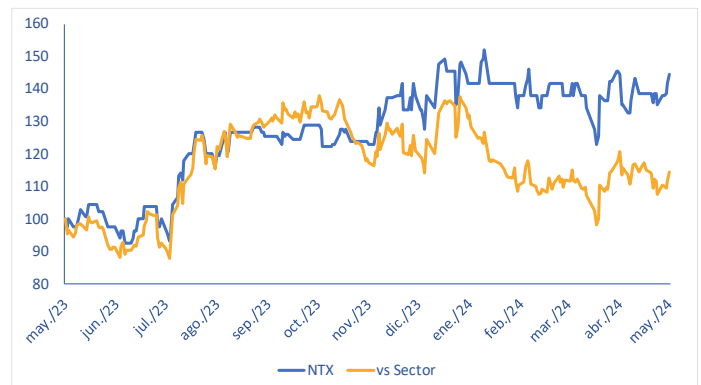
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	4,9	44,8	-2,0	-7,2	220,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,1	-8,5	17,7	-12,6	-25,0	162,7
vs Euro STOXX 50	-3,0	-1,3	23,6	-12,5	-26,6	116,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,4	-8,3	26,4	-12,0	-9,2	146,1
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-5,2	-2,9	37,8	-9,1	0,3	165,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,8	-2,3	40,6	-7,3	13,9	167,5
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-5,1	3,7	14,7	-13,6	-28,4	79,0

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



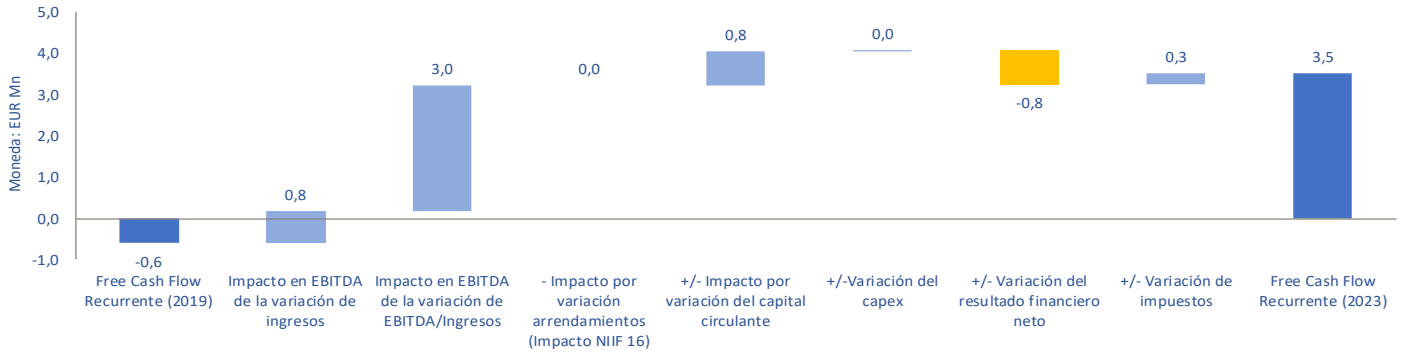
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(0,5)	1,0	1,9	3,4	4,9	6,1	7,6	<i>n.a.</i>	31,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-10,8%	304,8%	100,3%	75,3%	44,2%	25,7%	24,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	7,9%	9,3%	14,2%	17,4%	18,8%	20,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,4)	0,9	0,9	(0,7)	(0,8)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,2)	(2,4)	2,9	4,3	4,2	5,3	6,7	<i>n.a.</i>	16,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	26,5%	-902,4%	220,3%	50,4%	-3,9%	28,3%	26,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	13,8%	18,1%	14,8%	16,3%	17,8%		
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(0,7)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,4)	(0,7)	(1,0)	(1,7)	(1,4)	(1,1)		
- Impuestos	-	-	0,2	0,3	(0,5)	(0,9)	(1,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,5)	(2,9)	2,3	3,5	1,4	2,4	3,5	<i>n.a.</i>	-0,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	22,8%	-526,6%	178,7%	55,7%	-60,6%	71,0%	47,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	10,8%	14,7%	4,9%	7,2%	9,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	0,2	(0,9)	(0,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(8,5)	(2,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,1	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow	(0,2)	(2,7)	(7,0)	1,0	1,4	2,4	3,5	84,0%	54,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	63,4%	<i>n.a.</i>	-163,6%	113,6%	45,1%	71,0%	47,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	6,6%	10,2%	4,0%	6,9%	10,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	4,0%	6,9%	10,2%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,6)	(0,5)	(2,9)	2,3	3,5	1,4	2,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	(0,1)	0,7	0,3	0,6	0,8	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,0	1,6	0,3	1,2	0,9	0,4	0,5		
= Variación EBITDA recurrente	(0,0)	1,4	1,0	1,5	1,5	1,3	1,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,1	(3,6)	4,3	(0,0)	(1,7)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,1	(2,2)	5,3	1,4	(0,2)	1,2	1,4		
+/- Variación del CAPEX	0,0	0,0	(0,1)	0,1	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,3)	(0,2)	(0,4)	(0,7)	0,4	0,3		
+/- Variación de impuestos	-	-	0,2	0,0	(0,8)	(0,5)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,1	(2,4)	5,1	1,3	(2,1)	1,0	1,1		
Free Cash Flow Recurrente	(0,5)	(2,9)	2,3	3,5	1,4	2,4	3,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,3	0,6	(0,3)	1,6	3,6	5,1	6,7	83,9%	61,2%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,7)		
EBITDA recurrente	(0,5)	1,0	1,9	3,4	4,9	6,1	7,6	<i>n.a.</i>	31,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,4)	0,9	0,9	(0,7)	(0,8)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,2)	(2,4)	2,9	4,3	4,2	5,3	6,7	<i>n.a.</i>	16,0%
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(0,7)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,3)	(2,4)	2,7	4,3	2,7	3,4	4,3	<i>n.a.</i>	0,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	27,0%	-757,0%	211,9%	57,4%	-37,3%	26,8%	27,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	13,0%	17,9%	9,6%	10,4%	11,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(8,5)	(2,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,1	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,3)	(2,4)	(5,7)	2,3	2,7	3,4	4,3	<i>n.a.</i>	23,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	27,0%	-757,0%	-134,2%	140,2%	17,4%	26,8%	27,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5,0%	7,9%	4,9%	6,3%	7,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,2%	4,9%	6,3%	7,9%		

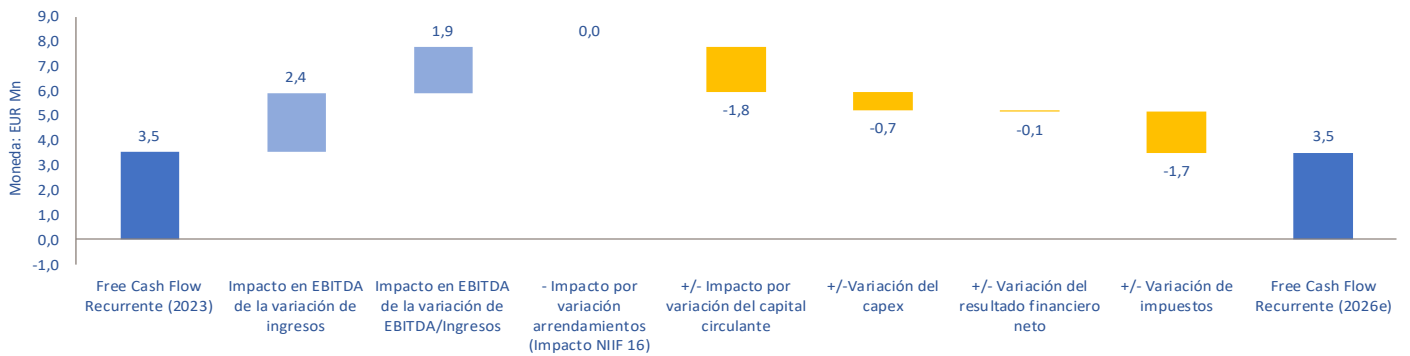


Analítica del Free Cash Flow (II)

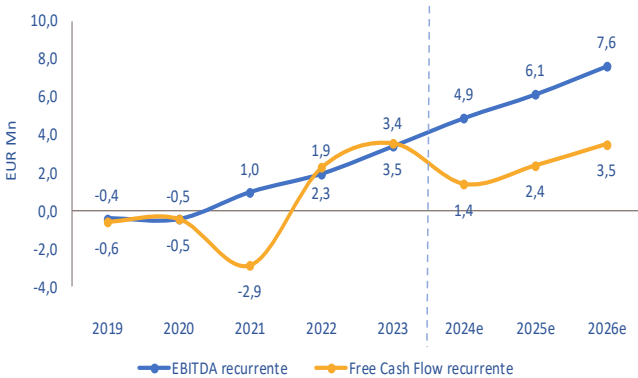
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



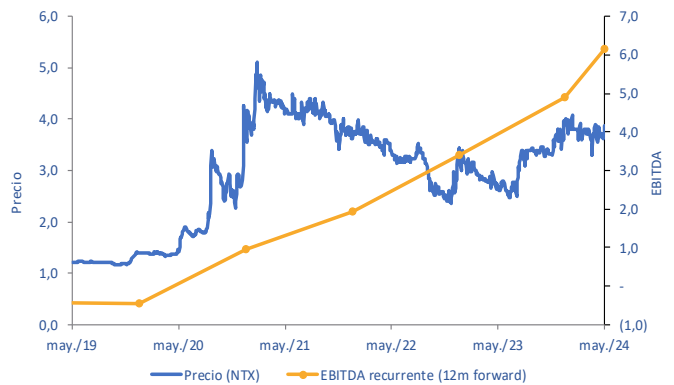
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,7	3,4	4,3	71,3			
Market Cap	34,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	18,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	59,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	40,5%	D			=	=	
WACC	8,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,6%	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	34,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,2	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	23,4	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	59,8	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	2,1%	3,2%	6,5%	n.a.	7,8%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-0,8%	15,0%			
FCF Yield - WACC	1,6%	1,5%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	20,7%	6,8	8,0x
Central	18,8%	6,1	8,9x
Min	16,9%	5,5	9,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario			FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	1,8%	2,0%	2,2%		Max	Central	Min	8,9%	7,1%	5,3%
6,8	3,1	3,0	2,9	➔	8,9%	8,7%	8,5%	8,7%	6,9%	6,7%
6,1	2,4	2,4	2,3		6,9%	6,7%	6,7%	6,9%	6,7%	6,7%
5,5	1,8	1,7	1,7		5,3%	5,1%	4,9%	5,1%	4,9%	4,9%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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 consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	37,1%	46,2%	46,0%
Remuneración del consejo/gastos de personal (%)	4,6%	3,1%	3,0%



Principales comparables 2024e

E-learning

EUR Mn		Instructure Holdings	Learning Technologies Group	Docebo	Skillsoft	Average	NTX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	INST-US	LTG-GB	DCBO-CA	SKIL-US		NTX-ES
	País	USA	UK	Canada	USA		Spain
	Market cap	2.719,7	708,5	1.043,0	72,9		34,4
	Enterprise value (EV)	3.716,7	810,7	971,7	527,7		54,4
Información financiera básica	Total Ingresos	609,7	623,2	197,0	500,0		28,0
	Cto.Total Ingresos	25,1%	-5,1%	19,4%	-1,7%	9,4%	17,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,7%	3,4%	19,3%	2,6%	8,7%	16,3%
	EBITDA	250,9	138,2	29,9	99,4		4,9
	Cto. EBITDA	60,2%	5,0%	757,2%	57,9%	220,0%	73,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,4%	4,9%	39,1%	n.a.	18,5%	25,0%
	EBITDA/Ingresos	41,1%	22,2%	15,2%	19,9%	24,6%	17,4%
	EBIT	245,5	119,2	18,8	(73,9)		3,6
	Cto. EBIT	n.a.	54,9%	n.a.	8,0%	31,5%	128,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,1%	4,7%	54,1%	n.a.	23,3%	35,4%
	EBIT/Ingresos	40,3%	19,1%	9,5%	n.a.	23,0%	13,0%
	Beneficio Neto	(54,5)	80,1	22,1	(100,9)		1,4
	Cto. Beneficio Neto	-73,9%	110,4%	752,6%	68,5%	214,4%	235,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	7,6%	39,2%	n.a.	23,4%	70,9%
	CAPEX/Ventas	1,2%	1,1%	0,4%	2,3%	1,3%	2,0%
Free Cash Flow	156,4	52,2	32,6	(0,6)		1,4	
Deuda financiera Neta	757,5	46,0	(98,1)	n.a.		16,6	
DN/EBITDA (x)	3,0	0,3	n.a.	n.a.	1,7	3,4	
Pay-out	0,0%	17,8%	n.a.	0,0%	5,9%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	23,9	10,0	40,5	n.a.	24,8	23,9
	P/BV (x)	2,3	n.a.	13,8	n.a.	8,1	18,9
	EV/Ingresos (x)	6,1	1,3	4,9	1,1	3,3	1,9
	EV/EBITDA (x)	14,8	5,9	32,5	5,3	14,6	11,1
	EV/EBIT (x)	15,1	6,8	n.a.	n.a.	11,0	14,9
	ROE	9,8	n.a.	34,2	n.a.	22,0	130,5
	FCF Yield (%)	5,8	7,4	3,1	n.a.	5,4	4,0
	DPA	0,00	0,02	n.a.	0,00	0,01	0,00
	Dvd Yield	0,0%	2,0%	n.a.	0,0%	0,7%	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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	23-26e
Total Ingresos					5,1	6,7	8,7	9,8	12,3	20,9	23,9	28,0	32,7	37,9	n.a.	16,6%
Cto. Total ingresos					-6,2%	31,6%	29,8%	12,4%	25,4%	70,0%	14,6%	17,3%	16,6%	16,0%		
EBITDA					(1,9)	(1,8)	(0,4)	(0,2)	1,2	1,1	2,8	4,9	6,1	7,6	n.a.	39,3%
Cto. EBITDA					n.a.	0,8%	75,7%	46,8%	591,0%	-8,7%	163,7%	73,0%	25,7%	24,3%		
EBITDA/Ingresos					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,6%	5,1%	11,8%	17,4%	18,8%	20,1%		
Beneficio neto					(2,2)	(1,6)	0,1	0,1	0,6	(1,3)	(1,1)	1,4	2,8	4,2	n.a.	81,4%
Cto. Beneficio neto					n.a.	25,1%	104,6%	86,4%	358,7%	-306,3%	19,9%	235,9%	94,0%	50,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					-	-	-	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9		
BPA (EUR)					n.a.	n.a.	n.a.	0,02	0,07	-0,15	-0,12	0,16	0,31	0,47	n.a.	81,4%
Cto. BPA					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,9%	n.a.	94,0%	50,5%		
BPA ord. (EUR)					n.a.	n.a.	n.a.	-0,02	0,00	-0,08	-0,03	0,16	0,31	0,47	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	90,7%	n.a.	64,6%	n.a.	94,0%	50,5%		
CAPEX					(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(0,7)	(0,8)		
CAPEX/Vtas %					1,1%	2,5%	0,7%	0,5%	0,3%	0,7%	0,2%	2,0%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow					(1,0)	(2,7)	(0,6)	(0,2)	(2,7)	(7,0)	1,0	1,4	2,4	3,5	n.a.	54,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,7x	17,7x	6,4x	3,4x	2,3x	1,4x		
PER (x)					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,2x	n.a.	n.a.	23,9x	12,3x	8,2x		
EV/Vtas (x)					n.a.	3,39x	1,97x	1,94x	3,38x	2,70x	1,84x	1,94x	1,66x	1,43x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾					n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35,4x	n.a.	15,6x	11,1x	8,9x	7,1x		
Comport. Absoluto					n.a.	-34,8%	7,8%	164,7%	-1,6%	-9,1%	20,4%	-2,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35					n.a.	-23,4%	-3,6%	213,1%	-8,9%	-3,8%	-2,0%	-12,6%				

(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 (2023) las ventas en España suponen el 8% del total, con una contribución del resto de Europa de c.60%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	82,5	89,8
EV (Mn EUR y USD)	71,2	77,4
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,04 / 5,98 / 5,28	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽¹⁾	13,1	
Factset / Bloomberg	NEA-ES / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

Familia Nicolás-Correa	29,0
Onchena	5,4
Jose Maria Galíndez	5,4
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	5,6
Free Float	49,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,3	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	110,5	119,3	128,8	142,9
EBITDA Rec.	14,1	15,2	17,1	19,9
% Var.	26,6	7,8	12,8	16,4
% EBITDA Rec./Ing.	12,7	12,7	13,3	13,9
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	10,6	11,4	17,8	15,0
Beneficio neto	10,5	10,5	11,5	13,5
BPA (EUR)	0,86	0,85	0,94	1,10
% Var.	16,6	-0,3	9,8	17,1
BPA ord. (EUR)	0,85	0,85	0,94	1,10
% Var.	14,1	0,0	9,8	17,1
Free Cash Flow Rec.	3,3	-0,1	2,7	8,8
Pay-out (%)	31,0	31,0	31,0	31,0
DPA (EUR)	0,27	0,26	0,29	0,34
Deuda financiera neta	-12,5	-9,1	-8,6	-13,8
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,9	-0,6	-0,5	-0,7
ROE (%)	15,1	13,6	13,6	14,3
ROCE (%)	16,9	14,9	14,5	15,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	7,8	7,9	7,2	6,1
PER Ordinario	7,9	7,9	7,2	6,1
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	4,0	3,9	4,3	5,1
EV/Ventas	0,64	0,60	0,55	0,50
EV/EBITDA Rec.	5,1	4,7	4,2	3,6
EV/EBIT	5,9	5,5	5,0	4,3
FCF Yield (%)	4,0	n.a.	3,3	10,6

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	0,5	9,7	23,5	84,5

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

(2) Sector: Europe Industrial Machinery.

(3) Otros: Masaveu Finanzas 5,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

NEA supera la barrera de los EUR 100Mn de facturación en 2023... prueba del buen momentum que atraviesa la compañía. Los ingresos crecen a doble dígito (+11,6% vs 2022). Aunque lo más interesante es la capacidad de apalancar su estructura de costes al crecimiento en ingresos (EBITDA 2023 rec.: EUR 14,1Mn; +26,6% vs 2022).

... y la cartera de pedidos a cierre de 2023 (de nuevo) en máximos augura un 2024e aún mejor (superando cifras de 2008). Con EUR 107Mn en 2023 (+14,7% vs 2022) y una captación de pedidos de EUR 132Mn. Esperamos que la inercia de pedidos empuje el crecimiento en ventas hasta EUR 119,3Mn (+8% vs 2022) y un EBITDA de EUR 15,2Mn (+7,8% vs 2022). La necesidad de ampliar/mejorar la capacidad productiva para absorber la creciente demanda, limitará la mejora en los niveles de rentabilidad en 2024e (Mg. EBITDA rec. 2024e: 12,7%, en línea con 2023).

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

Posición de referencia en un nicho industrial (maquinaria de arranque y grandes fresadoras). Lo que le permite disfrutar de un "ciclo propio" ajeno a la situación macro. El modelo de negocio (desarrollo especializado, altas barreras de entrada) nos invita a pensar en la capacidad de NEA de crecer por encima de su sector.

Diversificación geográfica y exposición a sectores en crecimiento. NEA exporta el 92% de sus ventas, con exposición a Europa (c.62% s/Ingresos) y a China (c. 20% s/Ingresos). Destaca su exposición a distintos sectores (reduciendo el riesgo comercial), especialmente, energía, automoción, aeroespacial y ferroviario.

Situación de balance hipersaneada (Caja Neta). En 2023, NEA cumple su quinto año consecutivo en posición de caja neta con EUR 12,5Mn (c.15% s/Mkt Cap). Y avala la capacidad de inversión de NEA, en un modelo de negocio ligero en costes (CAPEX: 4% s/Ventas 2023). Lo que garantiza la política de dividendos (Dividend Yield 2024e: c. 4%). Y mitiga el impacto de los tipos de interés en el resultado financiero.

2024e-2026e: Fuerte período de inversión que no lastrará la capacidad de seguir creciendo rentablemente. Nuestras hipótesis sobre la positiva evolución de NEA se mantienen intactas y con expectativa de mantenerse en el m/p. Destacamos: i) crecimiento sostenido en ingresos (+8,9% TACC 23-26e), ii) rentabilidad, que se debería traducir en un EBITDA de c.EUR 20Mn en 2026e (+12,3% TACC 23-26e), iii) capacidad de generar FCF y iv) política activa de reparto de dividendos. Todo ello con una reserva de valor evidente (ROCE: 14,9% vs WACC: 10,5%)

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Incremento del CAPEX. Nuestros números contemplan un incremento significativo del CAPEX, especialmente en 2024e y 2025e, para la construcción de la nueva fábrica de mecanizado en Burgos. Se situará junto a las actuales instalaciones de la matriz en una parcela de 21.000m2 adquirida en octubre 2022 (EUR 1,5Mn). Lo que se traducirá en un incremento de las necesidades de inversión que reducirá la generación de caja.

Desaceleración en la demanda. Parcialmente mitigada por la diversificación de producto y la especialización. No obstante, una caída de pedidos en la cartera o una reducción en la captación podría ser un indicador de una ralentización de la actividad. E influiría (negativamente) sobre nuestras estimaciones.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Los múltiplos siguen mostrando potencial. Pese al buen comportamiento de la acción +19,9% vs MSCI Europe Micro cap -12m y en línea con el Ibex 35, aún vemos recorrido. Más aún, en una compañía con generación de valor clara (ROCE 24e: 14,9%). Y con rentabilidad de las más elevadas del sector. Múltiplos objetivamente atractivos: EV/EBITDA 24e 4,7x y PER 7,9x (vs 6,8x y 12,6x del sector).



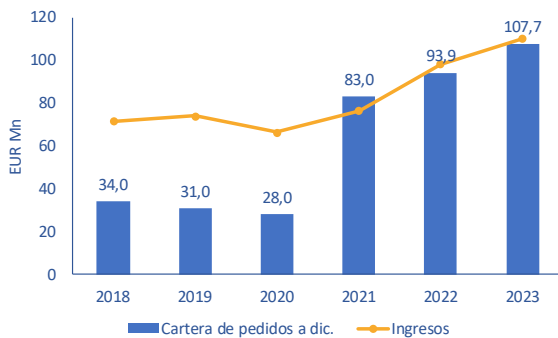
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,0	1,1	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8		
Inmovilizado material	13,8	14,8	15,3	18,9	21,2	28,5	34,7	35,8		
Otros activos no corrientes	11,6	11,6	11,0	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4		
Inmovilizado financiero	2,0	2,1	2,5	3,0	3,3	4,1	4,9	5,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5		
Activo circulante	37,1	40,6	51,1	56,3	70,8	77,3	83,3	92,3		
Total activo	75,2	79,7	90,5	100,6	118,0	132,5	145,5	156,4		
Patrimonio neto	53,0	56,3	59,6	66,2	73,7	80,9	89,2	99,1		
Minoritarios	0,8	0,7	0,4	1,0	1,1	1,3	1,6	1,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,6	3,5	3,6	4,6	5,0	5,0	5,0	5,0		
Otros pasivos no corrientes	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8		
Deuda financiera neta	(4,9)	(1,8)	(13,1)	(11,4)	(12,5)	(9,1)	(8,6)	(13,8)		
Pasivo circulante	21,8	20,1	39,3	39,6	49,9	53,5	57,4	63,3		
Total pasivo	75,2	79,7	90,5	100,6	118,0	132,5	145,5	156,4		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	74,3	67,5	78,2	99,1	110,5	119,3	128,8	142,9	10,4%	8,9%
Cto.Total Ingresos	3,0%	-9,1%	15,8%	26,7%	11,6%	8,0%	8,0%	10,9%		
Coste de ventas	(34,0)	(29,2)	(34,2)	(45,9)	(49,2)	(54,3)	(58,6)	(65,0)		
Margen Bruto	40,2	38,3	44,0	53,2	61,3	65,0	70,2	77,9	11,1%	8,3%
Margen Bruto / Ingresos	54,2%	56,7%	56,3%	53,7%	55,5%	54,5%	54,5%	54,5%		
Gastos de personal	(17,7)	(17,8)	(18,8)	(21,9)	(25,8)	(27,2)	(29,0)	(31,8)		
Otros costes de explotación	(13,2)	(12,3)	(16,0)	(20,2)	(21,4)	(22,6)	(24,1)	(26,1)		
EBITDA recurrente	9,3	8,1	9,2	11,1	14,1	15,2	17,1	19,9	10,8%	12,3%
Cto.EBITDA recurrente	11,0%	-13,0%	12,7%	21,3%	26,6%	7,8%	12,8%	16,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	12,6%	12,0%	11,7%	11,2%	12,7%	12,7%	13,3%	13,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(0,1)	(0,2)	0,0	-	-	-		
EBITDA	9,3	8,1	9,0	10,9	14,1	15,2	17,1	19,9	10,9%	12,1%
Depreciación y provisiones	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(1,8)	(1,9)	(2,3)	(2,9)	(3,2)		
Gastos capitalizados	0,3	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	8,2	6,5	7,3	9,0	12,1	12,8	14,2	16,7	10,4%	11,1%
Cto.EBIT	13,4%	-20,5%	12,0%	23,7%	34,9%	5,7%	10,6%	17,5%		
EBIT / Ingresos	11,0%	9,6%	9,3%	9,1%	11,0%	10,8%	11,0%	11,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	1,2	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,1)	(0,6)	(0,4)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,1	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8		
Beneficio ordinario	8,0	6,5	7,0	10,3	12,8	13,4	14,8	17,3	12,5%	10,6%
Cto.Beneficio ordinario	18,3%	-18,9%	8,9%	46,5%	24,0%	5,1%	9,8%	17,1%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	8,0	6,5	7,0	10,3	12,8	13,4	14,8	17,3	12,5%	10,6%
Impuestos	0,2	(0,6)	(1,4)	(1,1)	(2,0)	(2,7)	(3,0)	(3,5)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	9,0%	19,4%	11,1%	15,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,1	5,8	5,6	9,0	10,5	10,5	11,5	13,5	7,0%	8,6%
Cto.Beneficio neto	2,8%	-28,4%	-3,3%	62,2%	16,6%	-0,3%	9,8%	17,1%		
Beneficio ordinario neto	7,8	5,8	5,7	9,2	10,5	10,5	11,5	13,5	7,6%	8,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	19,1%	-26,3%	-1,7%	62,4%	14,1%	0,0%	9,8%	17,1%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						15,2	17,1	19,9	10,8%	12,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						(2,8)	(2,1)	(3,1)		
Cash Flow operativo recurrente						12,3	14,9	16,7	7,8%	19,5%
CAPEX						(9,5)	(9,0)	(4,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						(2,7)	(3,0)	(3,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,1)	2,7	8,8	-6,5%	38,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,1)	2,7	8,8	-15,6%	27,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(3,3)	(3,3)	(3,6)		
Variación de Deuda financiera neta						3,4	0,5	(5,2)		

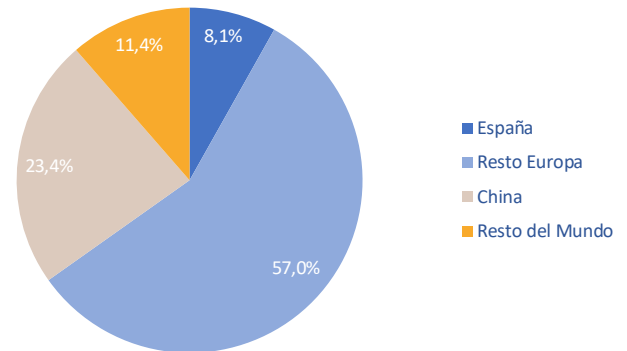


La compañía en 8 gráficos

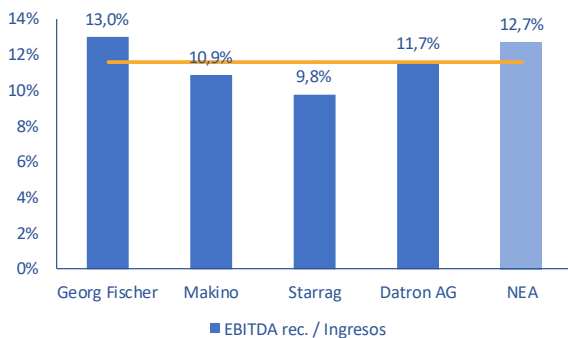
Momentum excelente, respaldado por una cartera de pedidos en máximos



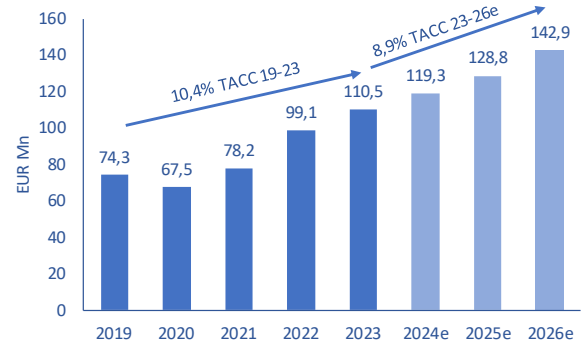
Mix de ingresos: diversificación geográfica con exposición a mercados en crecimiento



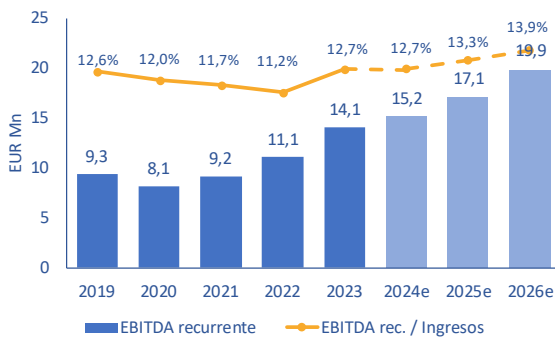
Una compañía con uno de los niveles más altos de rentabilidad respecto de sus comparables



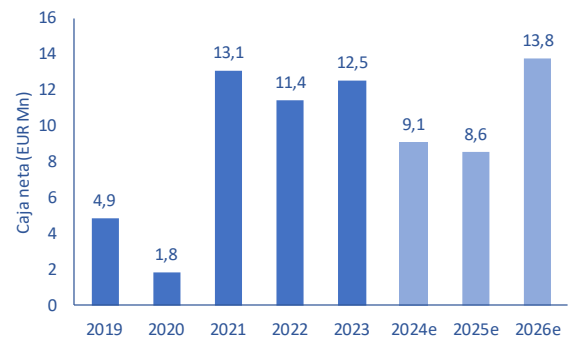
2024e-2026e: esperamos la continuidad de un crecimiento en ventas similar al visto durante los últimos años



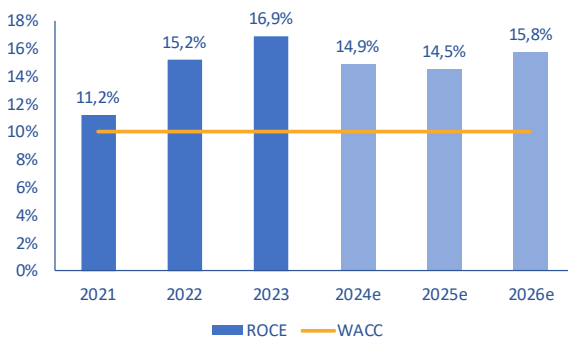
El apalancamiento operativo debería permitirle recuperar un margen EBITDA c. 14% en 2026e (+1p.p. vs 2023)



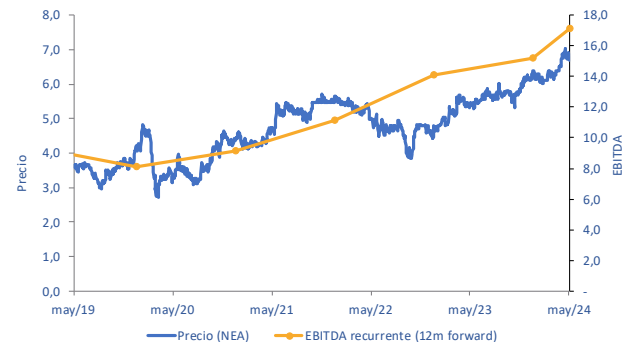
La posición de caja neta (15% s/market cap) avala la capacidad de inversión de NEA y su potencial para seguir creciendo



En una compañía en la que la creación de valor es clara y creciente: ROCE 2024e: c. 15% vs 11% en 2021



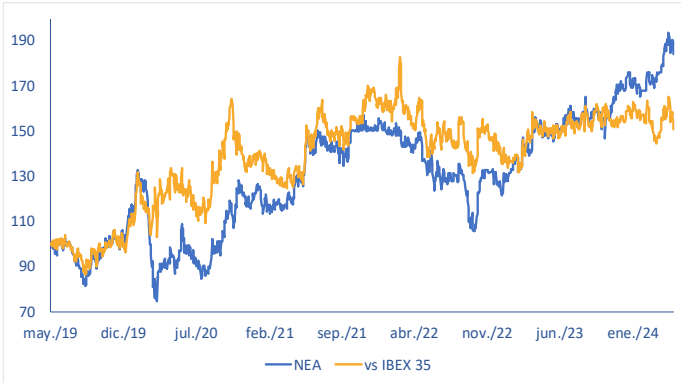
Buen momentum de resultados, cotizando a múltiplos relativamente bajos (EV/EBITDA 24e 4,7x)



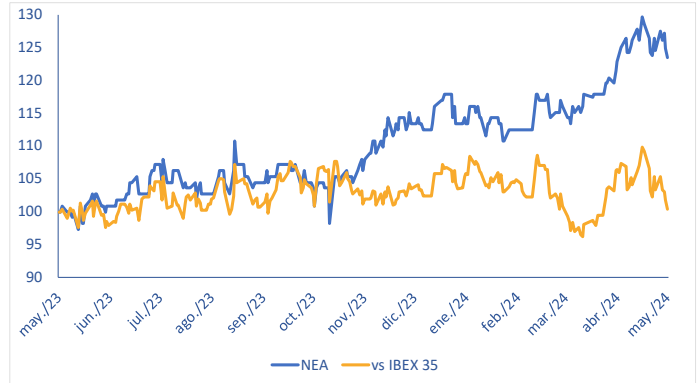


Evolución de la cotización

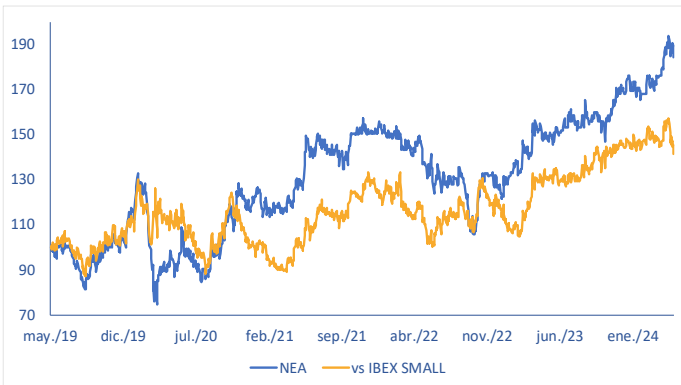
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



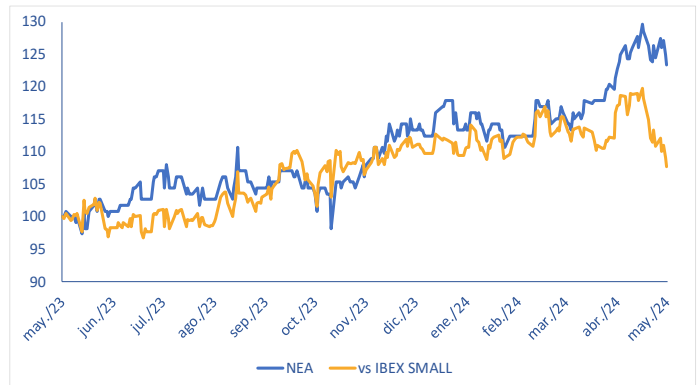
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



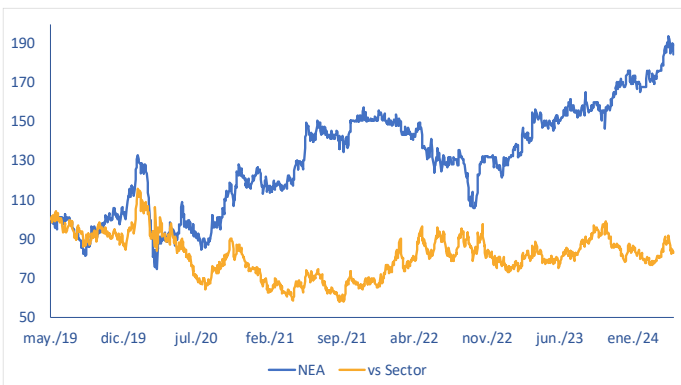
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



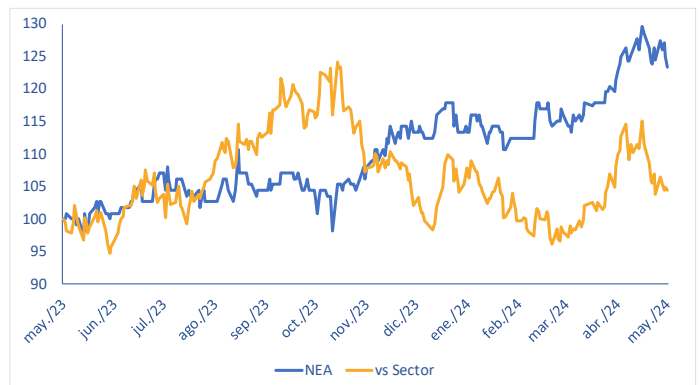
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	0,5	9,7	23,5	6,4	41,8	84,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,7	-4,2	0,4	-5,1	14,6	51,1
vs Euro STOXX 50	-2,5	3,3	5,4	-5,0	12,2	24,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,0	-4,0	7,8	-4,4	38,7	41,6
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-4,7	1,6	17,5	-1,3	53,3	52,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,3	2,3	19,9	0,6	74,0	53,9
vs Sector						
vs Europe Industrial Machinery	-5,0	4,6	4,4	2,3	22,9	-16,9

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



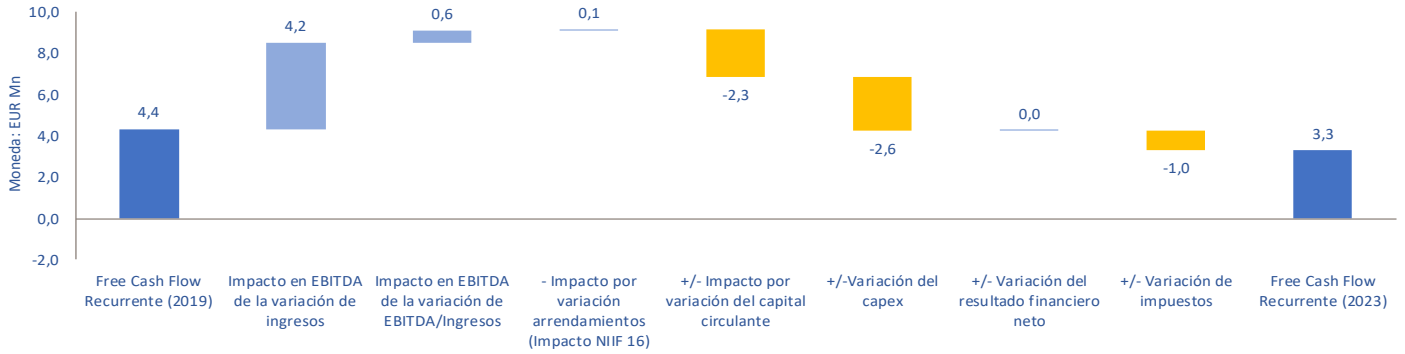
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	8,1	9,2	11,1	14,1	15,2	17,1	19,9	20,1%	12,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-13,0%	12,7%	21,3%	26,6%	7,8%	12,8%	16,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,0%	11,7%	11,2%	12,7%	12,7%	13,3%	13,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(5,2)	8,7	(4,9)	(4,2)	(2,8)	(2,1)	(3,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,8	17,6	6,2	9,8	12,3	14,9	16,7	52,0%	19,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-61,6%	533,5%	-65,0%	58,4%	25,4%	21,7%	11,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	4,1%	22,6%	6,2%	8,8%	10,3%	11,6%	11,7%		
- CAPEX	(2,8)	(2,3)	(2,9)	(4,4)	(9,5)	(9,0)	(4,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	8,1	(0,6)	(0,4)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	8,1	(1,4)	(1,1)	(2,0)	(2,7)	(3,0)	(3,5)		
= Free Cash Flow recurrente	16,2	13,3	1,7	3,3	(0,1)	2,7	8,8	-41,1%	38,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	273,3%	-18,0%	-87,2%	94,8%	-104,5%	n.a.	220,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	24,1%	17,0%	1,7%	3,0%	n.a.	2,1%	6,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(1,8)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,1)	1,3	0,9	-	-	-		
= Free Cash Flow	16,2	13,2	1,2	4,2	(0,1)	2,7	8,8	-36,1%	27,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	94,5%	-18,7%	-90,6%	240,6%	-103,5%	n.a.	220,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	19,7%	16,2%	2,1%	4,0%	n.a.	3,3%	10,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	19,7%	16,0%	1,5%	5,1%	n.a.	3,3%	10,6%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	4,4	16,2	13,3	1,7	3,3	(0,1)	2,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,9)	1,3	2,4	1,3	1,1	1,2	1,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	(0,2)	(0,5)	1,7	(0,0)	0,7	0,9		
= Variación EBITDA recurrente	(1,2)	1,0	2,0	3,0	1,1	1,9	2,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	0,1	(0,0)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,2)	13,8	(13,5)	0,6	1,4	0,7	(1,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(4,5)	14,9	(11,5)	3,6	2,5	2,7	1,8		
+/- Variación del CAPEX	(1,0)	0,5	(0,5)	(1,5)	(5,2)	0,5	4,7		
+/- Variación del resultado financiero neto	8,2	(8,7)	0,2	0,4	(0,1)	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	9,2	(9,5)	0,2	(0,9)	(0,7)	(0,3)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	11,9	(2,9)	(11,6)	1,6	(3,5)	2,9	6,0		
Free Cash Flow Recurrente	16,2	13,3	1,7	3,3	(0,1)	2,7	8,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	6,5	7,3	9,0	12,1	12,8	14,2	16,7	23,2%	11,1%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	9,0%	19,4%	11,1%	15,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(1,4)	(1,0)	(1,9)	(2,6)	(2,8)	(3,3)		
EBITDA recurrente	8,1	9,2	11,1	14,1	15,2	17,1	19,9	20,1%	12,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(5,2)	8,7	(4,9)	(4,2)	(2,8)	(2,1)	(3,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,8	17,6	6,2	9,8	12,3	14,9	16,7	52,0%	19,5%
- CAPEX	(2,8)	(2,3)	(2,9)	(4,4)	(9,5)	(9,0)	(4,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(1,4)	(1,0)	(1,9)	(2,6)	(2,8)	(3,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,6)	13,9	2,3	3,5	0,2	3,1	9,1	99,0%	37,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-110,8%	n.a.	-83,5%	51,9%	-95,7%	n.a.	195,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	17,8%	2,3%	3,2%	0,1%	2,4%	6,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(1,8)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,1)	1,3	0,9	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,6)	13,8	1,8	4,4	0,2	3,1	9,1	n.a.	27,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-106,3%	n.a.	-86,7%	140,1%	-96,6%	n.a.	195,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	19,5%	3,2%	4,9%	0,2%	4,3%	12,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	19,4%	2,6%	6,2%	0,2%	4,3%	12,7%		

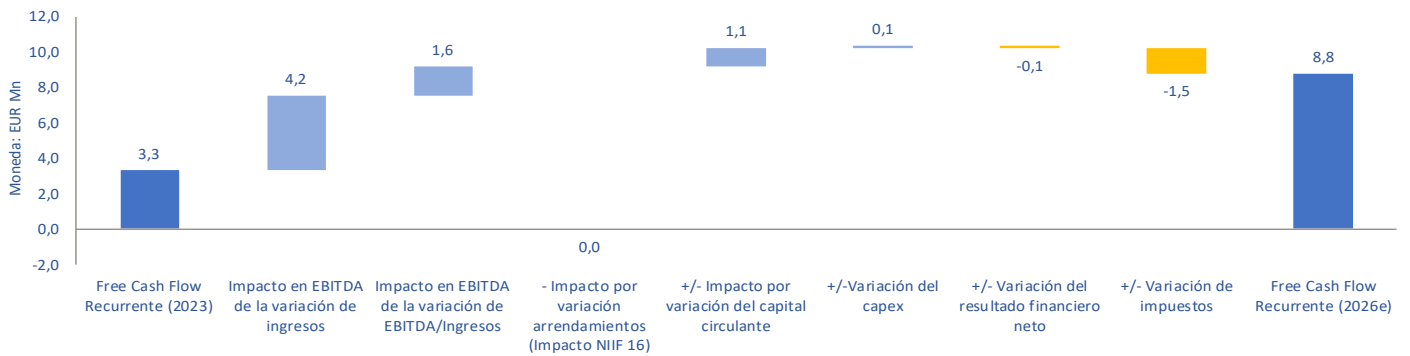


Analítica del Free Cash Flow (II)

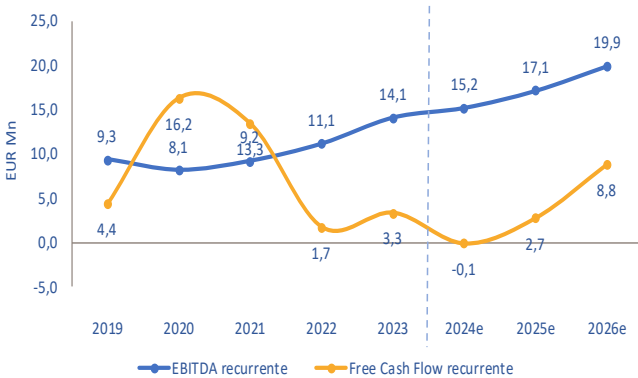
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



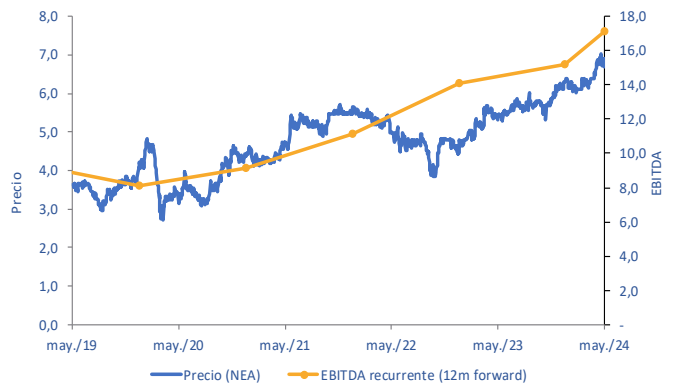
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,2	3,1	9,1	118,8			
Market Cap	82,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-12,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,5%	Coste de la deuda neta			2,3%	2,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,8%	2,2%	
Risk free rate (rf)	3,3%	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	10,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,3%	11,7%	
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	82,5	
+ Minoritarios	1,1	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,4	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	(12,5)	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,3	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	71,2	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	16,8%	11,0%	11,2%	15,2%	16,9%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	6,4%	5,3%			
FCF Yield - WACC	-6,4%	0,2%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	14,6%	18,8	3,8x
Central	13,3%	17,1	4,2x
Min	12,0%	15,4	4,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario			FCF Rec./Yield 25e									
EBITDA 25e	6,3%	7,0%	7,7%		Max	6,4%	5,3%	4,3%	Central	4,4%	3,3%	2,2%	Min	2,4%	1,3%	0,2%	
18,8	5,3	4,4	3,5	➔													
17,1	3,6	2,7	1,8														
15,4	2,0	1,1	0,2														

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% 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	11,4%	11,9%	12,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,4%	3,1%	3,6%



Principales comparables 2024e

		Máquina-herramienta					
EUR Mn		Georg Fischer	Makino	Starrag	Datron AG	Average	NEA
Datos Mercado	Ticker (Factset)	GF-CH	6135-JP	STGN-CH	DAR-DE		NEA-ES
	País	Switzerland	Japan	Switzerland	Germany		Spain
	Market cap	5.748,6	960,0	286,5	38,6		82,5
	Enterprise value (EV)	7.712,8	852,4	266,4	38,7		71,2
Información financiera básica	Total Ingresos	5.150,6	1.311,2	557,5	67,5		119,3
	Cto.Total Ingresos	26,2%	-1,3%	34,5%	5,8%	16,3%	8,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,0%	4,9%	4,4%	9,8%	5,8%	9,4%
	EBITDA	669,1	142,4	54,5	7,9		15,2
	Cto. EBITDA	44,1%	-2,0%	23,3%	26,6%	23,0%	7,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	7,2%	11,5%	7,5%	20,1%	11,6%	14,6%
	EBITDA/Ingresos	13,0%	10,9%	9,8%	11,7%	11,3%	12,7%
	EBIT	507,6	93,2	39,5	6,0		12,8
	Cto. EBIT	49,0%	-3,5%	8,9%	18,0%	18,1%	5,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,1%	12,1%	8,6%	11,1%	10,2%	14,0%
	EBIT/Ingresos	9,9%	7,1%	7,1%	8,8%	8,2%	10,8%
	Beneficio Neto	306,3	79,0	29,4	3,6		10,5
	Cto. Beneficio Neto	28,6%	-16,2%	15,2%	-20,8%	1,7%	-0,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	13,3%	12,2%	9,9%	11,8%	11,8%	13,4%
	CAPEX/Ventas	4,0%	10,3%	2,5%	n.a.	5,6%	8,0%
	Free Cash Flow	218,1	(3,8)	7,0	(18,6)		(0,1)
Deuda financiera Neta	1.839,9	(71,7)	(13,3)	n.a.		(9,1)	
DN/EBITDA (x)	2,7	(0,5)	(0,2)	n.a.		(0,6)	
Pay-out	37,7%	27,9%	30,1%	27,4%	30,8%	31,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,1	11,8	9,8	10,7	12,6	7,9
	P/BV (x)	3,0	0,7	0,9	n.a.	1,6	1,0
	EV/Ingresos (x)	1,5	0,7	0,5	0,6	0,8	0,6
	EV/EBITDA (x)	11,5	6,0	4,9	4,9	6,8	4,7
	EV/EBIT (x)	15,2	9,1	6,7	6,5	9,4	5,5
	ROE	16,8	5,9	9,4	n.a.	10,7	13,6
	FCF Yield (%)	3,8	n.a.	2,4	n.a.	3,1	n.a.
	DPA	1,41	0,92	2,53	0,25	1,28	0,26
	Dvd Yield	2,0%	2,3%	4,8%	2,6%	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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos	54,7	55,6	55,9	59,6	58,4	72,1	74,3	67,5	78,2	99,1	110,5	119,3	128,8	142,9	7,3%	8,9%
Cto. Total ingresos	72,7%	1,6%	0,5%	6,7%	-2,0%	23,5%	3,0%	-9,1%	15,8%	26,7%	11,6%	8,0%	8,0%	10,9%		
EBITDA	1,4	3,0	3,7	14,1	3,5	8,4	9,3	8,1	9,0	10,9	14,1	15,2	17,1	19,9	25,9%	12,1%
Cto. EBITDA	122,2%	110,6%	23,4%	286,7%	-75,3%	140,5%	11,0%	-13,0%	11,3%	20,8%	29,2%	7,4%	12,8%	16,4%		
EBITDA/Ingresos	2,6%	5,3%	6,5%	23,7%	6,0%	11,7%	12,6%	12,0%	11,6%	11,0%	12,8%	12,7%	13,3%	13,9%		
Beneficio neto	(0,1)	1,4	1,4	4,1	2,2	7,8	8,1	5,8	5,6	9,0	10,5	10,5	11,5	13,5	62,4%	8,6%
Cto. Beneficio neto	98,8%	n.a.	0,2%	203,0%	-45,6%	250,0%	2,8%	-28,4%	-3,3%	62,2%	16,6%	-0,3%	9,8%	17,1%		
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)	-0,01	0,11	0,11	0,33	0,18	0,64	0,65	0,47	0,45	0,73	0,86	0,85	0,94	1,10	62,4%	8,6%
Cto. BPA	98,8%	n.a.	0,2%	n.a.	-45,6%	n.a.	2,8%	-28,4%	-3,3%	62,2%	16,6%	-0,3%	9,8%	17,1%		
BPA ord. (EUR)	-0,01	0,11	0,11	0,33	0,18	0,60	0,63	0,47	0,46	0,75	0,85	0,85	0,94	1,10	62,3%	8,8%
Cto. BPA ord.	98,8%	n.a.	0,2%	n.a.	-45,6%	n.a.	5,7%	-26,3%	-1,7%	62,4%	14,1%	0,0%	9,8%	17,1%		
CAPEX	(1,7)	(0,9)	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,8)	(2,3)	(2,9)	(4,4)	(9,5)	(9,0)	(4,3)		
CAPEX/Vtas % ¹	3,2%	1,7%	2,7%	1,6%	1,8%	2,7%	2,4%	4,1%	3,0%	2,9%	4,0%	8,0%	7,0%	3,0%		
Free Cash Flow	0,3	3,2	1,9	2,8	2,9	5,0	8,4	16,2	13,2	1,2	4,2	(0,1)	2,7	8,8	31,1%	27,4%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	14,7x	6,1x	2,3x	0,9x	2,4x	0,2x	-0,5x	-0,2x	-1,4x	-1,0x	-0,9x	-0,6x	-0,5x	-0,7x		
PER (x)	n.a.	8,3x	9,7x	4,4x	14,8x	4,3x	6,2x	9,3x	12,1x	6,1x	7,4x	7,9x	7,2x	6,1x		
EV/Vtas (x)	0,73x	0,63x	0,49x	0,57x	0,82x	0,54x	0,67x	0,81x	0,74x	0,45x	0,64x	0,60x	0,55x	0,50x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	28,2x	11,7x	7,5x	2,4x	13,8x	4,7x	5,3x	6,8x	6,4x	4,1x	5,0x	4,7x	4,2x	3,6x		
Comport. Absoluto	85,0%	-15,8%	17,0%	36,9%	83,1%	1,7%	48,5%	7,6%	25,7%	-18,6%	41,4%	6,4%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	52,4%	-18,8%	26,0%	39,7%	70,5%	19,6%	32,8%	27,2%	16,5%	-13,8%	15,2%	-5,1%				

- (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).

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.14% del capital). La Familia Villagrà (Vidaro) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	56,1	61,0
EV (Mn EUR y USD)	58,3	63,4
Número de Acciones (Mn)	30,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,42 / 1,98 / 1,68	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	14,6	
Factset / Bloomberg	PANG-ES / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	13,8
Hersol XXI (Familia Solans)	4,4
Vidaro Inv. (Fam. Villagrà Blanco)	8,2
Mirling Europe	6,6
Free Float	12,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	27,1	30,5	30,5	30,5
TOTAL Ingresos	8,0	13,8	14,8	15,7
EBITDA Rec.	-3,0	-1,1	-0,3	0,2
% Var.	9,5	64,3	74,5	181,2
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	-20,2	15,0	34,1	28,2
Beneficio neto	-4,7	-1,5	-0,7	-0,1
BPA (EUR)	-0,17	-0,05	-0,02	0,00
% Var.	-44,7	70,6	54,1	81,5
BPA ord. (EUR)	-0,11	-0,05	-0,03	-0,01
% Var.	2,3	52,8	47,3	61,0
Free Cash Flow Rec.	-3,5	-2,2	-0,9	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	2,9	4,9	5,6	5,6
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	25,2
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0,6

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	3,1	3,4	3,6	3,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	7,28	4,22	3,92	3,72
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	-1,1	1,1	-10,7	-1,9

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

(2) Sector: Europe Biotechnology.

(3) Otros: Fundadores 13,2%, Trigen 6,6%, Eléctrica del Oeste 6,3%, Areyhold S.L.U. 6,2%, Serpis 5,9%, Ideas de Bombero 5,8%, Orensanas, 5,5%, Asfodel 5,1%.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Los resultados 2023 siguen sin reflejar el potencial real de PANG... La integración parcial del M&A permite doblar en ingresos 2023 (EUR 8Mn vs EUR 4,4Mn en 2022). Aunque la línea de servicios a empresas (en línea con 2022) ha impedido ver la mejora (esperada) de rentabilidad y ha ahondado en el consumo de caja (FCF 2023 EUR -5,4Mn), elevando la DN hasta EUR 2,9Mn (vs Caja Neta en 2022).

... al no reflejar el efecto total de las integraciones llevadas a cabo durante el año. Desde el inicio de 2023, la compañía ha cerrado 3 adquisiciones IOB, Pectus, IOBCC, y ha llegado a acuerdos de colaboración con el área de Neumología en el Hospital Universitario General de Cataluña y NG Oncology. La integración total en términos proforma debería suponer unos ingresos de c.EUR 9,5Mn en 2024e.

2024e fijará el punto de partida de la nueva "PANG". Al aflorar sinergias con los negocios adquiridos en el primer año completo de integración. Para 2024e, estimamos unos ingresos de EUR 13,8Mn y un EBITDA rec. de EUR -1,1Mn.

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

Modelo de negocio circular. El aumento del volumen de pacientes esperado en 2024e es clave para aprovechar la relación circular del negocio. La combinación del equipo del laboratorio de biopsia molecular con el asistencial ofrece innovaciones terapéuticas a sus pacientes. Retroalimentando la generación de ideas de I+D en oncología (activaciones por I+D -5y: EUR 10,6Mn) para la industria farmacéutica.

Notoriedad del equipo médico. Esencial en compañías oncológicas/biotecnológicas. El equipo médico/científico es uno de los principales activos (intangibles) de PANG. En la actualidad, PANG cuenta con referentes en medicina oncológica especializados en diversas áreas (pulmonar, intestinal). Lo que implica alta visibilidad y reconocimiento en tratamientos oncológicos. Esencial para el equity story.

El aumento de los principales KPIs (visitas, nuevos ensayos, operaciones) debería empujar los márgenes (no visible en 2023). El salto de escala debería abrir la puerta a un apalancamiento operativo palpable (¿breakeven en EBITDA rec. en 2025e?). 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) despegue de la línea de servicios a empresas mediante la obtención de contratos relevantes (y su ejecución) con la industria farmacéutica.

La "digestión" del M&A y superar break-even en EBITDA son los pilares del equity story. Rentabilizar (no solo crecer) en los próximos años es el objetivo hasta 2026e. Esperamos ingresos de EUR 15,7Mn (+25,1% TACC 23-26e) y alcanzar break-even en BN en 2026e. Sin estresar el balance pese al consumo de caja (DN 26e EUR 5,6Mn).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Dependencia de personal clave: La salida de algún profesional onco de referencia impactaría de forma relevante en el negocio del Grupo, mermando su potencial de crecimiento y el comportamiento de los ingresos durante el ejercicio.

Márgenes inestables. Los contratos con grandes farmacéuticas son cruciales en la evolución del margen (con mayor impacto en EBITDA rec.). El riesgo de que el giro hacia la línea de negocio asistencial no obtenga los niveles de rentabilidad esperados afectaría a PANG en el m/p y l/p.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Hoy el momentum de la acción es débil (-10,7% -12m; -27,4% vs IBEX). La mejora de los indicadores de rentabilidad (nuestro escenario central 2024e) es el principal catalizador para la recuperación del precio de la acción. PANG cotiza a un P/BV 24e de 3,4x y un EV/Vtas 24e de 4,2x.



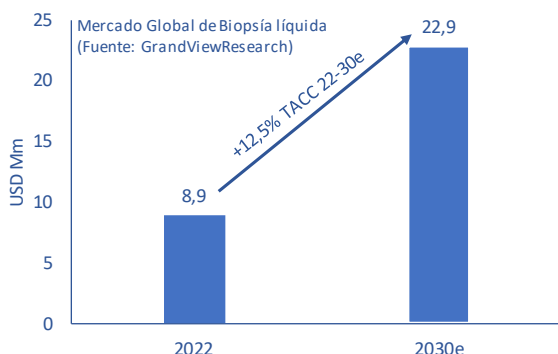
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	7,1	7,0	8,2	9,6	12,7	12,4	12,3	12,1		
Inmovilizado material	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5		
Otros activos no corrientes	4,0	3,9	4,0	4,0	2,7	2,2	1,8	1,5		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1	(0,0)	(0,1)	(0,2)		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,6	3,2	3,2	3,2	3,2		
Activo circulante	3,6	4,3	4,6	4,8	6,8	10,5	11,4	11,9		
Total activo	15,4	15,8	17,9	19,9	26,0	28,9	29,1	29,0		
Patrimonio neto	8,3	8,3	14,1	22,9	17,8	16,3	15,6	15,4		
Minoritarios	-	-	-	0,2	1,0	0,8	0,7	0,6		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,2	0,3	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	5,5	5,7	2,4	(4,8)	2,9	4,9	5,6	5,6		
Pasivo circulante	1,3	1,5	1,1	1,3	3,2	5,9	6,3	6,4		
Total pasivo	15,4	15,8	17,9	19,9	26,0	28,9	29,1	29,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	3,3	4,1	4,6	4,4	8,0	13,8	14,8	15,7	24,6%	25,1%
Cto.Total Ingresos	8,4%	23,6%	12,3%	-5,1%	83,1%	72,5%	7,6%	5,5%		
Coste de ventas	(1,1)	(1,6)	(1,5)	(2,6)	(2,2)	(3,0)	(3,2)	(3,3)		
Margen Bruto	2,2	2,5	3,1	1,8	5,8	10,8	11,7	12,3	27,1%	28,6%
Margen Bruto / Ingresos	66,9%	61,9%	66,6%	41,3%	72,5%	77,9%	78,8%	78,8%		
Gastos de personal	(2,7)	(2,8)	(3,2)	(3,6)	(5,6)	(8,0)	(8,1)	(8,2)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(3,2)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
EBITDA recurrente	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(3,0)	(1,1)	(0,3)	0,2	-14,7%	27,5%
Cto.EBITDA recurrente	25,3%	11,7%	-2,8%	-110,5%	9,5%	64,3%	74,5%	181,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	0,2	(0,1)	(0,3)	(0,4)	0,2	0,2	0,2		
EBITDA	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(3,5)	(0,8)	(0,0)	0,4	-25,2%	28,7%
Depreciación y provisiones	(3,1)	(2,4)	(1,0)	(1,2)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,2)		
Gastos capitalizados	2,2	2,1	2,1	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(2,6)	(3,8)	(1,2)	(0,4)	0,1	-13,6%	26,8%
Cto.EBIT	-26,7%	29,3%	67,1%	-380,1%	-49,3%	68,6%	68,7%	139,5%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	(2,5)	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	0,4	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Beneficio ordinario	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(2,8)	(3,5)	(1,5)	(0,7)	(0,2)	8,4%	59,5%
Cto.Beneficio ordinario	-134,2%	62,6%	41,1%	-158,5%	-23,5%	58,3%	49,7%	68,3%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(2,8)	(3,5)	(1,5)	(0,7)	(0,2)	8,4%	59,5%
Impuestos	0,1	0,1	0,5	0,1	(1,3)	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(4,7)	(1,5)	(0,7)	(0,1)	1,0%	69,6%
Cto.Beneficio neto	-286,4%	63,8%	63,4%	-322,5%	-71,7%	66,9%	54,1%	81,5%		
Beneficio ordinario neto	(5,3)	(2,1)	(1,0)	(2,5)	(2,9)	(1,6)	(0,8)	(0,3)	13,9%	52,2%
Cto. Beneficio ordinario neto	-123,7%	60,3%	51,1%	-144,6%	-15,9%	46,8%	47,3%	61,0%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						(1,1)	(0,3)	0,2	-14,7%	27,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,0)	(0,5)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						-2,1	-0,8	-0,1	-10,1%	64,5%
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Impuestos						0,3	0,3	0,3		
Free Cash Flow Recurrente						(2,2)	(0,9)	(0,3)	-16,6%	56,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,0)	(0,7)	(0,1)	-34,3%	78,8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						2,0	0,7	0,1		

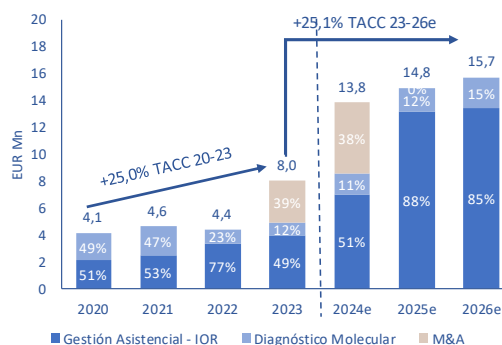


La compañía en 8 gráficos

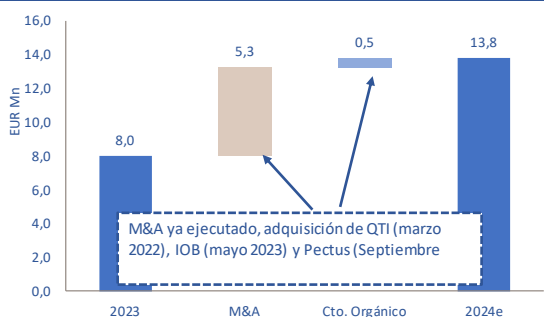
PANG apuesta por una tecnología (biopsia líquida) con expectativas racionales de alto crecimiento...



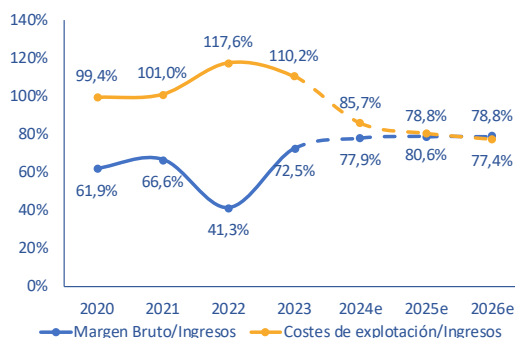
... y se encuentra bien posicionada para aprovecharlo (+25,1% TACC 23-26e)



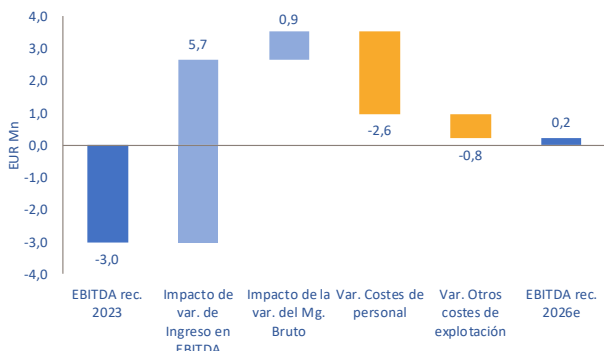
El M&A ya ejecutado en 2023 explicará c. 91% del crecimiento total del 2024e



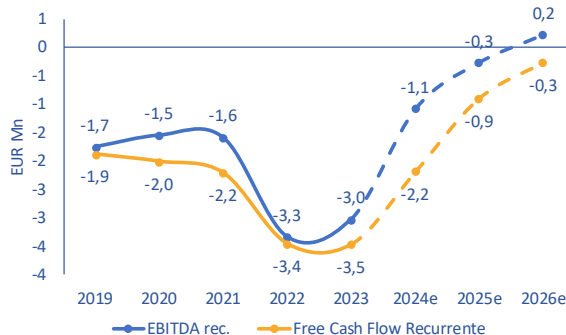
La mejora de márgenes es el gran catalizador del negocio (Mg. Bruto c. 79% a partir de 2024e)



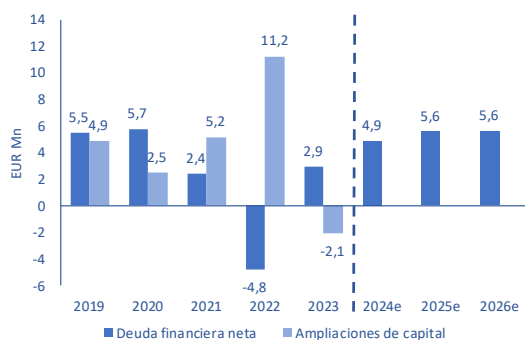
La combinación de crecimiento y mejora en márgenes apunta a sobrepasar el break-even en EBITDA en 2026e...



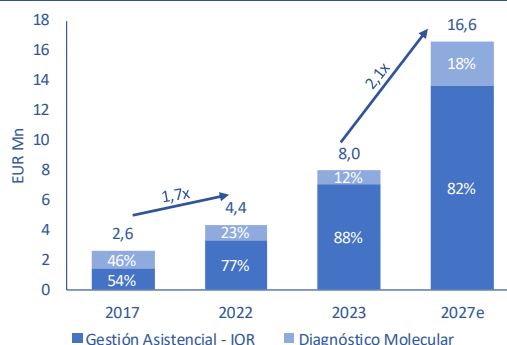
... y permitirá frenar el consumo de caja (break-even) ya en 2026e



Con una estructura de balance sólida (caja neta) que le ha permitido financiar el crecimiento inorgánico sin ampliar capital



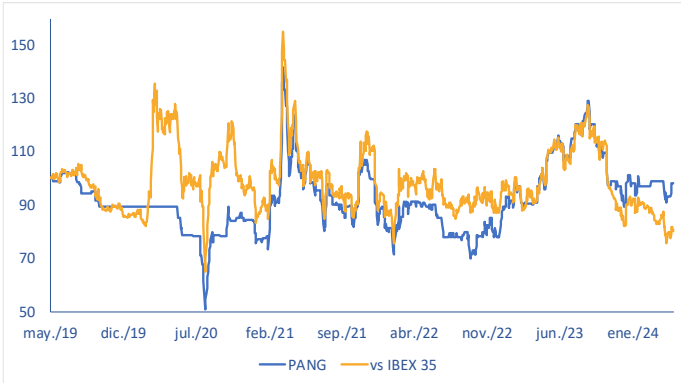
El elevado volumen de actividad permitirá aumentar la velocidad de expansión del diagnóstico molecular (biopsia líquida) en el I/p



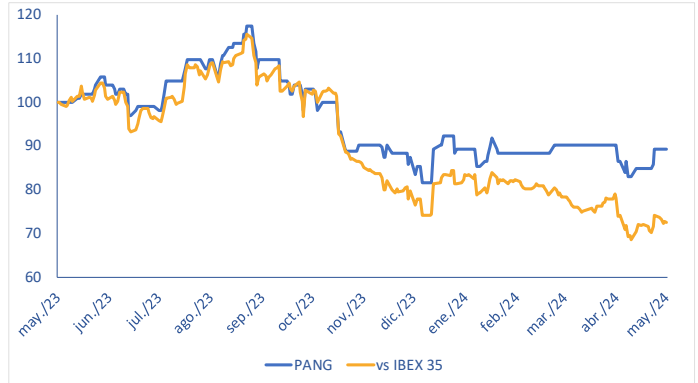


Evolución de la cotización

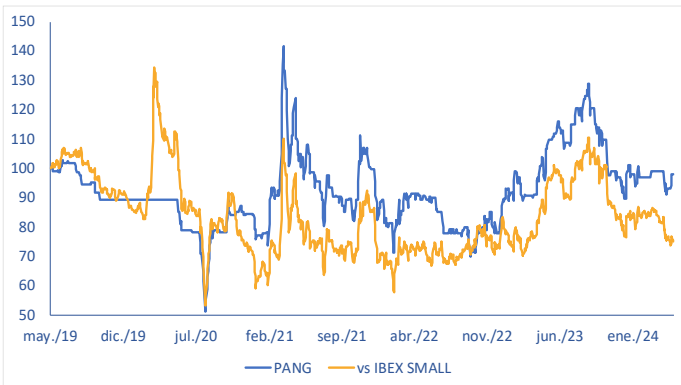
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



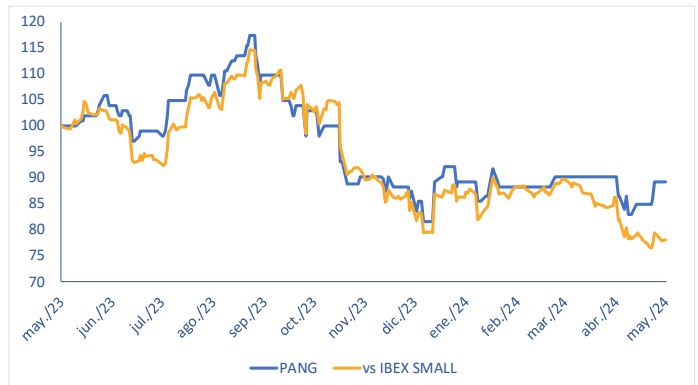
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



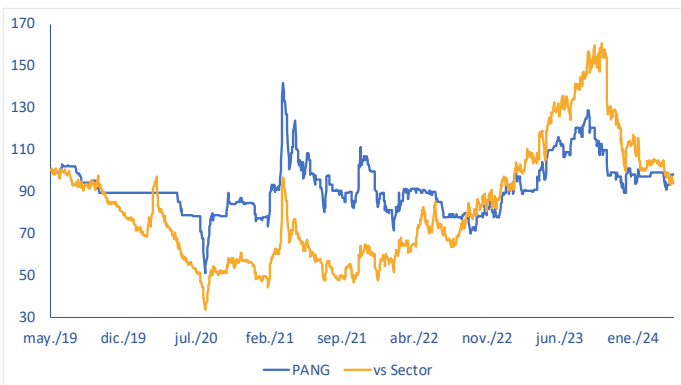
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



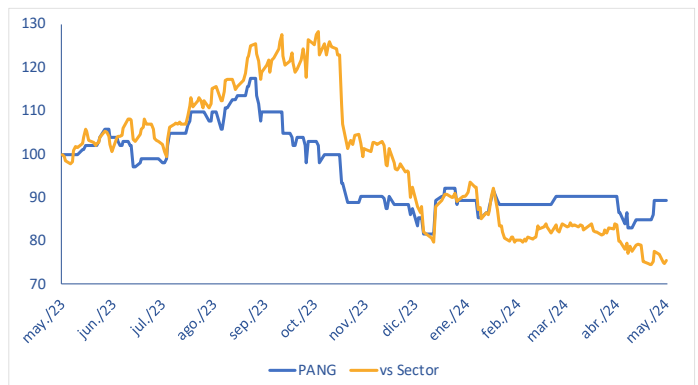
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-1,1	1,1	-10,7	0,0	-6,6	-1,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	-7,1	-11,8	-27,4	-10,8	-24,5	-19,6
vs Euro STOXX 50	-4,0	-4,9	-23,7	-10,7	-26,1	-33,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-9,4	-11,6	-22,0	-10,2	-8,7	-24,7
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-6,2	-6,4	-15,0	-7,2	0,9	-18,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,8	-5,8	-13,2	-5,4	14,5	-18,2
vs Sector						
vs Europe Biotechnology	-9,7	-5,8	-24,5	-14,1	40,1	-5,3

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



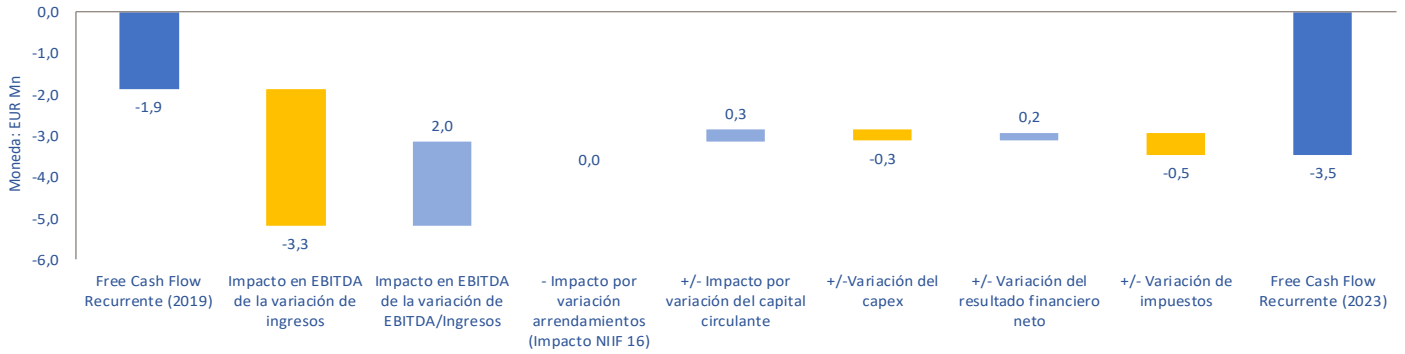
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(3,0)	(1,1)	(0,3)	0,2	-25,1%	27,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	11,7%	-2,8%	-110,5%	9,5%	64,3%	74,5%	181,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,0)	(2,3)	(3,4)	(3,1)	(2,1)	(0,8)	(0,1)	-14,9%	64,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	3,2%	-11,0%	-49,7%	8,7%	31,8%	61,9%	82,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
- Impuestos	0,3	0,7	0,1	(0,1)	0,3	0,3	0,3		
= Free Cash Flow recurrente	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,5)	(2,2)	(0,9)	(0,3)	-20,0%	56,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-6,9%	-10,0%	-56,4%	-0,5%	36,7%	58,7%	69,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	0,1	(0,3)	(0,4)	0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(1,5)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(5,4)	(2,0)	(0,7)	(0,1)	-32,0%	78,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-41,1%	-0,8%	-63,3%	-39,9%	63,8%	65,3%	92,4%		
<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)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,5)	(2,2)	(0,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,4)	(0,2)	0,1	(2,8)	(2,2)	(0,1)	(0,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,6	0,1	(1,8)	3,1	4,1	0,9	0,5		
= Variación EBITDA recurrente	0,2	(0,0)	(1,7)	0,3	1,9	0,8	0,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,1)	(0,2)	0,6	(0,0)	(1,0)	0,5	0,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,1	(0,2)	(1,1)	0,3	1,0	1,3	0,7		
+/- Variación del CAPEX	(0,1)	(0,3)	0,3	(0,2)	0,1	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,2)	0,2	0,1	(0,2)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,4	(0,7)	(0,2)	0,4	0,0	(0,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,1)	(0,2)	(1,2)	(0,0)	1,3	1,3	0,6		
Free Cash Flow Recurrente	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,5)	(2,2)	(0,9)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,6)	(0,5)	(2,6)	(3,8)	(1,2)	(0,4)	0,1	-33,0%	26,8%
<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	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(3,0)	(1,1)	(0,3)	0,2	-25,1%	27,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,0)	(2,3)	(3,4)	(3,1)	(2,1)	(0,8)	(0,1)	-14,9%	64,5%
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,1)	(2,6)	(3,4)	(3,3)	(2,2)	(0,9)	(0,3)	-16,6%	55,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-0,2%	-22,5%	-31,8%	1,7%	32,9%	57,6%	68,9%		
<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)	(1,5)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(2,4)	(2,8)	(3,5)	(4,8)	(2,2)	(0,9)	(0,3)	-25,8%	60,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-15,8%	-16,1%	-24,6%	-37,7%	53,7%	57,6%	68,9%		
<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.		

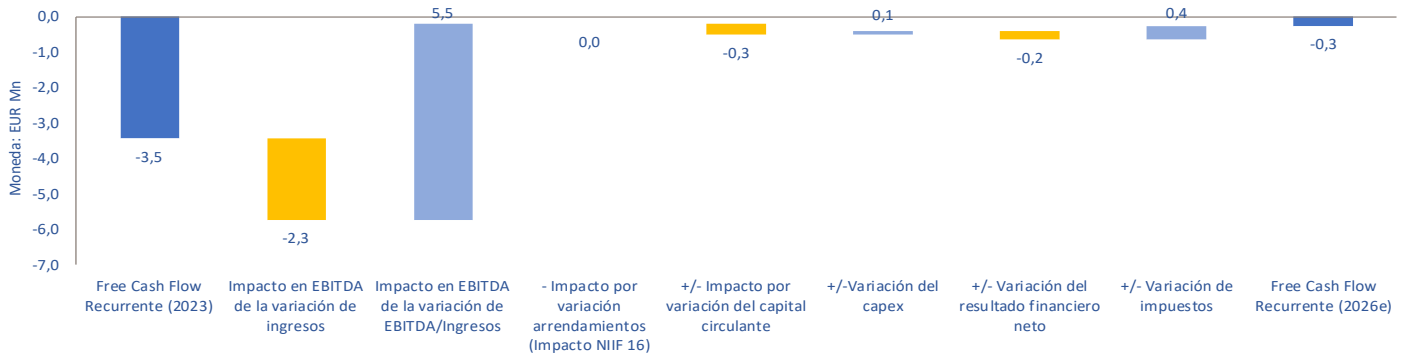


Analítica del Free Cash Flow (II)

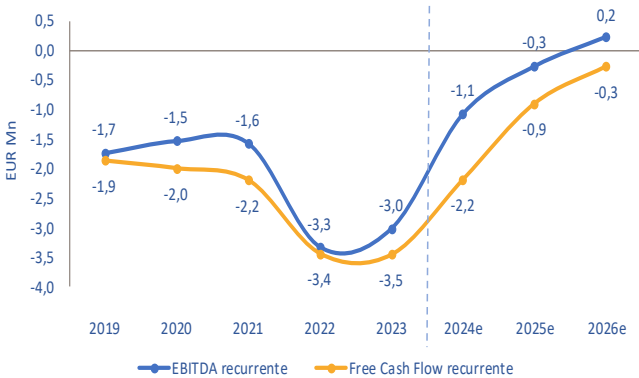
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



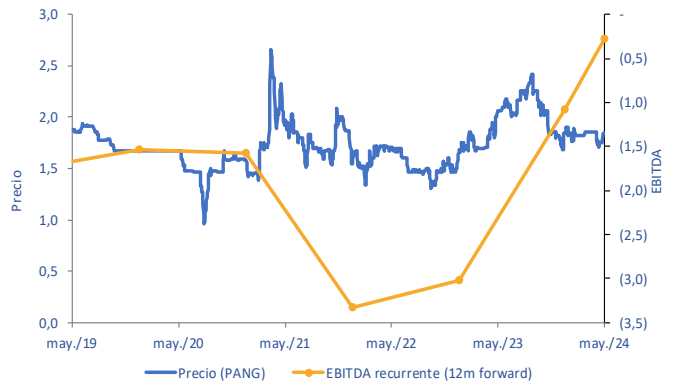
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,2)	(0,9)	(0,3)	n.a.		
Market Cap	56,1	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	2,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 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)	3,3%	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	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,9%	12,4%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	95,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	5,0%	D			=	=
WACC	10,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,6%	12,0%
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	56,1	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	2,9	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(2,7)	Rdos. 12m 2023
Enterprise Value (EV)	58,3	

(1) Bases imponibles negativas

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2023	2026e			
ROCE - WACC	n.a.	-10,1%			
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.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-8,6%	(1,3)	-45,6x
Central	-7,8%	(1,2)	-50,3x
Min	-7,0%	(1,0)	-56,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
	EBITDA 25e	0,9%	1,0%
(1,3)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
(1,2)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	30,0%	16,7%	15,4%
% de consejeros dominicales	50,0%	66,7%	69,2%
% de consejeros ejecutivos	20,0%	16,6%	15,4%
% de otros consejeros	10,0%	7,6%	7,1%
% de mujeres en el consejo de administración	10,0%	7,6%	14,2%
% de mujeres en la plantilla	69,9%	72,7%	75,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	7,8%	7,2%	4,7%



Principales comparables 2024e

		Laboratorios de Diagnóstico Molecular					Equipos Médicos Avanzados					Líder Global			
		MDxHealth	Atrys Health	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fisher	Qiagen	DanaHER	Agilent	Becton Dickinson	Average	Roche	PANG
		EUR Mn	SA	SA	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MDXH-BE	ATRY-ES	GH-US	EXAS-US	NEO-US		TMO-US	QGEN-US	DHR-US	A-US	BDX-US		ROG-CH	PANG-ES
	País	Belgium	Spain	USA	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain
Market cap		69,6	292,7	2.655,8	9.094,0	1.738,1		207.420,3	9.176,3	181.795,6	41.467,6	62.501,0		194.758,6	56,1
Enterprise value (EV)		94,2	504,5	2.856,8	10.864,4	1.943,8		233.624,5	9.738,2	193.063,7	42.361,7	76.119,7		213.801,0	58,3
Información financiera básica	Total Ingresos	78,4	220,6	626,6	2.606,1	603,7		39.570,2	1.847,0	21.942,7	6.227,5	18.638,9		61.349,3	13,8
	Cto.Total Ingresos	20,8%	9,4%	20,7%	13,2%	10,8%	15,0%	0,3%	2,1%	-0,3%	-1,0%	4,5%	1,1%	3,2%	72,5%
	2y TACC (24e - 26e)	14,3%	7,8%	21,2%	13,2%	9,7%	13,2%	7,3%	6,7%	8,3%	6,4%	5,7%	6,9%	5,2%	6,5%
	EBITDA	(11,7)	41,6	(279,1)	309,1	21,5		9.957,8	646,9	7.061,3	1.844,7	5.305,0		22.927,9	(0,8)
	Cto. EBITDA	36,7%	24,2%	41,7%	539,6%	196,9%	167,8%	-0,3%	8,0%	3,0%	5,5%	32,2%	9,7%	14,2%	75,7%
	2y TACC (24e - 26e)	59,5%	19,1%	12,7%	36,3%	79,2%	41,4%	9,9%	9,5%	10,3%	8,9%	10,3%	9,8%	6,5%	59,2%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	18,8%	n.a.	11,9%	3,6%	11,4%	25,2%	35,0%	32,2%	29,6%	28,5%	30,1%	37,4%	n.a.
	EBIT	(18,4)	16,0	(382,3)	(158,4)	(80,5)		8.955,1	513,7	6.431,4	1.699,0	4.496,7		20.278,2	(1,2)
	Cto. EBIT	26,1%	321,8%	26,2%	44,7%	9,5%	85,7%	30,6%	25,3%	32,3%	13,3%	122,4%	44,8%	22,5%	68,6%
	2y TACC (24e - 26e)	85,9%	49,7%	7,4%	73,5%	30,7%	49,4%	9,9%	9,4%	11,8%	8,9%	8,5%	9,7%	7,1%	45,7%
	EBIT/Ingresos	n.a.	7,3%	n.a.	n.a.	n.a.	7,3%	22,6%	27,8%	29,3%	27,3%	24,1%	26,2%	33,1%	n.a.
	Beneficio Neto	(26,1)	(1,8)	(369,0)	(192,0)	(66,1)		7.659,9	435,9	5.261,0	1.485,7	3.492,5		13.822,2	(1,5)
	Cto. Beneficio Neto	34,5%	94,2%	16,4%	-2,1%	18,4%	32,3%	38,8%	38,7%	35,4%	30,1%	147,9%	58,2%	18,7%	66,9%
	2y TACC (24e - 26e)	38,0%	n.a.	12,2%	65,0%	34,5%	37,4%	10,4%	9,4%	12,5%	8,9%	9,6%	10,2%	8,5%	70,9%
	CAPEX/Ventas	6,7%	5,4%	6,1%	5,2%	3,8%	5,4%	3,5%	8,2%	4,8%	5,7%	4,5%	5,3%	7,2%	-1,0%
Free Cash Flow	(16,7)	14,3	(274,1)	132,0	n.a.		6.656,4	465,0	5.447,7	1.235,9	2.737,2		13.722,4	(2,0)	
Deuda financiera Neta	103,2	175,8	42,6	1.459,7	244,2		21.434,6	301,0	7.548,0	516,6	11.986,4		14.217,6	4,9	
DN/EBITDA (x)	n.a.	4,2	n.a.	4,7	11,4	6,8	2,2	0,5	1,1	0,3	2,3	1,2	0,6	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,0%	0,0%	12,4%	17,2%	28,5%	13,0%	57,5%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	64,2	n.a.	n.a.	n.a.	64,2	27,4	20,8	35,2	28,0	18,0	25,9	12,8	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	1,0	n.a.	3,0	2,1	2,0	4,7	2,4	3,5	6,6	2,6	4,0	5,2	3,4
	EV/Ingresos (x)	1,2	2,3	4,6	4,2	3,2	3,1	5,9	5,3	8,8	6,8	4,1	6,2	3,5	4,2
	EV/EBITDA (x)	n.a.	12,1	n.a.	35,1	n.a.	23,6	23,5	15,1	27,3	23,0	14,3	20,6	9,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	31,5	n.a.	n.a.	n.a.	31,5	26,1	19,0	30,0	24,9	16,9	23,4	10,5	n.a.
	ROE	n.a.	1,6	n.a.	n.a.	0,3	1,0	17,0	11,7	9,9	23,7	14,6	15,4	40,8	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	4,9	n.a.	1,5	n.a.	3,2	3,2	5,1	3,0	3,0	4,4	3,7	7,0	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,38	0,00	0,89	0,87	3,48	1,32	9,95	0,00
	Dvd Yield	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,4%	0,6%	1,6%	0,6%	4,2%	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															
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	15-23	23-26e
Total Ingresos	3,1	1,7	1,9	2,5	2,6	3,1	3,3	4,1	4,6	4,4	8,0	13,8	14,8	15,7	19,3%	25,1%
Cto. Total ingresos	17,7%	-44,4%	13,5%	29,1%	4,1%	16,7%	8,4%	23,6%	12,3%	-5,1%	83,1%	72,5%	7,6%	5,5%		
EBITDA	(0,5)	(1,6)	(2,0)	(3,3)	(4,5)	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(3,5)	(0,8)	(0,0)	0,4	-7,4%	28,7%
Cto. EBITDA	61,2%	-237,0%	-22,1%	-69,4%	-37,0%	54,0%	32,7%	8,1%	-27,6%	-120,3%	4,8%	75,7%	94,1%	n.a.		
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.	n.a.	2,9%		
Beneficio neto	0,1	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(1,6)	(1,3)	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(4,7)	(1,5)	(0,7)	(0,1)	-32,6%	69,6%
Cto. Beneficio neto	124,9%	-289,1%	-147,7%	-22,2%	-177,0%	23,9%	-286,4%	63,8%	63,4%	-322,5%	-71,7%	66,9%	54,1%	81,5%		
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)	0,63	-1,20	-2,63	-3,23	-0,14	-0,10	-0,33	-0,10	-0,03	-0,12	-0,17	-0,05	-0,02	0,00	28,9%	70,8%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	-23,0%	95,7%	23,9%	n.a.	69,3%	66,8%	n.a.	-44,7%	70,6%	54,1%	81,5%		
BPA ord. (EUR)	0,57	-1,28	-2,91	-3,27	-0,14	-0,12	-0,37	-0,12	-0,05	-0,11	-0,11	-0,05	-0,03	-0,01	33,7%	54,0%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	-12,3%	95,9%	13,2%	n.a.	66,3%	55,6%	n.a.	2,3%	52,8%	47,3%	61,0%		
CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
CAPEX/Vtas % ¹	3,5%	3,5%	12,0%	21,8%	5,9%	0,9%	0,0%	1,7%	7,0%	0,5%	3,2%	1,0%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow	(0,7)	(1,9)	(2,8)	(2,8)	(5,8)	(2,7)	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(5,4)	(2,0)	(0,7)	(0,1)	-8,6%	78,8%
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.	n.a.	12,5x		
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.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	1,19x	3,26x	4,30x	1,92x	16,34x	10,84x	10,50x	8,45x	6,33x	6,99x	6,86x	4,22x	3,92x	3,72x		
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.	n.a.		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22,0%	-3,8%	-16,3%	-5,9%	-1,9%	6,0%	12,2%	0,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-27,4%	13,2%	-25,2%	11,3%	-9,1%	12,2%	-8,6%	-10,8%				

- (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).

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 (15% s/ingresos 2023). El peso de Administraciones Públicas en ingresos 2023 fue del 50%. Cotiza en BME Growth desde diciembre 2022.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	45,1	49,1
EV (Mn EUR y USD)	52,6	57,2
Número de Acciones (Mn)	9,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,86 / 4,00 / 2,94	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽¹⁾	1,1	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

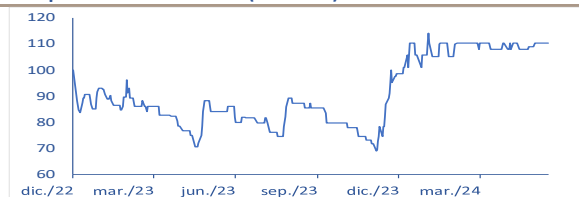
Familia Suárez García	61,4
Directivos	7,5
Tomás Reinares Fernández	5,9
Manuel Angel Busto Riego	5,7
Free Float	19,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,6	9,6	9,6	9,6
Total Ingresos	42,2	55,7	61,5	68,2
EBITDA Rec.	3,5	7,0	8,1	9,2
% Var.	2,0	100,8	16,3	13,6
% EBITDA Rec./Ing.	8,2	12,5	13,2	13,5
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	2,1	3,3	4,1	5,0
BPA (EUR)	0,21	0,35	0,43	0,52
% Var.	9,9	61,6	24,5	21,7
BPA ord. (EUR)	0,18	0,35	0,43	0,52
% Var.	-3,9	90,3	24,5	21,7
Free Cash Flow Rec.	1,3	3,7	4,5	5,3
Pay-out (%)	28,3	20,0	20,0	20,0
DPA (EUR)	0,06	0,07	0,09	0,10
Deuda financiera neta	7,6	6,7	2,9	-1,7
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	1,0	0,4	-0,2
ROE (%)	32,9	42,4	39,5	34,7
ROCE (%)	19,5	25,6	29,6	34,4

Ratios y Múltiplos (x)

PER	22,0	13,6	10,9	9,0
PER Ordinario	25,9	13,6	10,9	9,0
P/BV	6,4	5,2	3,7	2,7
Dividend Yield (%)	1,3	1,5	1,8	2,2
EV/Ventas	1,25	0,94	0,86	0,77
EV/EBITDA Rec.	15,2	7,6	6,5	5,7
EV/EBIT	16,0	9,7	8,3	7,2
FCF Yield (%)	2,9	8,3	9,9	11,7

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	2,2	0,0	31,1	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: Autocartera 0,2%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

2023: fuerte crecimiento en ingresos (+24% vs 2022), hasta los EUR 42,2Mn. Parte de este crecimiento (c.EUR 1,9Mn) se debe a la compra de ELO-SI (febrero 2023). El EBITDA Rec. 2023 se situó en EUR 3,5Mn (8,2% s/ventas; -1,8p.p. vs 2022), impactado por la caída en el margen bruto y el fuerte aumento de los gastos de estructura.

Para 2024e esperamos un "salto" en el EBITDA Rec. hasta EUR 7,0Mn (2x 2023). Situando el margen en el 12,5% (+4p.p. vs 2023). Como consecuencia (principal) de la consolidación del M&A ejecutado. Que empujaría el FCF Rec. hasta EUR 3,7Mn, resaltando el perfil de negocio poco intensivo en capital.

Es decir, toda la atención debe estar en 2024e. Siendo un año "clave" para ver si, como esperamos, el crecimiento en ingresos (orgánicos e inorgánicos), se traslada a una fuerte mejora en rentabilidad. Y, por ende, a generación de caja.

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

Negocio altamente diversificado. Una cartera de productos/servicios diversificada, lo que necesariamente conlleva un modelo de negocio de menor riesgo. Algunas de sus líneas de negocio (por ejemplo, Adm. de Personal y de Nóminas) son escalables y tienen un alto coste de cambio para el cliente. Favoreciendo la creación de una base de clientes "cautiva". A finales de 2023, SCO anunció la renovación de un contrato con la Adm. del Principado de Asturias por un importe de EUR 16,2Mn (por un periodo de 4 años; línea de negocio de Infraestructuras).

Despegue en cartografía y catastro. Gracias al proceso de internacionalización de la compañía (con especial foco en Latam), SCO logró a finales de 2023 dos contratos en Perú, para 2024e y 2025e, por un importe total de USD 15,7Mn.

Con un balance sano. DN 2023: EUR 7,6Mn. Que supone un múltiplo de DN/EBITDA Rec. de 2,2x. Un nivel de apalancamiento conservador para una compañía en "fase de despegue" y con generación de caja recurrente positiva. Por lo que no descartamos que SCO realice en el corto/medio plazo más adquisiciones.

2024e-26e: situar el margen EBITDA Rec. >13%. En 2024e, esperamos unos ingresos de EUR 55,7Mn y un EBITDA Rec. de EUR 7,0Mn. Gracias a: (i) la consolidación de las operaciones de M&A, (ii) el fortísimo crecimiento en cartografía y catastro y (iii) el crecimiento en volumen en clientes ya existentes. Es decir, la atención debe seguir estando en la evolución de los ingresos y su efecto en márgenes. Cuya consecución es el eje del equity story, en la medida en que es la llave para aprovechar de verdad el crecimiento en ingresos, llevando el margen EBITDA por encima del >13%. Todo ello con un modelo (operativo, financiero y comercial) de bajo riesgo.

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.

Mala disciplina de M&A. El sector (tendente a la concentración), abrirá oportunidades de crecimiento no orgánico a c/p y m/p. Lo que en sí mismo implica un riesgo en la elección de la compañía a adquirir. Y la elevada competencia en los procesos de M&A, supone un riesgo de destrucción de valor al elevar los precios.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Momentum de negocio + creación de valor. En 2024e estimamos un ROCE del 25,6% (vs 19,5% 2023). Lo que deja un diferencial muy favorable vs WACC (10,2%). Aunque lo más positivo es la capacidad de SCO de seguir mejorando el ROCE los próximos años. Todo ello cotizando a un EV/EBITDA Rec. 2024e de 7,6x. SCO gana momentum.



Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,6	0,4	0,2	0,3	0,3	1,1	0,9	0,4		
Inmovilizado material	1,1	1,0	1,2	1,2	2,1	2,3	2,4	2,6		
Otros activos no corrientes	0,9	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,7	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	4,7	4,2	3,7	4,2	8,0	7,2	6,4	5,6		
Activo circulante	12,4	7,5	8,9	9,6	17,1	17,9	19,7	21,3		
Total activo	20,4	14,5	15,2	16,3	28,3	29,2	30,1	30,5		
Patrimonio neto	3,5	3,7	3,9	5,4	7,0	8,6	12,3	16,7		
Minoritarios	-	-	-	-	0,5	0,5	0,5	0,5		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	10,7	5,3	5,0	4,5	7,6	6,7	2,9	(1,7)		
Pasivo circulante	6,2	5,4	6,2	6,4	13,1	13,3	14,3	15,0		
Total pasivo	20,4	14,5	15,2	16,3	28,3	29,2	30,1	30,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos	30,6	28,7	30,6	34,0	42,2	55,7	61,5	68,2	8,4%	17,4%
Cto.Total Ingresos	n.a.	-6,1%	6,7%	10,9%	24,0%	32,2%	10,3%	11,0%		
Coste de ventas	(3,6)	(3,5)	(4,2)	(4,7)	(7,3)	(9,4)	(10,3)	(11,5)		
Margen Bruto	27,0	25,2	26,5	29,3	34,8	46,4	51,1	56,8	6,6%	17,7%
Margen Bruto / Ingresos	88,2%	87,8%	86,4%	86,2%	82,6%	83,2%	83,2%	83,2%		
Gastos de personal	(22,1)	(21,4)	(22,1)	(23,9)	(27,4)	(34,9)	(38,0)	(42,0)		
Otros costes de explotación	(2,7)	(1,8)	(2,1)	(2,0)	(3,9)	(4,5)	(5,0)	(5,5)		
EBITDA recurrente	2,2	2,0	2,3	3,4	3,5	7,0	8,1	9,2	12,4%	38,4%
Cto.EBITDA recurrente	n.a.	-7,4%	13,4%	49,0%	2,0%	100,8%	16,3%	13,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	7,1%	7,0%	7,4%	10,0%	8,2%	12,5%	13,2%	13,5%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	-	-	-		
EBITDA	2,3	2,1	2,4	3,5	3,9	7,0	8,1	9,2	14,1%	33,1%
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(1,8)	(2,0)	(2,1)		
Gastos capitalizados	-	-	0,3	0,2	0,7	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,2	0,9	1,6	2,7	3,3	5,4	6,4	7,3	29,1%	30,5%
Cto.EBIT	n.a.	-21,0%	70,4%	67,6%	23,2%	63,9%	17,9%	14,9%		
EBIT / Ingresos	3,9%	3,3%	5,2%	7,9%	7,8%	9,7%	10,4%	10,7%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(0,6)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,7	0,5	1,0	2,6	3,0	4,6	5,8	7,0	43,3%	33,0%
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	-22,5%	76,4%	165,5%	16,3%	55,4%	24,5%	21,7%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,7	0,5	1,0	2,6	3,0	4,6	5,8	7,0	43,3%	33,0%
Impuestos	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(1,6)	(2,0)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	29,5%	52,0%	26,9%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%		
Minoritarios	-	-	-	-	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,9	0,4	0,5	1,9	2,1	3,3	4,1	5,0	22,3%	34,8%
Cto.Beneficio neto	n.a.	-58,1%	20,3%	304,0%	9,9%	61,6%	24,5%	21,7%		
Beneficio ordinario neto	0,6	0,3	0,6	1,8	1,7	3,3	4,1	5,0	31,8%	42,3%
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	-48,1%	106,4%	193,9%	-3,9%	90,3%	24,5%	21,7%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						7,0	8,1	9,2	12,4%	38,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,7)	(0,9)		
Cash Flow operativo recurrente						6,4	7,3	8,3	27,8%	46,0%
CAPEX						(0,6)	(0,6)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,6)	(0,3)		
Impuestos						(1,3)	(1,6)	(2,0)		
Free Cash Flow Recurrente						3,7	4,5	5,3	22,3%	58,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,3	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,1)	(0,3)	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						2,9	4,4	5,5	31,4%	60,3%
Ampliaciones de capital						(1,7)	-	-		
Dividendos						(0,3)	(0,7)	(0,8)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,9)	(3,8)	(4,7)		



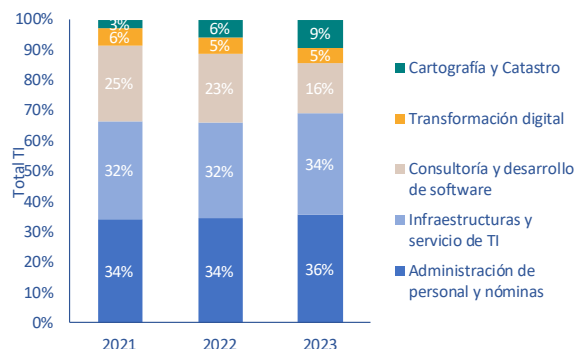
La compañía en 8 gráficos

Mercado TI Global (6,8% 2024e), con crecimiento dispar para 2024e, destacando software (12,7%) y Servicios TI (8,7%)

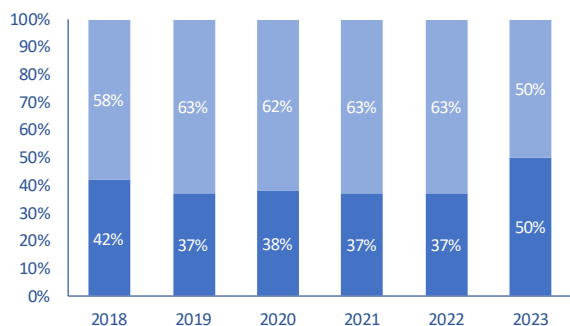
(USD Mn)	2023	2023 Crec. %	2024e	2024e Crec. %
Data Center	243.063	7,1%	261.332	7,5%
Software	913.334	12,4%	1.029.421	12,7%
Dispositivos	699.791	-8,7%	732.287	4,6%
Servicios TI	1.381.832	5,8%	1.501.365	8,7%
Servicios de comunicaciones	1.440.827	1,5%	1.473.314	2,3%
Total TI	4.678.847		4.997.719	6,8%

Fuente: Gartner

SCO: un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto propio bajo modalidad SaaS) ...

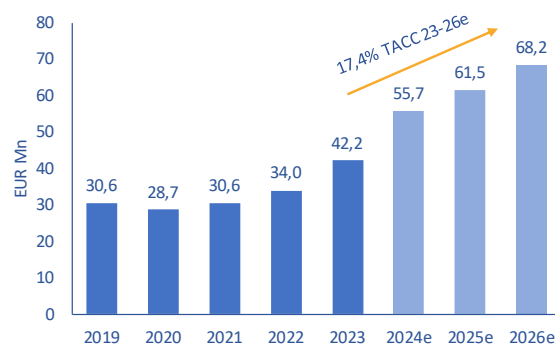


... como por tipología de cliente. En 2023, el 50% de las ventas proceden del sector privado y el resto de administraciones públicas

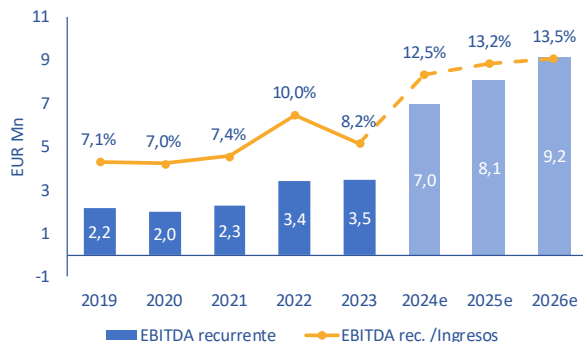


Nota: algunos de sus clientes son Ence, Airbus, Jacobs, JLL, IDEPA, FEAGA...

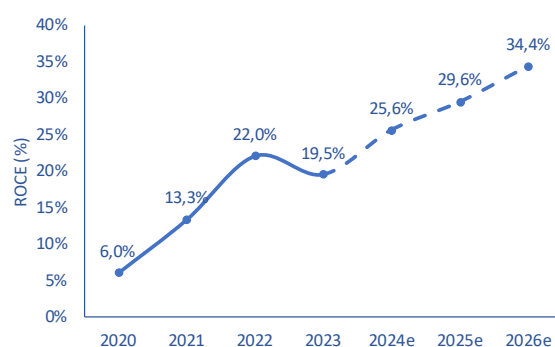
Con capacidad para crecer en ingresos hasta EUR 68,2Mn en 2026e (17,4% TACC 23-26e)



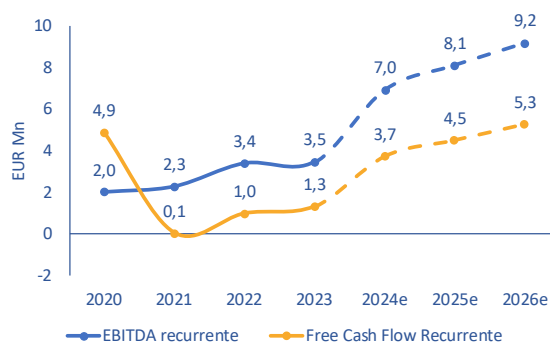
Que debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo (ya visible en 2022) en el periodo 2024e – 2026e...



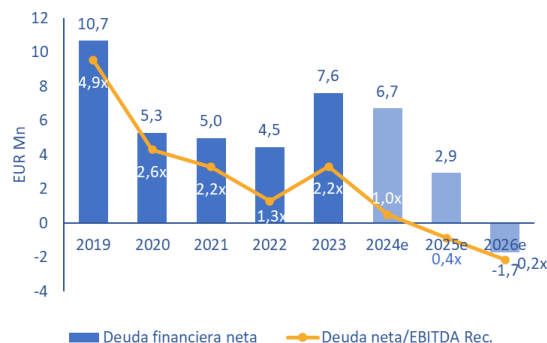
... incrementando de forma significativa el retorno sobre el capital empleado (ROCE 19% en 2023)



Y empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 5,3Mn en 2026e (vs EUR 1,3Mn en 2023) ...



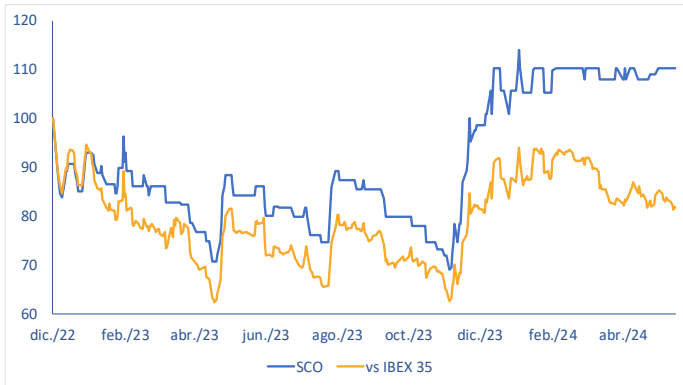
... que dejaría a la compañía en posición de caja neta en 2026e (Deuda Neta EUR -1,7Mn)





Evolución de la cotización

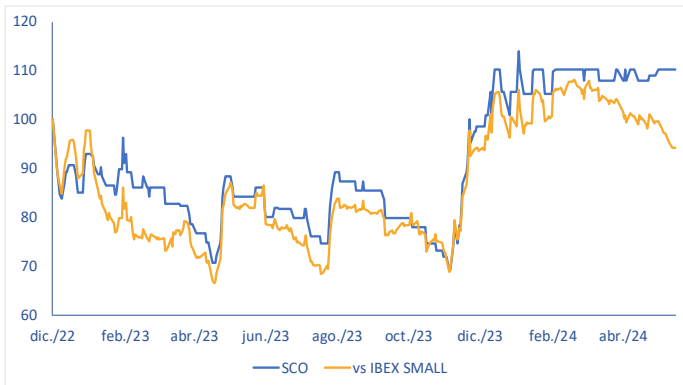
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



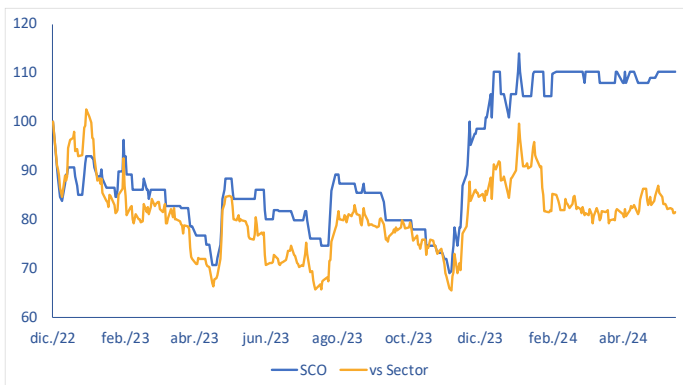
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



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	2,2	0,0	31,1	4,4	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-4,1	-12,7	6,6	-6,9	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-0,9	-5,9	11,9	-6,7	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,5	-12,5	14,5	-6,2	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-3,2	-7,4	24,8	-3,1	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,7	-6,8	27,3	-1,2	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-3,1	-1,1	3,8	-7,9	n.a.	n.a.

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



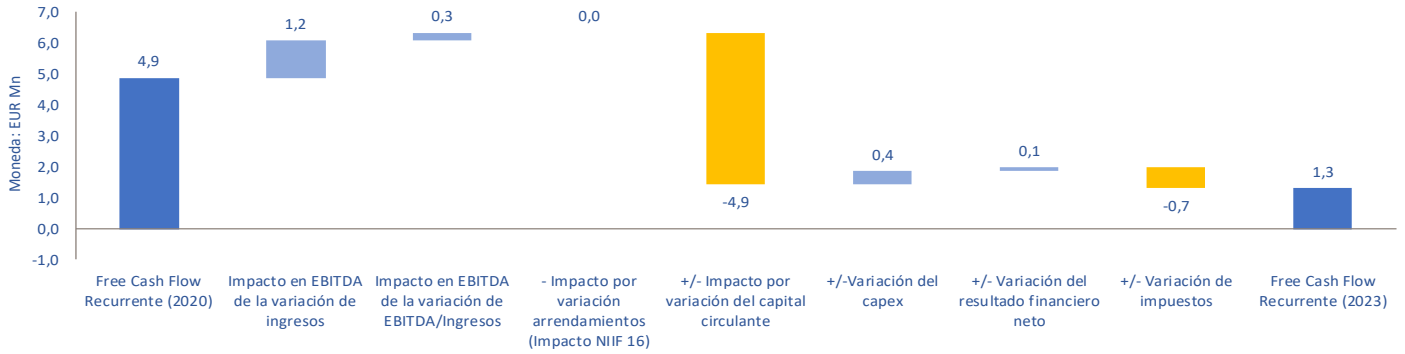
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	2,0	2,3	3,4	3,5	7,0	8,1	9,2	19,9%	38,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-7,4%	13,4%	49,0%	2,0%	100,8%	16,3%	13,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	7,0%	7,4%	10,0%	8,2%	12,5%	13,2%	13,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	4,1	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,7)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,1	1,7	2,8	2,6	6,4	7,3	8,3	-24,2%	46,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	253,1%	-71,3%	59,5%	-4,8%	141,2%	15,0%	12,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	21,1%	5,7%	8,2%	6,3%	11,5%	11,9%	12,1%		
- CAPEX	(0,6)	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(0,6)	(0,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(1,6)	(2,0)		
= Free Cash Flow recurrente	4,9	0,1	1,0	1,3	3,7	4,5	5,3	-35,2%	58,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	187,1%	-98,8%	n.a.	34,1%	182,4%	19,8%	17,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	17,0%	0,2%	2,9%	3,1%	6,7%	7,3%	7,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	0,1	-	-	0,3	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	0,4	0,1	(3,9)	(1,1)	(0,3)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	0,2	(0,2)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	5,4	0,8	0,9	(2,6)	2,9	4,4	5,5	-35,4%	60,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	145,9%	-86,1%	16,9%	-395,2%	213,8%	50,8%	23,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,8%	0,1%	2,2%	2,9%	8,3%	9,9%	11,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,9%	1,7%	1,9%	n.a.	6,5%	9,8%	12,2%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(5,6)	4,9	0,1	1,0	1,3	3,7	4,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,1	0,2	0,8	1,1	0,7	0,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,0)	0,1	0,9	(0,7)	2,4	0,4	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	(0,2)	0,3	1,1	0,1	3,5	1,1	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	10,2	(4,6)	(0,1)	(0,2)	0,2	(0,2)	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	10,0	(4,3)	1,0	(0,1)	3,7	1,0	0,9		
+/- Variación del CAPEX	0,7	0,1	(0,4)	0,8	(0,3)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,2)	0,5	(0,1)	(0,5)	0,2	0,3		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	(0,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	10,5	(4,8)	0,9	0,3	2,4	0,7	0,8		
Free Cash Flow Recurrente	4,9	0,1	1,0	1,3	3,7	4,5	5,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,9	1,6	2,7	3,3	5,4	6,4	7,3	52,1%	30,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	29,5%	30,0%	26,9%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,5)	(1,8)	(2,1)		
EBITDA recurrente	2,0	2,3	3,4	3,5	7,0	8,1	9,2	19,9%	38,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	4,1	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,7)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,1	1,7	2,8	2,6	6,4	7,3	8,3	-24,2%	46,0%
- CAPEX	(0,6)	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,5)	(1,8)	(2,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,2	0,7	1,1	1,5	4,3	4,9	5,5	-33,7%	54,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	196,6%	-86,5%	55,2%	39,4%	186,9%	14,5%	11,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	17,9%	2,3%	3,2%	3,6%	7,7%	8,0%	8,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	0,4	0,1	(3,9)	(1,1)	(0,3)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	0,2	(0,2)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	5,5	1,3	1,0	(2,4)	3,2	4,7	5,5	-34,6%	62,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	147,8%	-76,4%	-26,1%	-350,1%	232,2%	46,6%	17,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9,8%	1,3%	2,0%	2,9%	8,2%	9,4%	10,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	10,5%	2,5%	1,8%	n.a.	6,1%	8,9%	10,5%		

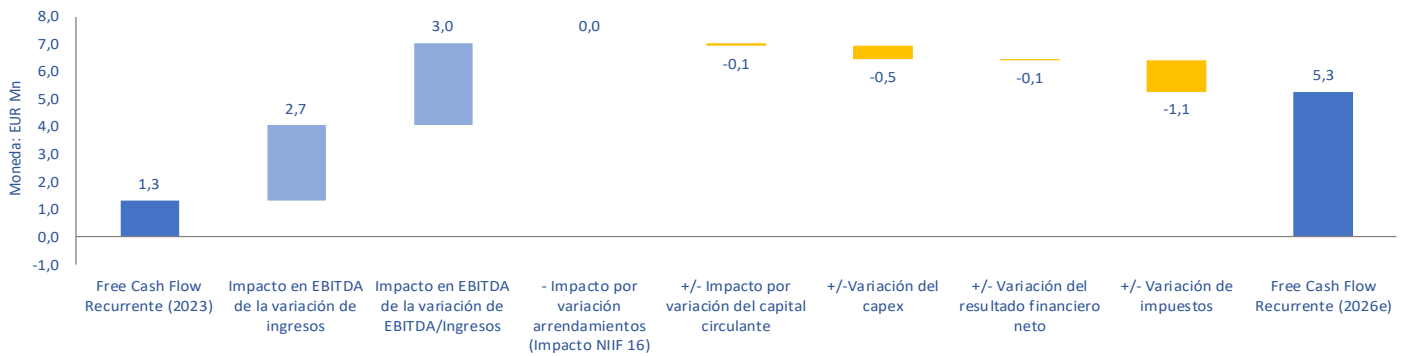


Analítica del Free Cash Flow (II)

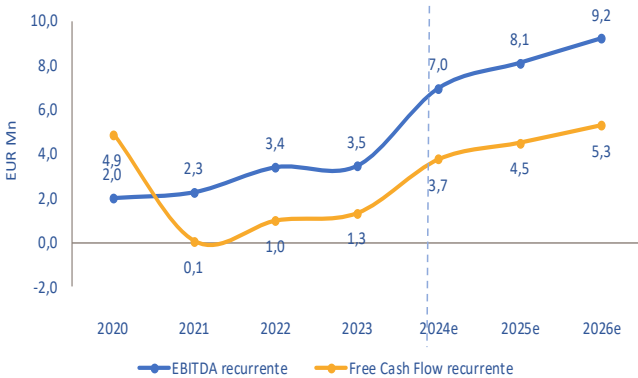
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023)



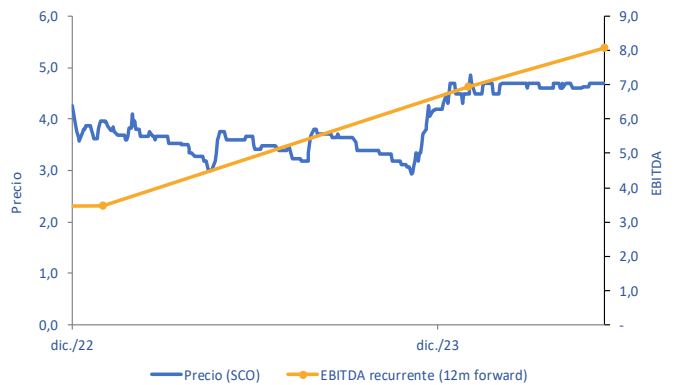
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,2	4,7	5,5	n.a.			
Market Cap	45,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	7,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,9%	12,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	85,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	14,4%	D			=	=	
WACC	10,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,2%	11,4%	
G "Razonable"	2,5%				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	45,1	
+ Minoritarios	0,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	7,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,7	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	52,6	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	6,0%	13,3%	22,0%	19,5%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	9,3%	24,1%			
FCF Yield - WACC	-7,3%	1,5%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	14,5%	8,9	5,9x
Central	13,2%	8,1	6,5x
Min	11,9%	7,3	7,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	0,9%	1,0%		1,1%	Max	Central
8,9	5,4	5,3	5,2	Max	11,9%	11,7%	11,6%
8,1	4,6	4,5	4,4	Central	10,1%	9,9%	9,8%
7,3	3,8	3,7	3,6	Min	8,3%	8,2%	8,0%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	n.a.	33,3%	28,6%
% de consejeros dominicales	n.a.	50,0%	42,9%
% de consejeros ejecutivos	n.a.	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	n.a.	16,7%	28,6%
% de mujeres en el consejo de administración	n.a.	0,0%	14,3%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	42,9%	42,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	1,0%	1,4%



Principales comparables 2024e

	EUR Mn	Sopra Steria	Indra	Izertis	Capgemini	SAP	SCO
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SOP-FR	IDR-ES	IZER-ES	CAP-FR	SAP-DE	SCO-ES
	País	France	Spain	Spain	France	Germany	Spain
	Market cap	4.528,7	3.607,3	237,7	35.798,9	217.469,8	45,1
	Enterprise value (EV)	5.942,6	3.803,6	271,1	38.442,1	202.871,9	52,6
Información financiera básica	Total Ingresos	6.351,9	4.649,7	158,1	22.871,8	33.907,7	55,7
	Cto.Total Ingresos	9,4%	7,1%	34,8%	1,6%	8,7%	32,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,1%	6,8%	23,7%	6,3%	11,4%	10,6%
	EBITDA	799,5	510,6	23,2	3.713,5	8.715,0	7,0
	Cto. EBITDA	18,0%	20,9%	51,9%	13,0%	9,5%	78,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,3%	10,3%	27,2%	7,1%	23,0%	14,9%
	EBITDA/Ingresos	12,6%	11,0%	14,7%	16,2%	25,7%	12,5%
	EBIT	621,0	410,6	16,1	3.088,0	7.866,0	5,4
	Cto. EBIT	34,7%	27,0%	130,7%	19,4%	19,5%	63,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,1%	11,4%	41,0%	8,5%	22,1%	16,4%
	EBIT/Ingresos	9,8%	8,8%	10,2%	13,5%	23,2%	9,7%
	Beneficio Neto	340,9	263,7	7,4	2.105,8	5.428,6	3,3
	Cto. Beneficio Neto	85,6%	28,2%	47,6%	26,6%	49,4%	61,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	12,2%	13,1%	37,2%	9,8%	23,1%	23,1%
	CAPEX/Ventas	1,5%	1,5%	7,0%	1,5%	2,6%	1,0%
	Free Cash Flow	364,9	236,9	5,0	1.968,8	3.847,6	2,9
Deuda financiera Neta	770,3	43,6	56,7	999,7	125,1	6,7	
DN/EBITDA (x)	1,0	0,1	2,4	0,3	0,0	1,0	
Pay-out	30,8%	19,1%	0,0%	29,0%	46,9%	20,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,6	13,7	26,0	17,4	38,7	13,6
	P/BV (x)	2,1	2,8	2,8	3,0	4,8	5,2
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,8	1,7	1,7	6,0	0,9
	EV/EBITDA (x)	7,4	7,4	11,7	10,4	23,3	7,6
	EV/EBIT (x)	9,6	9,3	16,8	12,4	25,8	9,7
	ROE	18,2	20,4	10,9	17,5	12,4	42,4
	FCF Yield (%)	8,1	6,6	2,1	5,5	1,8	8,3
	DPA	5,20	0,29	0,00	3,57	2,18	0,07
	Dvd Yield	2,4%	1,4%	0,0%	1,7%	1,2%	1,5%

(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 (25% s/ingresos), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 43%), (iii) Servicios TMT (8%) y Medios de Comunicación (24%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	145,1	157,8
EV (Mn EUR y USD)	193,7	210,6
Número de Acciones (Mn)	90,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,46 / 1,80 / 1,31	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	4,9	
Factset / Bloomberg	SQRL-ES / SQRL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Squirrel Capital	90,4
Free Float	9,6

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	145,1	
+ Minoritarios	9,6	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	27,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	24,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	12,6	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	193,7	

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	57,1%	66,7%	57,1%
% de consejeros dominicales	42,9%	33,3%	42,9%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de	28,6%	33,3%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	56,8%	46,0%	47,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	14,4%	11,7%	5,3%

Comportamiento histórico (base 100)


(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	9,6	8,8	-35,0	-59,9

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

El 2023 vino marcado por el despegue “anticipado” de la línea de contenidos. que pasa a suponer el 43% de los ingresos 2023 (vs 9,3% en 2022). Y al ser la línea de negocio con mayor rentabilidad (margen bruto c. 44% frente a márgenes del 30% o inferiores del resto de negocios), mejora +3p.p. el Mg. bruto 2023 hasta el 32%. Pese al M&A, SQRL pudo traspasar el crecimiento de los ingresos (EUR 129,6Mn; +64,9%) al EBITDA rec. (EUR 22Mn; +59,7%).

En 2024 “ya” se han llevado a cabo operaciones corporativas (M&A) que van a ser imprescindibles para entender la evolución del negocio en 2024e y ss. Nos referimos a las adquisiciones de: i) la firma de un SPA relativo al 100% de Design Thinking Sweden (enero 2024) y ii) 51% de EVA Films (abril 2024). Ambas sin precio de adquisición o niveles de facturación desglosados. Además, la adquisición del 100% de IKI Group (mayo 2024) cambia por completo la compañía. IKI Group es una agencia de publicidad independiente que cerró 2023 con ingresos de EUR 93Mn y un EBITDA de EUR 5Mn (c. 72% de los ingresos 2023 y c. 22% del EBITDA rec. 2023 de SQRL). La integración tiene sentido estratégico ya que se “sumará” al segmento de publicidad de SQRL (Ingresos de publicidad SQRL 2023: EUR 32Mn). Aflorando sinergias y abriendo nuevas oportunidades de negocio.

Operaciones que cambian (realmente) la compañía. Y que una vez incorporadas tendrán un impacto significativo en P/L (>80% de los ingresos 2023) y en la Deuda Neta (DN 2023: EUR 24Mn; la operación de adquisición de IKI Group podría financiarse con hasta un 30% de deuda). Una vez se comunique el impacto (resultados, deuda) de las adquisiciones (especialmente IKI Group) ajustaremos nuestras estimaciones 2024e-2026e.

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

La línea de contenidos y la integración de IKI serán los principales motores de crecimiento del negocio. Por un lado, los ingresos de contenidos deberían seguir creciendo a ritmos elevados, fruto del importante esfuerzo inversor realizado por la compañía para ampliar su catálogo, acumulando una inversión de c. EUR 60Mn durante los últimos años (a cierre de 2023 cuenta con 131 estrenos comprometidos en España, Italia, Portugal, Andorra y Latam). Un negocio con una mayor rentabilidad que debería ser uno de los catalizadores de la mejora en margen. Y por otro, la integración de IKI que podría duplicar los ingresos de publicidad en 2024e.

Un (vertiginoso) salto cuántico. El impacto total de las adquisiciones y los estrenos no será visible hasta 2025e. Momento en el que la compañía debería aspirar a unos ingresos de c.EUR 300Mn (vs EUR 32,6Mn en 2020) según nuestras estimaciones. Aunque, obviamente, la visibilidad es muy reducida. El reto (y equity story) de SQRL es consolidar/rentabilizar las adquisiciones tras la agresiva estrategia de M&A que le ha llevado a convertirse en un jugador de referencia en el sector media en España.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Mala disciplina en M&A. El éxito de la integración del M&A durante los próximos años es un factor esencial para el desarrollo del negocio. Por lo que existe el riesgo de destrucción de valor y sobrecostes en las adquisiciones ya realizadas.

Nivel de apalancamiento y tipos de interés. Pese a que nuestros números no consideran las últimas operaciones comunicadas (sin precio de compra), el efecto (lógico) de incrementar el endeudamiento es un hecho. Y los tipos de interés altos durante más tiempo del estimado, un riesgo que debería presionar el Beneficio Neto.

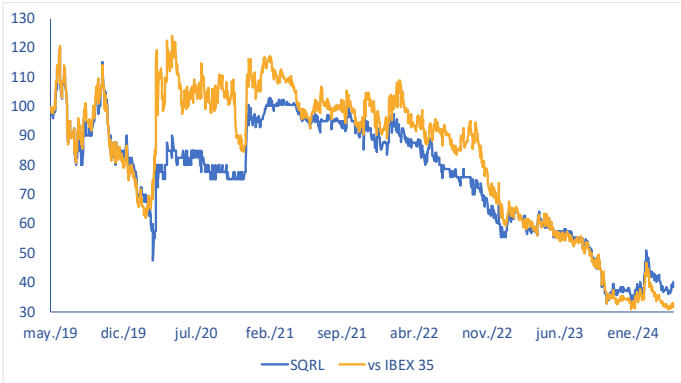
INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El comportamiento de SQRL pre-IKI ha sido muy negativo, pero IKI abre una opción de mejora. El performance -12m (-47% vs Ibex35) indica que el M&A de 2024 aún no cotiza (-5% vs Ibex35 -3m). La operación de IKI, dada su dimensión relativa a SQRL, abre la opción teórica de revertir el performance. A falta de conocer el impacto real en márgenes, EBITDA, Equity (dilución) y Deuda Neta de una transacción tan significativa.

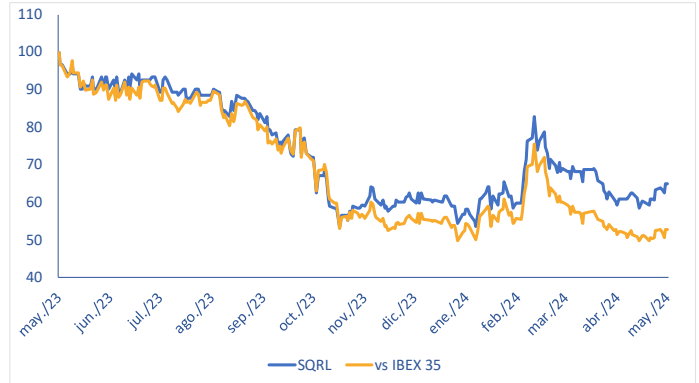


Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



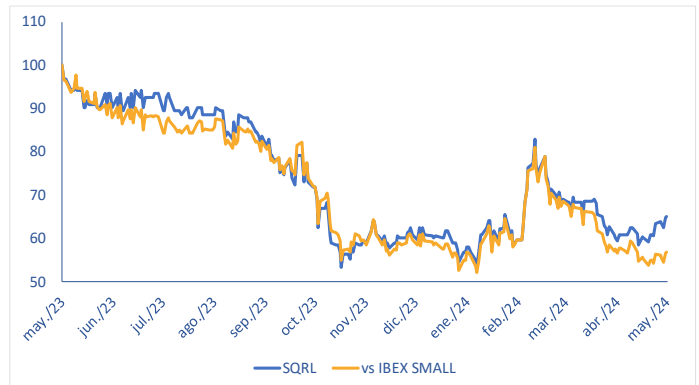
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



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	9,6	8,8	-35,0	7,4	-59,1	-59,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	2,9	-5,0	-47,1	-4,2	-66,9	-67,2
vs Euro STOXX 50	6,3	2,4	-44,5	-4,1	-67,6	-72,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	0,3	-4,8	-43,2	-3,5	-60,0	-69,3
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	3,9	0,8	-38,1	-0,3	-55,8	-66,8
vs MSCI Europe Micro Cap	3,3	1,4	-36,8	1,6	-49,8	-66,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	4,6	4,2	-51,2	-5,7	-71,6	-74,6

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

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.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	11,5	12,5
EV (Mn EUR y USD)	21,3	23,2
Número de Acciones (Mn)	72,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,36 / 0,24 / 0,16	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,17	
Rotación ⁽¹⁾	378,1	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽²⁾

YAMRO Holdings Limited	12,6
Leandro Daniel Harillo	8,0
Juan Pablo Di pietro	8,0
United General LTD	6,3
Free Float	28,9

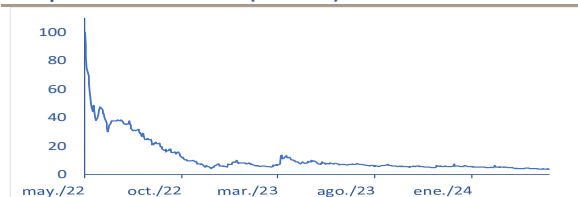
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	45,1	100,4	104,5	104,5
Total Ingresos	8,6	14,6	18,3	22,5
EBITDA Rec.	-8,3	-5,8	-4,2	-2,4
% Var.	-143,8	29,4	27,4	44,0
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	17,8	9,4	21,0	12,5
Beneficio neto	-8,7	-3,8	-3,0	-2,2
BPA (EUR)	-0,19	-0,04	-0,03	-0,02
% Var.	68,8	80,5	22,8	27,2
BPA ord. (EUR)	-0,17	-0,04	-0,03	-0,02
% Var.	73,0	78,2	22,8	27,2
Free Cash Flow Rec.	-9,1	-7,0	-5,4	-3,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,7	6,7	12,1	15,7
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	0,5	0,5	0,5	0,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,48	1,46	1,17	0,95
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	-9,3	-20,2	-53,9	n.a.

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

(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(3) Otros: Lorenzo Serratosa 5,2%, José Iván García Braulio 4,9%, Otros accionistas 26,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Fuerte crecimiento en ingresos en 2023, pero con un EBITDA Rec. muy presionado. Los ingresos crecieron hasta EUR 8,6Mn (vs EUR 3,1Mn en 2022) como consecuencia (esencial) de la estrategia de M&A. Pero con un EBITDA Rec. de EUR -8,3Mn (vs EUR -3,4Mn en 2022) debido a la contracción del margen bruto hasta el 66,9% (-17,6p.p. vs 2022) y por el enorme aumento en gastos de desarrollo de soluciones de IA.

Salto en ingresos en 2024e por la consolidación del M&A ejecutado en 2023..., hasta EUR 14,6Mn (excl. gastos capitalizados). Las líneas de negocio que mayor crecimiento aportarían serían salud y RR.HH. Sin visibilidad (aún) del % s/ventas en 2023 del negocio de producto de IA.

... **aunque con un EBITDA Rec. (todavía) muy penalizado.** La fuerte inversión requerida para desarrollar las soluciones de IA (algo visto en 2023) seguirá pesando mucho. Situando el EBITDA Rec. en EUR -5,8Mn. Y, por ende, sin capacidad de generación de caja (financiándose vía bonos convertibles y ampliaciones de capital).

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

Driver sectorial: inteligencia artificial. SAI opera en el sector de la IA. Que se ha visto beneficiado por la pandemia y empujado por los procesos de transformación digital. Hoy una prioridad para muchas organizaciones, acelerando la implantación de la IA.

Negocio escalable (con el tiempo). SAI cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS). Algunas de las soluciones están desarrolladas y otras no. Aunque dado que el entrenamiento de la IA requiere de tiempo y recursos, el negocio no es inmediatamente escalable y requiere de un periodo considerable para su desarrollo.

Crecimiento vía M&A. Aunque no está reflejado en nuestros números, creemos que dada la naturaleza de SAI y el sector donde opera, es más que probable que se sigan realizando adquisiciones de empresas sobre las que desarrollar sus soluciones de IA.

No estimamos EBITDA Rec. y FCF positivo hasta más allá de 2026e. El desarrollo de un negocio de IA es muy exigente en costes. Por lo que no estimamos EBITDA Rec. y FCF positivo (EUR -7,6Mn en 2024e) en el periodo proyectado. Los próximos tres años serán decisivos para comprobar la capacidad de SAI de alcanzar un EBITDA Rec. más cercano a breakeven mientras desarrolla sus soluciones de IA. SAI se mantiene como una apuesta por un sector de alto crecimiento con visibilidad muy reducida.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Financiación (estructural) vía ampliaciones de capital. Dado el tamaño y momento de negocio (start-up) y que no consideramos que la compañía sea capaz de generar caja en los próximos 3 años, el riesgo de dilución por nuevas ampliaciones de capital (o bonos convertibles) es muy elevado. Desde junio 2022 (22,1Mn de acciones A) se incrementó el número de acciones A hasta 103,1Mn. Es decir, una dilución c.75% para los accionistas de SAI. En su plan estratégico espera captar en los próximos 5 años EUR 75Mn vía ampliaciones de capital vs Mkt Cap actual de c.EUR 12Mn.

Sector muy competitivo y en fase incipiente de desarrollo. La industria de IA 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, implicando una reducción en la actividad esperada.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Un precio de la acción muy castigado, por la financiación vía bonos convertibles (que seguirá impactando negativamente en 2024e). En los últimos 12m y YTD, el precio de la acción de SAI ha sufrido una caída del 53,9% y del 29,7%, respectivamente. Nuestras estimaciones 2024e cotizan a EV/Ventas de 1,5x (muy por debajo del sector, solo a causa del riesgo dilutivo por la financiación de su plan de crecimiento).



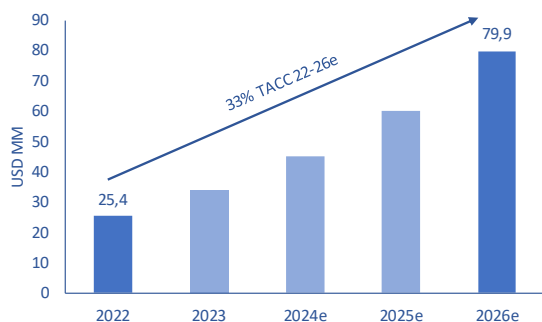
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial				2,9	8,7	12,0	14,7	16,6		
Inmovilizado material				0,1	0,2	0,4	0,5	0,6		
Otros activos no corrientes				0,9	2,0	2,0	2,0	2,0		
Inmovilizado financiero				0,3	1,0	1,0	1,0	1,0		
Fondo de comercio y otros intangibles				16,3	22,5	22,5	22,5	22,5		
Activo circulante				1,5	5,6	10,9	12,5	14,3		
Total activo				22,1	40,0	48,9	53,2	56,9		
Patrimonio neto				18,2	22,9	25,1	22,1	19,8		
Minoritarios				0,1	0,9	0,9	0,9	0,9		
Provisiones y otros pasivos a LP				0,6	4,3	4,3	4,3	4,3		
Otros pasivos no corrientes				0,5	0,6	0,6	0,6	0,6		
Deuda financiera neta				1,9	5,7	6,7	12,1	15,7		
Pasivo circulante				0,8	5,7	11,3	13,3	15,6		
Total pasivo				22,1	40,0	48,9	53,2	56,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Total Ingresos				3,1	8,6	14,6	18,3	22,5	<i>n.a.</i>	37,7%
<i>Cto.Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>174,5%</i>	<i>70,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>23,0%</i>		
Coste de ventas				(0,5)	(2,9)	(4,8)	(6,1)	(7,7)		
Margen Bruto				2,6	5,8	9,8	12,2	14,9	<i>n.a.</i>	37,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>84,5%</i>	<i>66,9%</i>	<i>66,9%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,0%</i>		
Gastos de personal				(3,2)	(4,0)	(4,6)	(4,8)	(5,0)		
Otros costes de explotación				(2,8)	(10,1)	(11,1)	(11,6)	(12,2)		
EBITDA recurrente				(3,4)	(8,3)	(5,8)	(4,2)	(2,4)	<i>n.a.</i>	34,0%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>-143,8%</i>	<i>29,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>44,0%</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.				(0,2)	(0,7)	-	-	-		
EBITDA				(3,5)	(9,0)	(5,8)	(4,2)	(2,4)	<i>n.a.</i>	35,8%
Depreciación y provisiones				(0,3)	(0,6)	(1,9)	(2,6)	(3,4)		
Gastos capitalizados				1,6	5,2	5,2	5,2	5,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				(0,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
EBIT				(2,3)	(4,9)	(3,0)	(2,2)	(1,1)	<i>n.a.</i>	38,8%
<i>Cto.EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>-112,0%</i>	<i>37,5%</i>	<i>27,3%</i>	<i>49,6%</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				(13,1)	(2,6)	-	-	-		
Resultado financiero neto				(0,3)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario				(15,6)	(8,2)	(3,8)	(3,0)	(2,2)	<i>n.a.</i>	35,4%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>47,5%</i>	<i>53,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>27,2%</i>		
Extraordinarios				-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos				(15,6)	(8,2)	(3,8)	(3,0)	(2,2)	<i>n.a.</i>	35,4%
Impuestos				0,6	(0,3)	-	-	-		
<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)	(0,3)	-	-	-		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
Beneficio neto				(15,1)	(8,7)	(3,8)	(3,0)	(2,2)	<i>n.a.</i>	36,7%
<i>Cto.Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>42,1%</i>	<i>56,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>27,2%</i>		
Beneficio ordinario neto				(15,5)	(7,8)	(3,8)	(3,0)	(2,2)	<i>n.a.</i>	34,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>49,8%</i>	<i>51,3%</i>	<i>19,6%</i>	<i>27,2%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBITDA recurrente						(5,8)	(4,2)	(2,4)	<i>n.a.</i>	34,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Var.capital circulante						0,3	0,4	0,6		
Cash Flow operativo recurrente						-6,1	-4,3	-2,3	<i>n.a.</i>	33,9%
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,8)	(1,1)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(7,0)	(5,4)	(3,6)	<i>n.a.</i>	26,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(7,6)	(5,4)	(3,6)	<i>n.a.</i>	24,1%
Ampliaciones de capital						6,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,1	5,4	3,6		



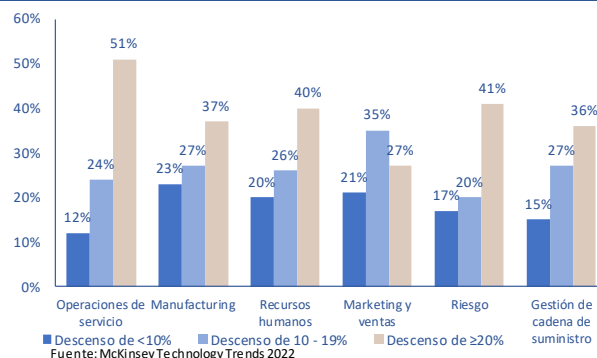
La compañía en 8 gráficos

Inteligencia Artificial: Un sector con alto potencial de crecimiento (33% TACC 22-26e en Europa)



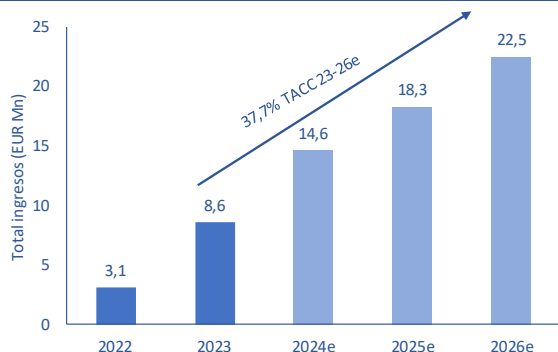
Fuente: IDC (International Data Corporation)

... teniendo cada vez más un mayor impacto en la cuenta de resultados de las compañías a nivel EBIT

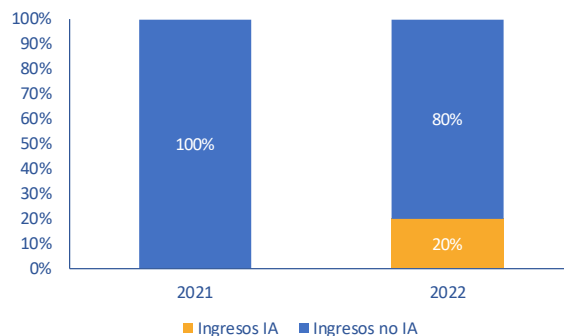


Fuente: McKinsey Technology Trends 2022

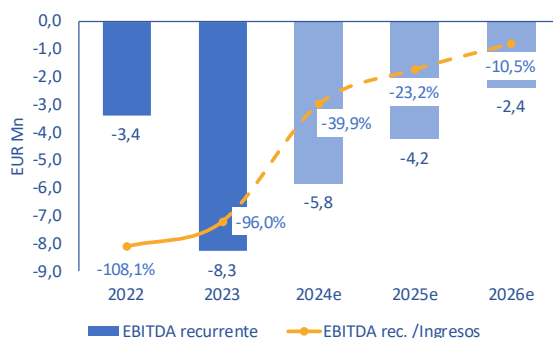
Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecer (incluyendo M&A) a doble dígito alto en ingresos (37,7% TACC 23-26e) ...



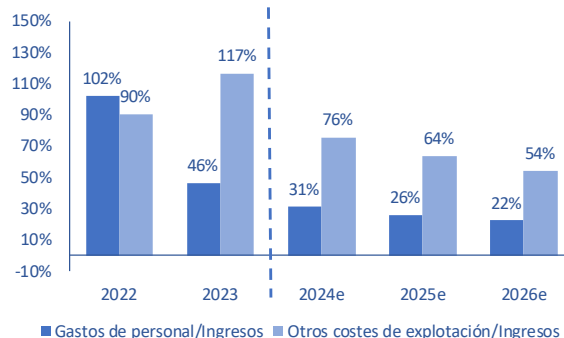
... y con unas ventas en el 2022 derivadas de la inteligencia artificial de alrededor de c.20%



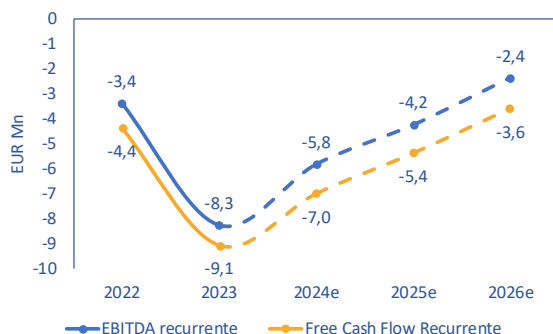
Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2026e



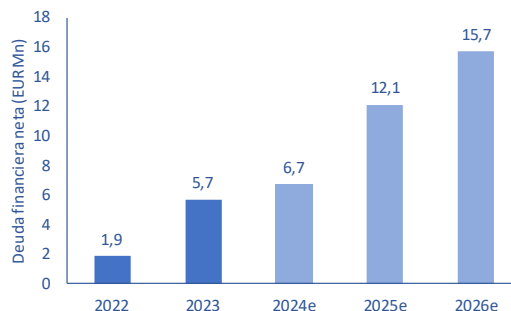
... debido a unos gastos de estructura sobredimensionados para unos niveles de ingresos muy superiores



... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR -3,6Mn en 2026e (vs EUR -7,0Mn en 2024e)



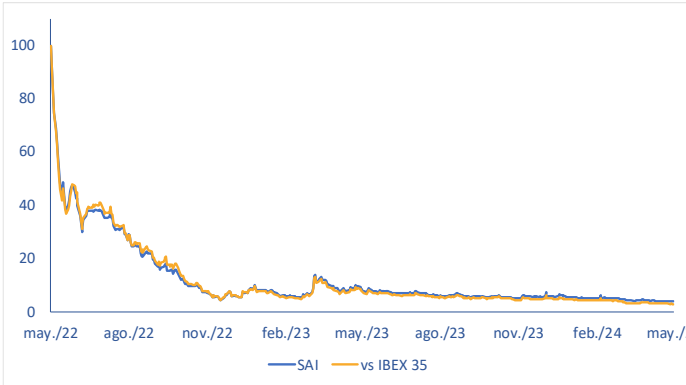
que situaría la Deuda Neta "Teórica" 2026e en EUR 15,7Mn. Aunque "cubierta" vía bonos convertibles



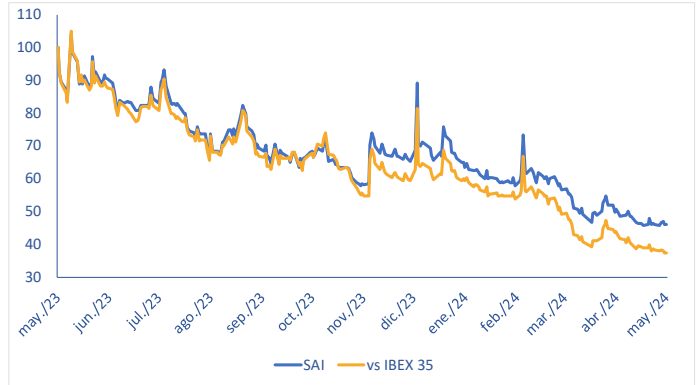


Evolución de la cotización

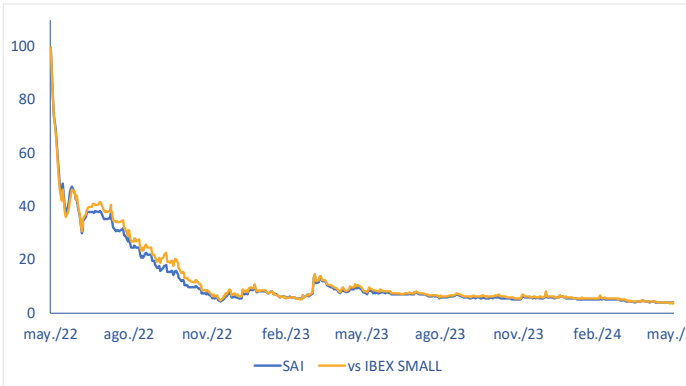
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



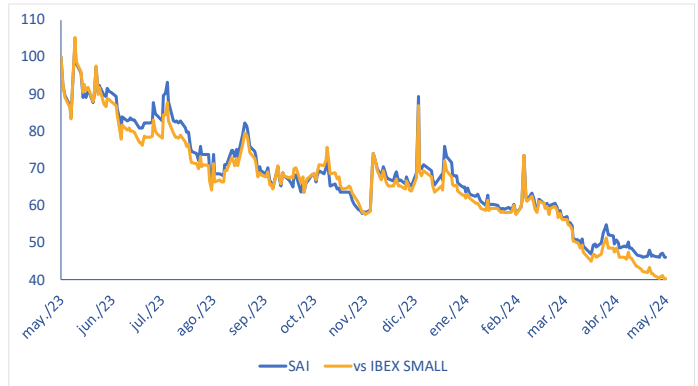
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



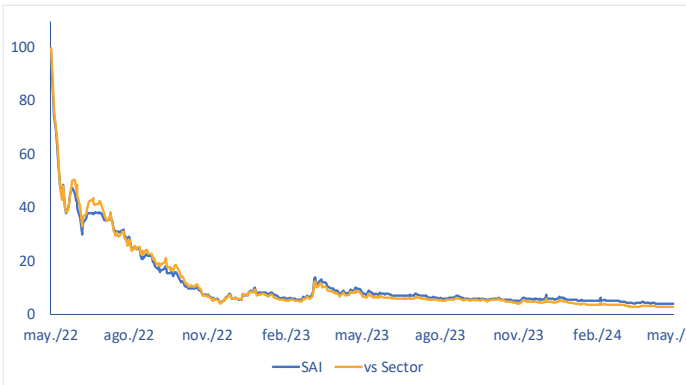
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



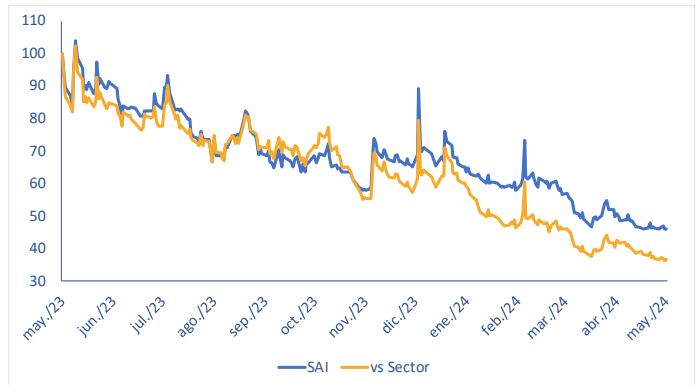
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	-9,3	-20,2	-53,9	-29,7	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-14,9	-30,4	-62,5	-37,3	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-12,0	-24,9	-60,6	-37,2	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-17,0	-30,2	-59,7	-36,8	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-14,0	-26,1	-56,1	-34,8	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-14,5	-25,6	-55,2	-33,5	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-14,0	-21,1	-63,5	-38,0	n.a.	n.a.

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



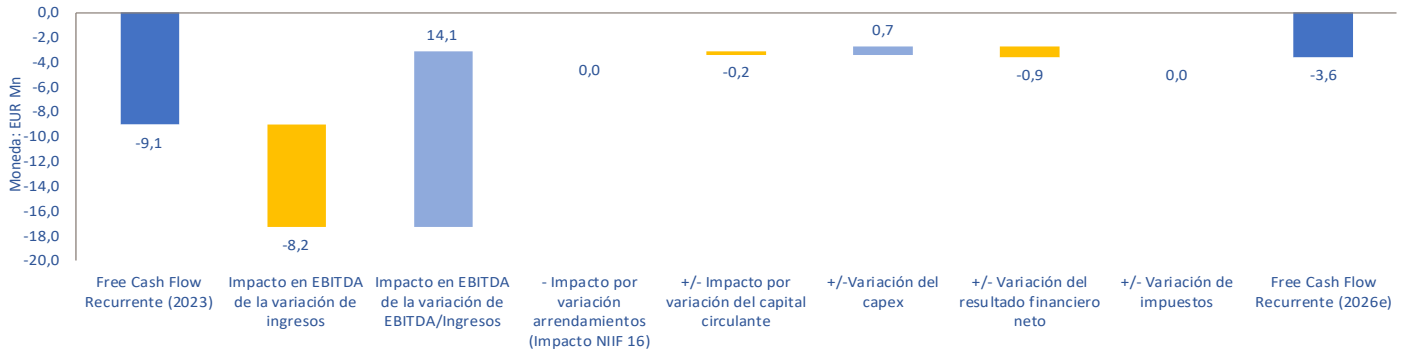
Análítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente			(3,4)	(8,3)	(5,8)	(4,2)	(2,4)	n.a.	34,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			n.a.	-143,8%	29,4%	27,4%	44,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
+/- Var. Capital circulante			(0,7)	0,8	0,3	0,4	0,6		
= Cash Flow operativo recurrente			(4,2)	(8,0)	(6,1)	(4,3)	(2,3)	n.a.	33,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			n.a.	-91,6%	24,0%	28,3%	46,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX			(0,1)	(0,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,1)	(0,2)	(0,7)	(0,8)	(1,1)		
- Impuestos			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente			(4,4)	(9,1)	(7,0)	(5,4)	(3,6)	n.a.	26,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			n.a.	-107,1%	22,8%	23,3%	32,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros			-	0,5	(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow			(4,4)	(8,3)	(7,6)	(5,4)	(3,6)	n.a.	24,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			n.a.	-88,3%	8,5%	28,8%	32,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			-	(4,4)	(9,1)	(7,0)	(5,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			n.a.	(5,9)	(5,8)	(1,5)	(1,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			n.a.	1,0	8,2	3,1	2,8		
= Variación EBITDA recurrente			n.a.	(4,9)	2,4	1,6	1,9		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,7)	1,5	(0,5)	0,1	0,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			(0,8)	(3,8)	1,9	1,7	2,0		
+/- Variación del CAPEX			(0,1)	(0,8)	0,7	-	-		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,1)	(0,5)	(0,1)	(0,3)		
+/- Variación de impuestos			-	-	-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(1,0)	(4,7)	2,1	1,6	1,8		
Free Cash Flow Recurrente			(1,0)	(9,1)	(7,0)	(5,4)	(3,6)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT			(2,3)	(4,9)	(3,0)	(2,2)	(1,1)	20-23	23-26e
<i>* Tasa fiscal teórica</i>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	38,8%
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente			(3,4)	(8,3)	(5,8)	(4,2)	(2,4)	n.a.	34,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
+/- Var. Capital circulante			(0,7)	0,8	0,3	0,4	0,6		
= Cash Flow operativo recurrente			(4,2)	(8,0)	(6,1)	(4,3)	(2,3)	n.a.	33,9%
- CAPEX			(0,1)	(0,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(4,2)	(8,8)	(6,3)	(4,5)	(2,5)	n.a.	34,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			n.a.	-108,2%	29,1%	27,4%	44,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"			(4,2)	(8,6)	(6,3)	(4,5)	(2,5)	n.a.	33,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			n.a.	-101,7%	26,8%	27,4%	44,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

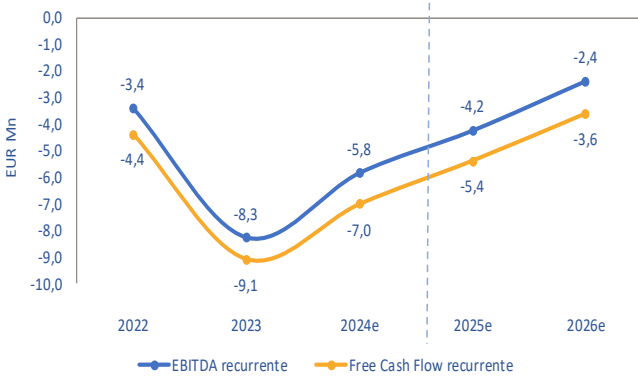


Analítica del Free Cash Flow (II)

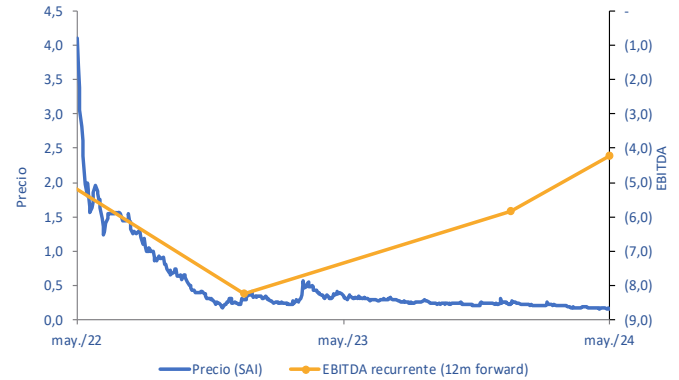
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,3)	(4,5)	(2,5)	n.a.		
Market Cap	11,5	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	5,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)				
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			6,8%	7,3%
Coste de la deuda neta	5,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			=	=
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			5,4%	5,8%
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			=	=
Beta (B)	1,6	B (estimación propia)			5,5%	6,5%
Coste del Equity	12,9%	Ke = Rf + (R * B)			1,5	1,7
Equity / (Equity + Deuda Neta)	66,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			11,5%	14,3%
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,1%	D			=	=
WACC	10,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			=	=
G "Razonable"	3,0%				9,5%	11,5%
					3,0%	2,0%

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	11,5	
+ Minoritarios	0,9	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	5,7	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	21,3	

La deuda bruta está compuesta por EUR 8Mn que no son deuda bancaria. Corresponden a deudas por la adquisición de participaciones durante 2023 (EUR 6Mn) que van a ser saldadas mediante ampliaciones de capital y depósitos recibidos por valor de EUR 2Mn para acudir a otra ampliación de capital por dicho importe.

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2023	2026e			
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.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-43,9%	(8,0)	-2,7x
Central	-39,9%	(7,3)	-2,9x
Min	-35,9%	(6,6)	-3,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	1,0%	1,1%	1,2%
(8,0)	(9,1)	(9,2)	(9,2)
(7,3)	(8,4)	(8,4)	(8,5)
(6,6)	(7,7)	(7,7)	(7,7)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	n.a.	60,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	n.a.	40,0%	50,0%
% 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.	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	51,7%	33,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	21,9%	13,9%



Principales comparables 2024e

		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	253,2	62,5	367,1	1.263,6	17,1		2.961,4	44.554,5		11,5
	Enterprise value (EV)	224,6	66,0	455,7	1.284,9	33,2		2.300,7	41.276,8		21,3
Información financiera básica	Total Ingresos	52,4	29,1	192,0	553,0	6,8		338,1	2.478,5		14,6
	Cto.Total Ingresos	19,7%	30,9%	4,7%	15,8%	31,0%	20,4%	19,3%	21,2%	20,2%	70,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	20,0%	n.a.	9,6%	49,3%	26,3%	20,0%	18,5%	19,3%	24,0%
	EBITDA	7,7	(24,5)	55,8	103,8	(2,2)		(67,9)	846,6		(5,8)
	Cto. EBITDA	73,3%	-12,5%	5,2%	48,4%	54,5%	33,8%	30,9%	500,5%	265,7%	34,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	27,7%	n.a.	14,5%	94,6%	45,6%	n.a.	18,9%	18,9%	36,2%
	EBITDA/Ingresos	14,6%	n.a.	29,0%	18,8%	n.a.	20,8%	n.a.	34,2%	34,2%	n.a.
	EBIT	6,8	(25,5)	39,3	69,6	(3,8)		(82,4)	815,1		(3,0)
	Cto. EBIT	98,8%	-10,8%	2,7%	74,2%	38,1%	40,6%	24,2%	639,0%	331,6%	37,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	25,9%	n.a.	19,7%	56,0%	33,9%	53,2%	19,1%	36,2%	39,5%
	EBIT/Ingresos	13,0%	n.a.	20,4%	12,6%	n.a.	15,4%	n.a.	32,9%	32,9%	n.a.
	Beneficio Neto	6,5	(26,7)	26,9	49,1	(4,4)		(47,9)	699,7		(3,8)
	Cto. Beneficio Neto	15,5%	-16,3%	5,3%	44,9%	11,3%	12,1%	34,0%	262,7%	148,4%	56,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	22,4%	n.a.	24,1%	42,7%	29,7%	84,3%	20,8%	52,6%	23,5%
	CAPEX/Ventas	1,7%	4,6%	6,1%	2,0%	n.a.	3,6%	5,2%	0,8%	3,0%	1,4%
	Free Cash Flow	8,2	(24,2)	33,0	73,0	n.a.		(17,4)	804,6		(7,6)
Deuda financiera Neta	(19,1)	23,2	56,0	43,7	23,4		(563,2)	(3.447,4)		6,7	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	1,0	0,4	n.a.	0,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	33,4%	41,6%	0,0%	15,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	37,6	n.a.	13,4	24,6	n.a.	25,2	n.a.	66,2	66,2	n.a.
	P/BV (x)	6,4	n.a.	2,7	2,8	n.a.	4,0	4,0	11,8	7,9	0,5
	EV/Ingresos (x)	4,3	2,3	2,4	2,3	4,9	3,2	6,8	16,7	11,7	1,5
	EV/EBITDA (x)	29,3	n.a.	8,2	12,4	n.a.	16,6	n.a.	48,8	48,8	n.a.
	EV/EBIT (x)	32,9	n.a.	11,6	18,5	n.a.	21,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	17,0	n.a.	20,3	11,4	n.a.	16,2	n.a.	17,9	17,9	n.a.
	FCF Yield (%)	3,2	n.a.	9,0	5,8	n.a.	6,0	n.a.	1,8	1,8	n.a.
	DPA	0,00	0,00	1,81	0,54	0,00	0,47	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	2,4%	1,6%	0,0%	0,8%	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).

Vanadi Coffee (VANA) es una cadena de cafeterías con sede en Alicante (España) de pequeño tamaño con foco en la alimentación saludable. Fundada en noviembre de 2021, en la actualidad cuenta con 10 locales abiertos, todos dentro del territorio nacional. Cotiza en BME Growth desde 2023 y el Consejo de Administración controla el 20% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	1,2	1,3
EV (Mn EUR y USD)	2,1	2,3
Número de Acciones (Mn)	12,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,00 / 0,31 / 0,08	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽¹⁾	609,2	
Factset / Bloomberg	VANA-ES / VANA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

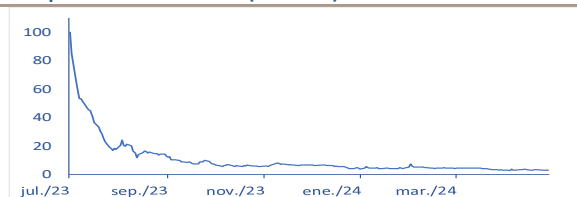
Chase nominees LTD	9,0
Salvador Marti	9,1
Gema Pérez	5,6
Vicente Terol	4,8
Free Float	71,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	7,2	13,7	15,6	15,6
Total Ingresos	2,1	5,1	9,2	15,5
EBITDA Rec.	-2,0	-1,9	-1,1	0,5
% Var.	-66,3	7,0	40,7	142,3
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	23,4	15,6	11,6	6,4
Beneficio neto	-2,9	-2,4	-1,9	-0,8
BPA (EUR)	-0,40	-0,17	-0,12	-0,05
% Var.	n.a.	56,4	29,2	60,8
BPA ord. (EUR)	-0,35	-0,17	-0,12	-0,05
% Var.	n.a.	50,4	29,2	60,8
Free Cash Flow Rec.	-2,4	-2,5	-2,6	-2,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,0	2,7	5,3	7,4
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	15,7
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	1,9	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,01	0,41	0,23	0,13
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	4,4
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	-4,1	-30,5	n.a.	n.a.

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

(2) Sector: Europe / Restaurants -IND.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

Un comienzo "difícil", en términos de rentabilidad ... VANA cierra 2023 con unos ingresos de EUR 2,1Mn (vs EUR 0,5Mn en 2022) al ser el primer ejercicio completo de las 4 cafeterías abiertas en 2022. Aunque no consigue cubrir los costes de estructura, que aumentan por la rotación de personal y las nuevas aperturas (9 cafeterías abiertas en 2023). EBITDA rec. EUR -2Mn (vs EUR -1,2Mn en 2022).

... y de endeudamiento. En 2023, firma un acuerdo de financiación vía equity con GCFO por valor de EUR 10Mn hasta 2028e. Los resultados y los flujos de caja negativos (FCF rec. 2023: EUR -2,5Mn) elevaron la DN hasta EUR 1Mn en 2023 (vs EUR 0,1Mn en 2022) pese a las ampliaciones de capital llevadas a cabo.

El salto en tamaño debería ir acompañado de una mejora (obligada) de márgenes en 2024e. El plan de nuevas aperturas y el ramp-up de las ya abiertas debería permitir a VANA aspirar a unos ingresos 2024e de EUR 5,1Mn y un EBITDA 2024e rec. de EUR -1,9Mn. Estimamos 17 locales abiertos a cierre de 2024e. No obstante, los resultados negativos esperados (BN 2024e: EUR -2,4Mn) tensionarán la situación patrimonial (PN negativo en 2024e sin ampliaciones de capital adicionales).

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

Una apuesta en un sector (hostelería) beneficiado por el turismo y la afluencia de personas. Todos los locales están ubicados en Alicante. Destino turístico en el que la hostelería tiene un fuerte impacto en la economía. La ubicación de las cafeterías/locales en zonas de alta afluencia es uno de los drivers del negocio.

Giro estratégico hacia un modelo más ligero en costes. VANA ha manifestado la intención de pivotar su negocio hacia uno similar al de la pastelería "Le Fournil de Jules", adquirida en 2023 con una oferta orientada a bollería y panadería (en lugar de la alimentación saludable inicial), más rentable y menos intensiva en capital. Buscando reducir las pérdidas operativas.

Los tres próximos (24e-26e) ejercicios testearán la viabilidad del modelo de negocio. Todo pivota sobre el éxito (y la velocidad) de las nuevas aperturas y la reestructuración de las ya abiertas. Aunque la visibilidad es escasa. Nuestras estimaciones recogen un consumo de caja de EUR 7Mn adicional hasta 2026e para alcanzar el break-even, con unos ingresos 2026e de EUR 15,5Mn (vs EUR 2,1Mn en 23), un EBITDA de EUR 0,5Mn y una DN de EUR 7,4Mn (EUR 7Mn de convertibles).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Retraso en el plan de expansión: Un número de aperturas inferior al esperado, impediría apalancar los gastos de estructura al crecimiento estimado de ingresos. Retrasando el break-even en EBITDA y aumentando las necesidades de financiación.

Elevado nivel de endeudamiento y potencial dilución. Desde diciembre 2023, los accionistas minoritarios se han diluido "ya" un 43% en 2024. Aún quedan EUR 8,1Mn pendientes de emitir. El modelo de negocio de VANA seguirá basado en crecimiento a coste de alta dilución. La financiación (y el monto de la dilución) es la gran incógnita.

Patrimonio neto negativo (ya desde 2024e). Las pérdidas acumuladas elevarán el patrimonio neto negativo hasta EUR -1Mn en 2024e. La viabilidad de la compañía es sólo factible a través de equity, tanto por parte de accionistas como de GCFO.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Mal momentum de la acción (-94,9% desde su salida al BMEGrowth). Lo que ha perjudicado la capacidad de financiación y el ritmo de aperturas. Dejando a VANA cotizando a múltiplos bajos EV/Ventas 2024e 0,4x (vs 2x de sus comparables) aunque obviamente justificado por la rentabilidad negativa y el riesgo de negocio, que persistirá en 2024.



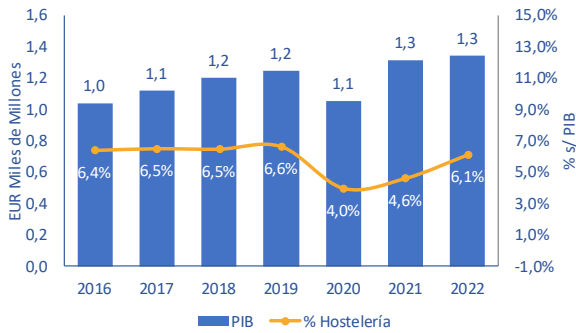
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial			-	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado material			-	1,0	1,6	2,7	4,3	6,4		
Otros activos no corrientes			0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero			0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Activo circulante			0,0	0,4	0,7	0,8	0,9	1,2		
Total activo			0,1	2,2	3,5	4,7	6,3	8,7		
Patrimonio neto			0,0	0,5	0,6	(1,0)	(3,0)	(3,7)		
Minoritarios			-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP			0,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			(0,6)	0,1	1,0	2,7	5,3	7,4		
Pasivo circulante			0,0	0,8	1,7	2,8	3,8	4,9		
Total pasivo			0,1	2,2	3,5	4,7	6,3	8,7		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos			-	0,5	2,1	5,1	9,2	15,5	n.a.	95,8%
<i>Cto. Total Ingresos</i>			n.a.	n.a.	336,9%	145,4%	81,0%	69,0%		
Coste de ventas			-	(0,2)	(0,9)	(1,9)	(3,1)	(5,4)		
Margen Bruto			-	0,2	1,2	3,1	6,0	10,1	n.a.	n.a.
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>			n.a.	50,7%	56,2%	62,1%	65,8%	65,2%		
Gastos de personal			-	(0,6)	(1,8)	(3,0)	(4,3)	(5,9)		
Otros costes de explotación			(0,1)	(0,8)	(1,4)	(2,1)	(2,9)	(3,8)		
EBITDA recurrente			(0,1)	(1,2)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			n.a.	n.a.	-66,3%	7,0%	40,7%	142,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA			(0,1)	(1,2)	(2,4)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,0%
Depreciación y provisiones			-	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,9)		
Gastos capitalizados			-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			(0,1)	(1,3)	(2,7)	(2,3)	(1,7)	(0,4)	n.a.	46,3%
<i>Cto. EBIT</i>			n.a.	n.a.	-112,7%	16,7%	24,6%	75,4%		
<i>EBIT / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			-	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(0,1)	(1,3)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	n.a.	36,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>			n.a.	n.a.	-124,2%	17,4%	18,9%	60,8%		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,1)	(1,3)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	n.a.	36,0%
Impuestos			0,0	0,2	-	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios			-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(0,0)	(1,1)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	n.a.	36,0%
<i>Cto. Beneficio neto</i>			n.a.	n.a.	-163,7%	17,4%	18,9%	60,8%		
Beneficio ordinario neto			(0,1)	(1,3)	(2,5)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	n.a.	33,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			n.a.	n.a.	-97,1%	6,0%	18,9%	60,8%		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						1,0	0,9	0,9		
Cash Flow operativo recurrente						-0,9	-0,2	1,3	n.a.	43,0%
CAPEX						(1,4)	(2,2)	(3,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	4,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	11,4%
Ampliaciones de capital						0,7	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,8	2,6	2,1		

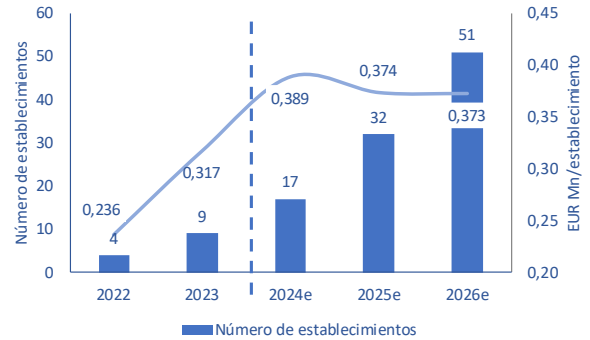


La compañía en 8 gráficos

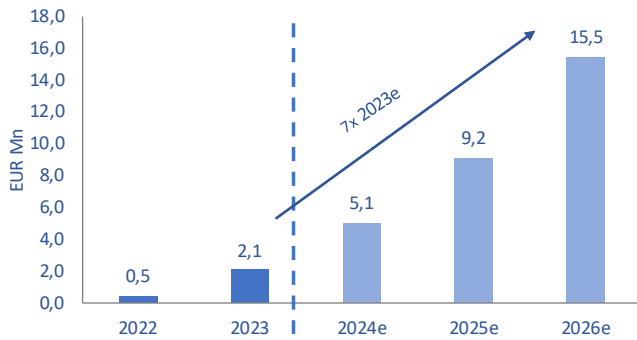
La hostelería es uno de los motores de la economía (y el empleo) en España



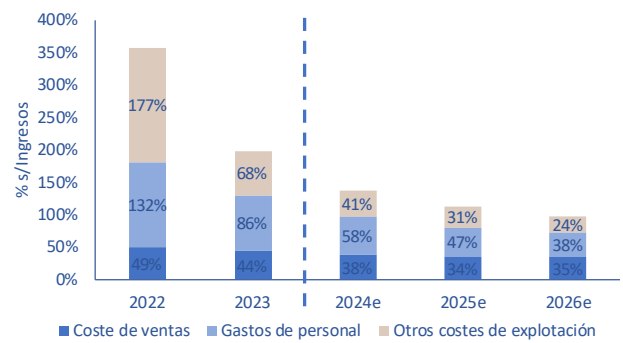
El número de aperturas y la venta media por establecimiento serán los principales catalizadores del negocio...



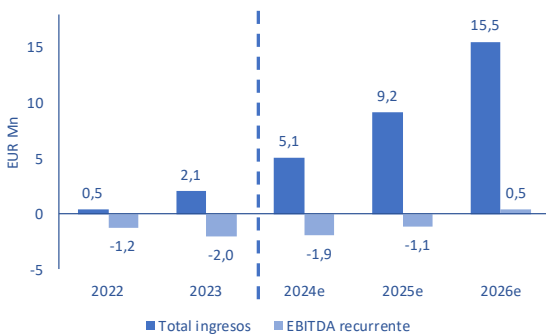
...sobre el que se basa nuestra estimación de crecimiento en ingresos para 2025e y 2026e (Ingresos 2026e: 7x 2023)



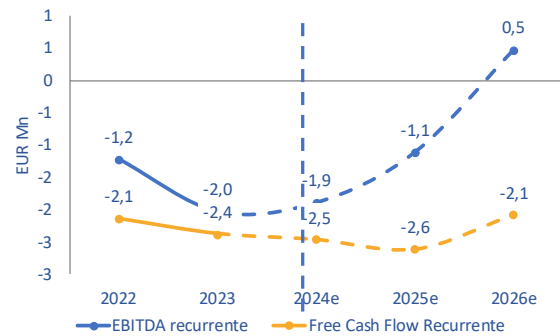
Acompañado de una mejora de márgenes y pudiendo desarrollar economías de escala que reducirán costes



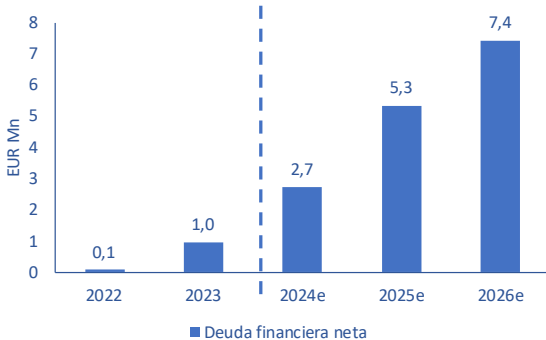
Aunque habrá que esperar hasta después de 2026e para superar break-even en EBITDA



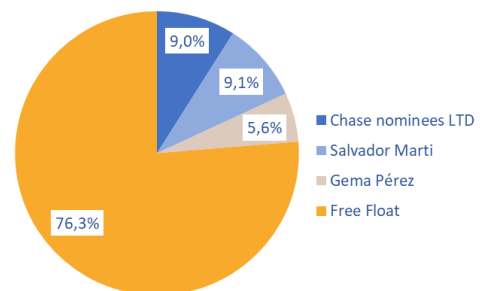
Las necesidades de inversión y los resultados operativos mantendrán la generación de caja bajo presión...



...elevando significativamente la DN hasta EUR 7,4Mn en 2026e (con PN negativo a partir de 2024e)



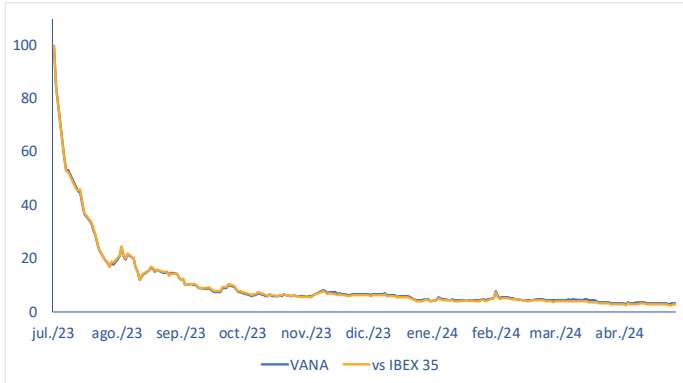
Situación parcialmente mitigada por bonos convertibles que diluirán a los accionistas de referencia



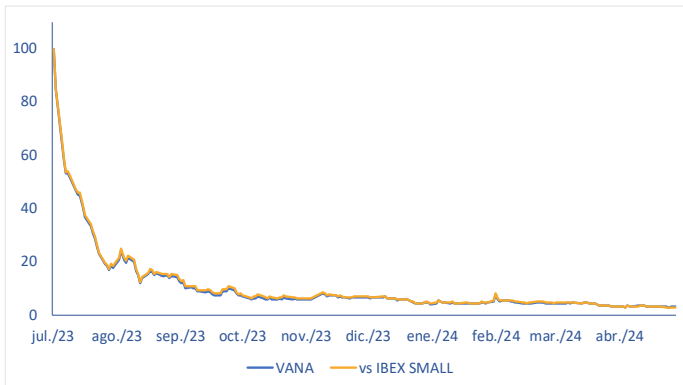


Evolución de la cotización

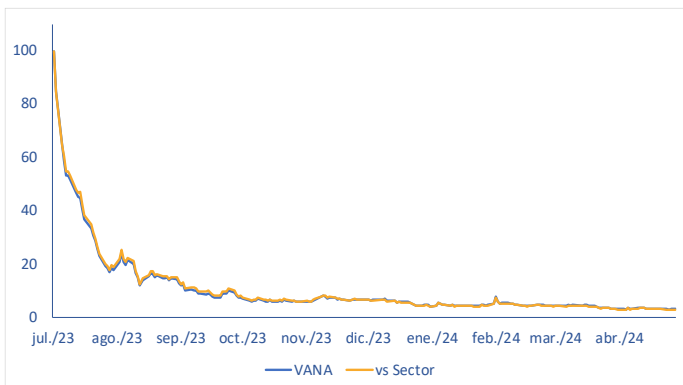
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector⁽¹⁾ (base 100)



(1) Sector: Europe / Restaurants -IND

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,1	-30,5	n.a.	-49,3	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-10,0	-39,4	n.a.	-54,8	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-6,9	-34,6	n.a.	-54,7	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-12,2	-39,2	n.a.	-54,5	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-9,1	-35,7	n.a.	-52,9	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-9,6	-35,3	n.a.	-52,0	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Europe / Restaurants -IND	-13,0	-34,4	n.a.	-52,1	n.a.	n.a.

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



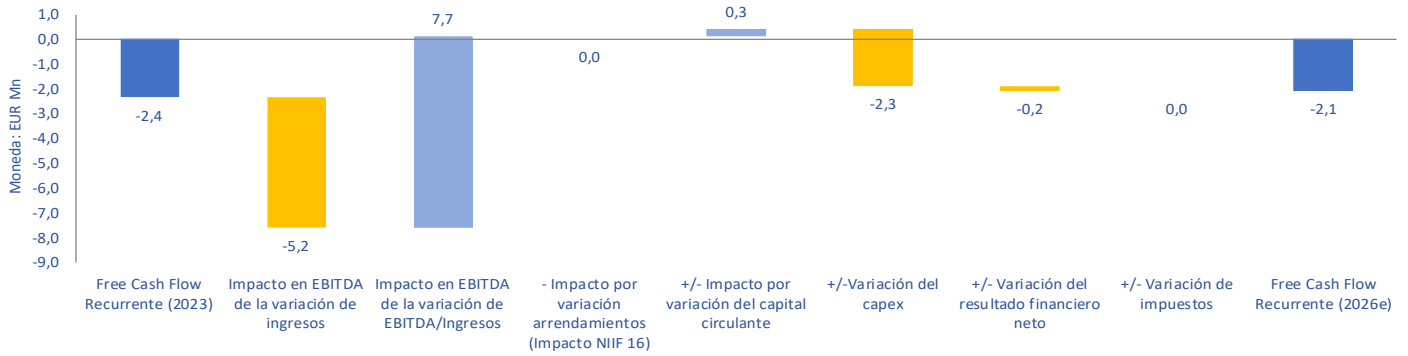
Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente		(0,1)	(1,2)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		n.a.	n.a.	-66,3%	7,0%	40,7%	142,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(0,0)	0,4	0,6	1,0	0,9	0,9		
= Cash Flow operativo recurrente		(0,1)	(0,8)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	1,3	n.a.	43,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		n.a.	n.a.	-87,0%	36,7%	73,3%	647,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,7%		
- CAPEX		-	(1,4)	(0,8)	(1,4)	(2,2)	(3,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		-	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
- Impuestos		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente		(0,1)	(2,1)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	4,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		n.a.	n.a.	-11,0%	-3,9%	-6,2%	20,5%		
<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		-	-	(0,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		0,6	0,1	-	-	-	-		
= Free Cash Flow		0,6	(2,0)	(3,0)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	11,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		n.a.	-450,5%	-45,7%	17,6%	-6,2%	20,5%		
<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>		48,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		-	(0,1)	(2,1)	(2,4)	(2,5)	(2,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		n.a.	n.a.	(4,1)	(2,9)	(1,5)	(0,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		n.a.	n.a.	3,3	3,1	2,3	2,4		
= Variación EBITDA recurrente		n.a.	n.a.	(0,8)	0,1	0,8	1,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante		(0,0)	0,5	0,1	0,4	(0,1)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		(0,0)	0,5	(0,7)	0,5	0,7	1,6		
+/- Variación del CAPEX		-	(1,4)	0,6	(0,7)	(0,7)	(0,9)		
+/- Variación del resultado financiero neto		-	(0,0)	(0,2)	0,0	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos		-	-	-	-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente		(0,0)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	0,5		
Free Cash Flow Recurrente		(0,0)	(1,0)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,1)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT		(0,1)	(1,3)	(2,7)	(2,3)	(1,7)	(0,4)	n.a.	46,3%
<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)	(1,2)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(0,0)	0,4	0,6	1,0	0,9	0,9		
= Cash Flow operativo recurrente		(0,1)	(0,8)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	1,3	n.a.	43,0%
- CAPEX		-	(1,4)	(0,8)	(1,4)	(2,2)	(3,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(0,1)	(2,1)	(2,2)	(2,4)	(2,4)	(1,7)	n.a.	7,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		n.a.	n.a.	-4,0%	-6,3%	-1,8%	27,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	-	(0,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		0,6	0,1	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		0,6	(2,0)	(2,8)	(2,4)	(2,4)	(1,7)	n.a.	14,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		n.a.	-450,1%	-38,5%	16,9%	-1,8%	27,2%		
<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>		28,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

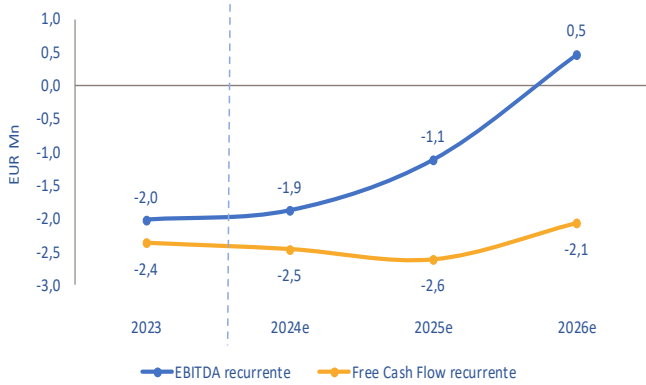


Analítica del Free Cash Flow (II)

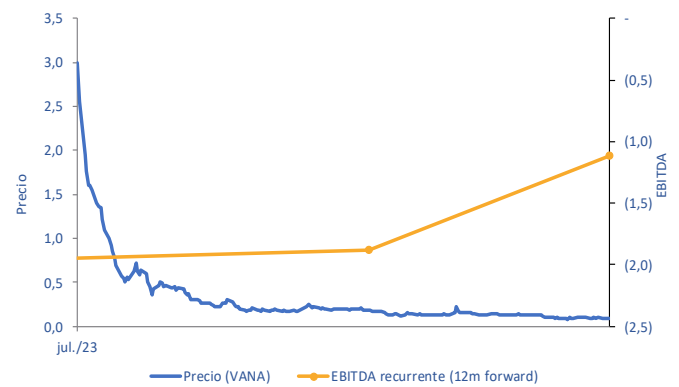
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



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

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,4)	(2,4)	(1,7)	n.a.			
Market Cap	1,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,3%	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)	1,4	B (estimación propia)			1,3	1,5	
Coste del Equity	11,7%	Ke = Rf + (R * B)			10,4%	13,0%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	55,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	44,7%	D			=	=	
WACC	8,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,8%	9,4%	
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	1,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	1,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	2,1	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2023	2026e			
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.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-13,4%	(1,2)	-1,7x
Central	-12,2%	(1,1)	-1,9x
Min	-11,0%	(1,0)	-2,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
	EBITDA 25e	21,2%	23,5%
(1,2)	(2,5)	(2,7)	(2,9)
(1,1)	(2,4)	(2,6)	(2,8)
(1,0)	(2,3)	(2,5)	(2,7)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	n.a.	n.a.	40,0%
% de consejeros dominicales	n.a.	n.a.	60,0%
% de consejeros ejecutivos	n.a.	n.a.	0,0%
% de otros consejeros	n.a.	n.a.	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	n.a.	n.a.	0,0%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	64,9%	62,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	17,4%	6,1%



Principales comparables 2024e

		Cadenas de restauración				Cadenas de Cafeterías				
EUR Mn		Amrest	Alesea	Restaurant Brands	Compass Group PLC	Average	Starbucks	Greegs	Average	VANA
Datos Mercado	Ticker (Factset)	EAT-PL	AISEA-MX	QSR-CA	CPG-GB		SBUX-US	GRG-GB		VANA-ES
	País	Spain	Mexico	Canada	UK		USA	UK		Spain
	Market cap	1.368,2	3.173,0	29.332,0	44.354,5		80.837,1	3.401,6		1,2
	Enterprise value (EV)	2.747,4	5.372,2	34.607,6	49.140,5		101.138,2	3.515,8		2,1
Información financiera básica	Total Ingresos	2.687,9	4.565,7	7.896,7	38.561,7		33.945,7	2.375,5		5,1
	Cto.Total Ingresos	3,5%	7,9%	23,3%	6,3%	10,2%	2,6%	12,2%	7,4%	145,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	10,0%	8,1%	7,1%	8,4%	8,0%	9,6%	8,8%	74,9%
	EBITDA	447,1	969,2	2.576,4	3.772,5		6.781,9	392,1		(1,9)
	Cto. EBITDA	14,2%	-9,5%	20,8%	13,3%	9,7%	8,0%	12,9%	10,4%	20,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	6,9%	8,2%	8,4%	7,8%	10,2%	10,7%	10,5%	50,0%
	EBITDA/Ingresos	16,6%	21,2%	32,6%	9,8%	20,1%	20,0%	16,5%	18,2%	n.a.
	EBIT	138,5	501,6	2.244,4	2.725,7		5.378,4	225,2		(2,3)
	Cto. EBIT	-1,8%	-18,6%	14,5%	18,5%	3,2%	8,7%	11,9%	10,3%	16,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	12,0%	8,7%	9,4%	10,0%	10,8%	10,1%	10,5%	56,9%
	EBIT/Ingresos	5,2%	11,0%	28,4%	7,1%	12,9%	15,8%	9,5%	12,7%	n.a.
	Beneficio Neto	81,7	185,2	1.408,3	1.862,9		3.775,9	160,2		(2,4)
	Cto. Beneficio Neto	99,1%	11,9%	29,7%	21,2%	40,5%	-0,5%	-3,9%	-2,2%	17,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	24,9%	9,6%	9,7%	14,8%	10,8%	10,0%	10,4%	43,6%
	CAPEX/Ventas	7,4%	6,7%	2,1%	3,3%	4,9%	7,9%	12,3%	10,1%	28,4%
Free Cash Flow	n.a.	232,6	1.392,2	1.590,0		3.191,4	(9,1)		(2,5)	
Deuda financiera Neta	1.477,0	1.871,1	11.160,1	4.495,9		14.205,7	297,5		2,7	
DN/EBITDA (x)	3,3	1,9	4,3	1,2	2,7	2,1	0,8	1,4	n.a.	
Pay-out	n.a.	18,7%	47,9%	51,6%	39,4%	64,4%	50,8%	57,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	16,9	20,3	23,6	20,3	21,5	21,0	21,2	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	4,8	6,4	7,2	6,1	n.a.	5,2	5,2	n.a.
	EV/Ingresos (x)	1,0	1,2	4,4	1,3	2,0	3,0	1,5	2,2	0,4
	EV/EBITDA (x)	6,1	5,5	13,4	13,0	9,5	14,9	9,0	11,9	n.a.
	EV/EBIT (x)	19,8	10,7	15,4	18,0	16,0	18,8	15,6	17,2	n.a.
	ROE	n.a.	28,4	31,4	30,4	30,0	n.a.	24,6	24,6	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	7,3	4,7	3,6	5,2	3,9	n.a.	3,9	n.a.
	DPA	n.a.	0,04	2,16	0,55	0,92	2,12	0,80	1,46	0,00
Dvd Yield	n.a.	1,1%	3,3%	2,1%	2,2%	3,0%	2,4%	2,7%	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).

Vitruvio (YVIT) es una inmobiliaria “clásica” que se dedica a la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento con un enfoque patrimonialista de gestión, principalmente, en Madrid (donde concentra c. 90% de su GAV). Dispone de una cartera diversificada con exposición a residencial (42%), comercial (34%), oficinas (20%) y logístico (4%). Cotiza en BME Growth desde 2016 en régimen de SOCIMI (free float: 94,5%).

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2024E?

2023 ratifica el bajo riesgo de negocio. Los ingresos crecen a dígito medio (+4,6% vs 2022), con altos niveles de ocupación (96%) y aumenta el dividendo hasta EUR 0,42/acc⁽³⁾. (+5,4% vs 2022; Dividend Yield 2023: 3,2%). La ampliación de capital de 2023 (EUR 13,8Mn) deja el LTV (14,8%) en mínimos históricos.

Esperamos que continúe el crecimiento inorgánico en 2024e. Tras las recientes adquisiciones de una cartera residencial y un local comercial (abril 2024), nuestro modelo apunta a unos ingresos 2024e por rentas de EUR 10,2Mn (+18,2% vs 2023; GRI Yield 5,4% vs 5,3% en 2023) y un EBITDA de EUR 5,8Mn (+14,8% vs 2023; Mg. EBITDA 57,3%). Un año 2024 en el que el momentum parece positivo por tres razones: i) probables bajadas de tipos de interés durante el 2S24, ii) el bajo nivel de endeudamiento y iii) reactivación del M&A (Ej. OPA sobre Arima SOCIMI; c. 39% prima).

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

Una cartera con un grado extra de defensividad. YVIT cuenta con una cartera de activos (GAV 1T24: EUR 173Mn) con exposición a diversos sectores: residencial (37%), comercial (37%), oficinas (21%) e industrial (5%), ubicados principalmente en Madrid (c. 90% del GAV). La exposición a diferentes tipos de activos mitiga el riesgo (independientemente del momento del ciclo) y las ubicaciones prime aseguran altos niveles de ocupación (>90%).

Una inmobiliaria que ofrece una enorme visibilidad para los próximos años (y elevada liquidez) ... Asumiendo un escenario sin adquisiciones (GAV estable), la alta ocupación y la oferta en ubicaciones prime (tensionadas) “garantiza” una elevada visibilidad. Esperamos crecimiento en ingresos por rentas hasta los EUR 11,8Mn (+11,0% TACC 23-26e) y en EBITDA EUR 6,9Mn en 2026e (vs EUR 5,1Mn en 2023). Manteniendo un apalancamiento conservador (LTV<30%).

... y con foco estratégico en el dividendo (creciente). El compromiso de retribución al accionista es uno de los principales atractivos de YVIT. Garantizando un pago de dividendo creciente (DPA 2024e: EUR 0,45/acc.: +6,0% vs 2023) que a precios de hoy implicaría un Dividend Yield 2024e de 3,2%.

Una opción de crecimiento del GAV “ligada” a la cotización. El menor descuento relativo de YVIT (c.-10% s/activos) supone una posición ventajosa a la hora de adquirir activos y aprovechar el efecto de los recortes de tipos. Algo, hoy, “invisible” en nuestros números (sin incremento de GAV), pero probable, visto el track-record (2016-2020) y que pasa por apalancarse al círculo virtuoso de un modelo de negocio pensado para crecer inorgánicamente en condiciones de bajo riesgo (mejorando los principales indicadores y el DPA).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Menor nivel de ocupación. La digitalización ha transformado (parcialmente) los hábitos de consumo/trabajo. En los próximos años, se podrían reducir los niveles de ocupación (históricamente c.96%), especialmente en comercial y oficinas, frenando la mejora de la rentabilidad sobre la cartera.

Tipos altos durante un mayor tiempo. El entorno macroeconómico actual con tasas de descuento elevadas (por un tiempo mayor al esperado) podría afectar negativamente a las valoraciones de los inmuebles. Disminuyendo el GAV de la cartera.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

¿Ha tocado techo el precio de la acción? El comportamiento -12m (+5,7%) ha reducido el descuento sobre el NAV hasta el c. -10% (vs -40% de las principales SOCIMIs). El momentum se mantiene positivo con la (ya iniciada) reactivación del M&A. YVIT se ratifica como una opción defensiva y de crecimiento. Los múltiplos hoy cotizan con prima sobre sus comparables P/BV 2024e 1,2x (vs 0,7x de sus comparables), reflejando una combinación atípica de crecimiento y (bajo) riesgo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	127,0	138,1
EV (Mn EUR y USD)	161,0	175,1
Número de Acciones (Mn)	9,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	13,80 / 13,29 / 12,47	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽¹⁾	7,4	
Factset / Bloomberg	YVIT-ES / YVIT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Onchena	5,5
Free Float	94,5

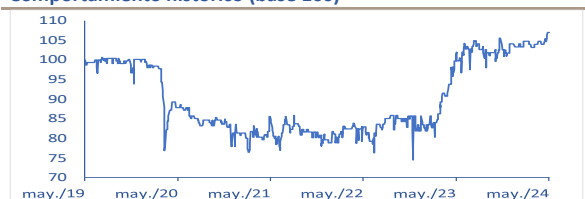
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,8	9,2	9,2	9,2
Total Ingresos	8,6	10,2	11,0	11,8
EBITDA Rec.	5,1	5,8	6,5	6,9
% Var.	6,1	14,8	11,0	7,3
% EBITDA Rec./Ing.	59,0	57,3	58,9	59,0
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	5,5	11,2	6,2	5,8
Beneficio neto	3,4	3,5	3,8	4,9
BPA (EUR)	0,38	0,38	0,41	0,53
% Var.	18,0	-1,4	9,3	28,0
BPA ord. (EUR)	0,28	0,37	0,40	0,52
% Var.	210,5	33,1	9,6	28,8
Free Cash Flow Rec.	2,0	3,8	0,6	4,2
Pay-out (%)	114,8	117,8	113,1	92,8
DPA (EUR)	0,44	0,45	0,47	0,49
Deuda financiera neta	23,9	47,6	51,3	51,6
DN / EBITDA Rec.(x)	4,7	8,2	7,9	7,4
ROE (%)	3,2	3,2	3,5	4,4
ROCE (%)	3,0	3,0	3,1	3,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	36,0	36,5	33,4	26,1
PER Ordinario	50,0	37,6	34,3	26,6
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,2
Dividend Yield (%)	3,2	3,2	3,4	3,6
EV/Ventas	18,72	15,84	14,67	13,70
EV/EBITDA Rec.	31,7	27,6	24,9	23,2
EV/EBIT	39,6	36,2	32,0	26,1
FCF Yield (%)	1,6	3,0	0,5	3,3

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	2,9	2,1	5,7	7,0

(1) 5Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
 (2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.
 (3) El DPA toma como referencia el número de acciones a cierre de año.



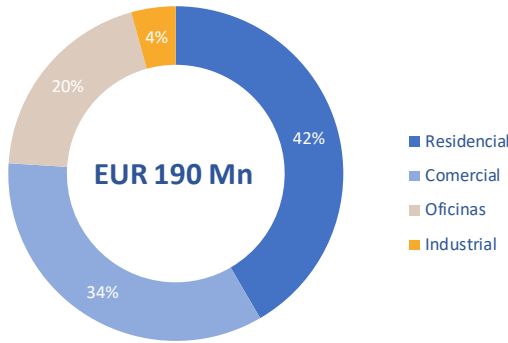
Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	2,5	2,1	1,9	1,9	1,6	1,5	1,4	1,2		
Inmovilizado material	135,6	148,7	142,2	133,7	135,8	159,3	162,4	163,0		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	10,8	4,1	3,4	3,7	3,0	3,1	3,2	3,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3		
Activo circulante	5,2	2,4	2,7	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5		
Total activo	154,9	158,1	151,0	140,9	142,1	165,6	168,8	169,4		
Patrimonio neto	97,9	97,5	96,8	97,5	110,6	110,0	109,5	109,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,6	8,5	8,3	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	52,3	51,2	44,2	34,8	23,9	47,6	51,3	51,6		
Pasivo circulante	1,1	0,9	1,7	1,1	0,5	1,0	1,0	0,9		
Total pasivo	154,9	158,1	151,0	140,9	142,1	165,6	168,8	169,4		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total rentas brutas (GRI)	7,8	7,6	7,9	8,2	8,6	10,2	11,0	11,8	2,4%	11,0%
Cto. Total Ingresos	34,1%	-3,0%	4,0%	4,1%	4,6%	18,2%	8,0%	7,1%		
Gastos de explotación	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,5)	(2,1)	(2,2)	(2,4)		
Ingresos Operativos Netos (NOI)	6,3	6,0	6,2	6,3	7,1	8,1	8,8	9,4	3,0%	9,8%
Ingresos Operativos Netos / Ingresos	80,4%	78,6%	78,9%	77,1%	82,5%	79,8%	80,0%	80,0%		
Gastos de personal	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,4)	(1,9)	(2,1)	(2,2)	(2,3)		
EBITDA recurrente	4,5	4,1	4,4	4,8	5,1	5,8	6,5	6,9	2,9%	11,0%
Cto. EBITDA recurrente	32,6%	-10,0%	8,0%	8,7%	6,1%	14,8%	11,0%	7,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	57,8%	53,6%	55,6%	58,1%	59,0%	57,3%	58,9%	59,0%		
Otros ingresos y gastos no recurrentes	0,4	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0		
Resultado de Enajenaciones	0,3	(0,1)	(0,2)	1,9	0,6	-	-	-		
EBITDA	5,2	4,2	4,4	6,9	5,7	5,8	6,5	6,9	2,2%	6,8%
Depreciación y provisiones	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,4)	(1,4)	(0,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de valor de los inmuebles	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(1,9)	(0,4)	-	-	-		
EBIT	3,5	2,3	2,6	3,7	4,1	4,5	5,0	6,2	4,0%	14,9%
Cto. EBIT	39,8%	-34,3%	13,9%	42,0%	10,2%	9,6%	13,2%	22,2%		
EBIT / Ingresos	44,3%	30,0%	32,9%	44,8%	47,2%	43,8%	45,9%	52,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	0,1	0,1	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,0)	(1,1)	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	2,6	1,2	1,6	2,9	3,0	3,4	3,7	4,8	4,0%	16,1%
Cto. Beneficio ordinario	52,6%	-52,5%	30,7%	78,6%	5,5%	10,9%	9,6%	28,8%		
Extraordinarios	-	(9,5)	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	2,6	(8,3)	1,6	2,9	3,0	3,4	3,7	4,8	4,0%	16,1%
Impuestos	0,1	0,1	0,1	(0,2)	0,3	0,1	0,1	0,1		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	7,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	2,7	(8,2)	1,7	2,7	3,4	3,5	3,8	4,9	5,8%	13,1%
Cto. Beneficio neto	39,7%	-404,7%	120,9%	55,5%	26,4%	3,3%	9,3%	28,0%		
Beneficio ordinario neto	1,9	1,1	1,6	0,7	2,4	3,4	3,7	4,8	6,2%	25,3%
Cto. Beneficio ordinario neto	53,6%	-40,0%	40,6%	-54,6%	232,7%	39,4%	9,6%	28,8%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						5,8	6,5	6,9	2,9%	11,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var. capital circulante	-	-	-	-	-	0,3	(0,1)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						6,1	6,4	6,8	36,9%	15,8%
CAPEX	-	-	-	-	-	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						3,8	0,6	4,2	82,1%	27,9%
Resultado de enajenaciones	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	(23,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(19,6)	0,6	4,2	19,1%	n.a.
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	(4,1)	(4,3)	(4,5)		
Variación de Deuda financiera neta						23,7	3,7	0,3		

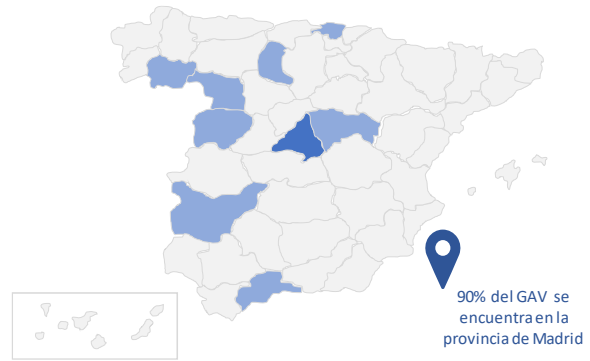


La compañía en 8 gráficos

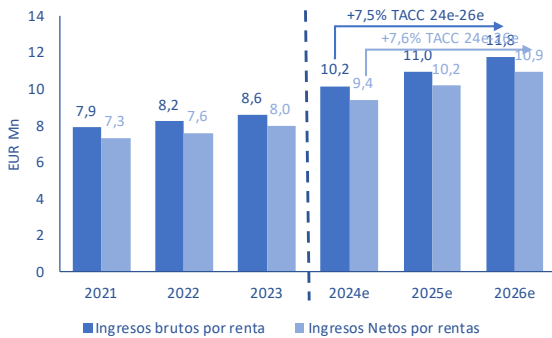
La cartera de YVIT (abr 2024) se encuentra bien diversificada por tipo de activo entre residencial, comercial, oficinas y logístico...



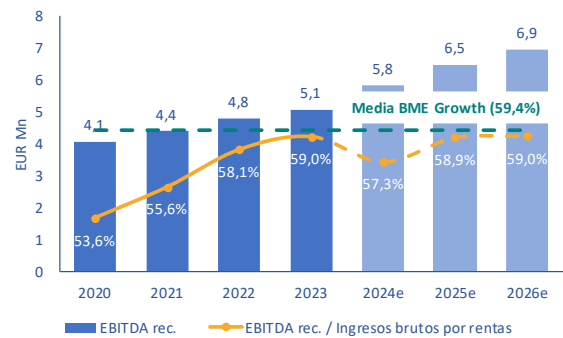
... concentrando la mayor parte del GAV en zonas de alto crecimiento (90% del GAV en Madrid)



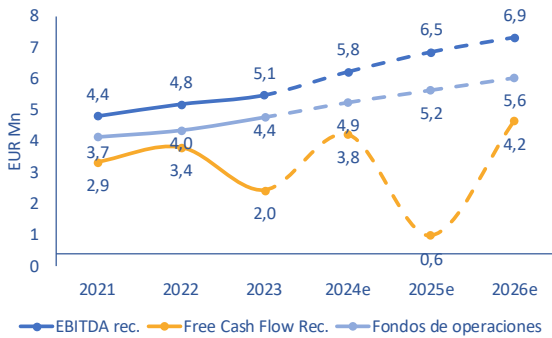
La subida de las rentas es el catalizador del crecimiento en ingresos hasta 2026e (+7,5% TACC 24e-26e; 6,2% GRI Yield 2026e)...



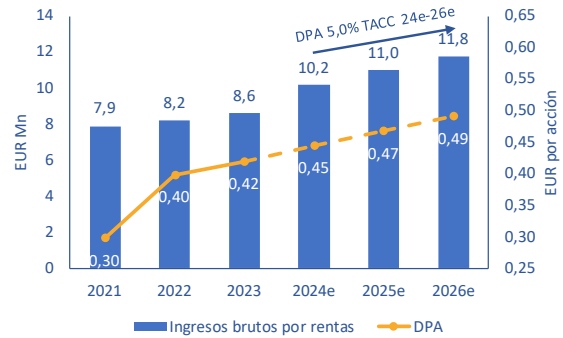
... manteniendo unos márgenes en línea con sus comparables (Mg. EBITDA >59%)



El negocio patrimonialista y las bajas necesidades de CAPEX (excepto 2025e) permiten convertir c.50% de EBITDA rec. en caja



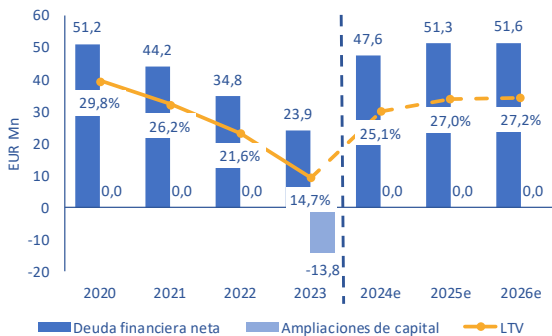
El dividendo estable y creciente (DPA 5,0% TACC 24e-26e) es uno de los principales atractivos (3,2% Dividend Yield 2024e)



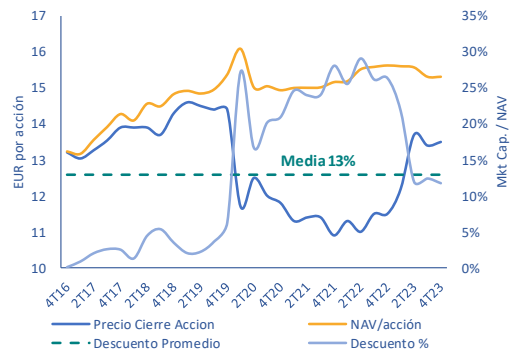
EUR 4,4Mn de CAPEX comprometido para un activo en Duque de rivás (co-living) en 25e

El DPA toma como referencia el número de acciones a cierre de año (no ajustado)

Una posición financiera holgada (LTV 2023 < 20%), explicada por las ampliaciones de capital y rotación de activos



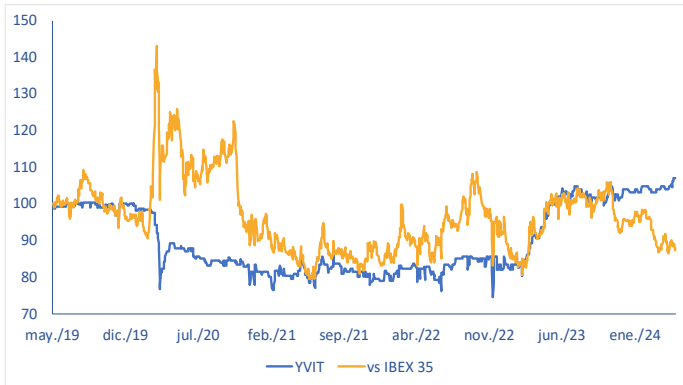
YVIT cotiza con un descuento cercano al 10% frente al Valor Neto de los Activos (NAV)





Evolución de la cotización

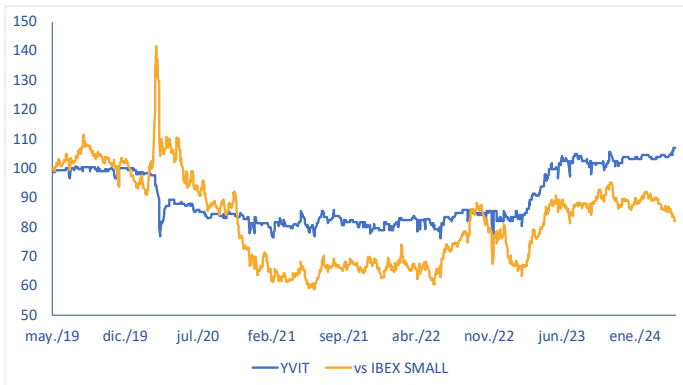
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



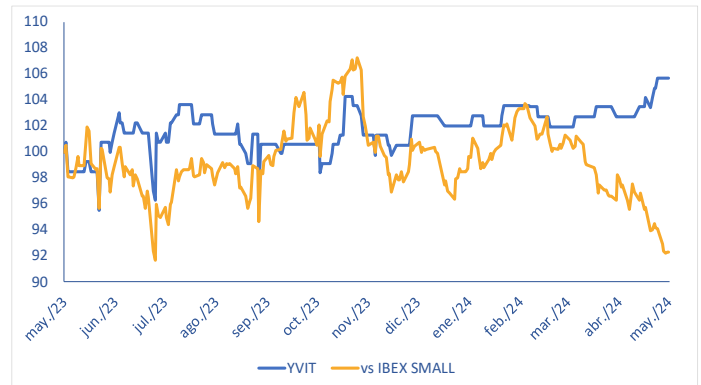
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



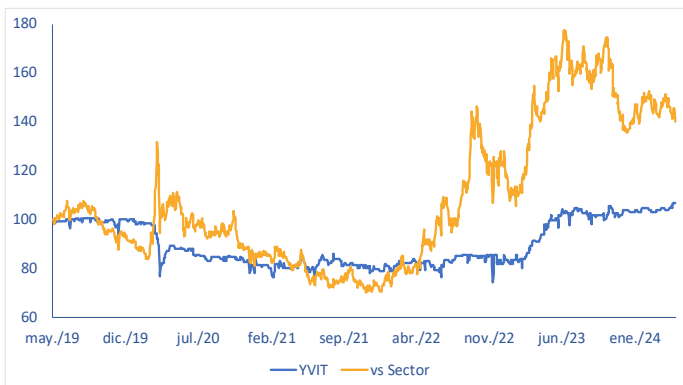
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



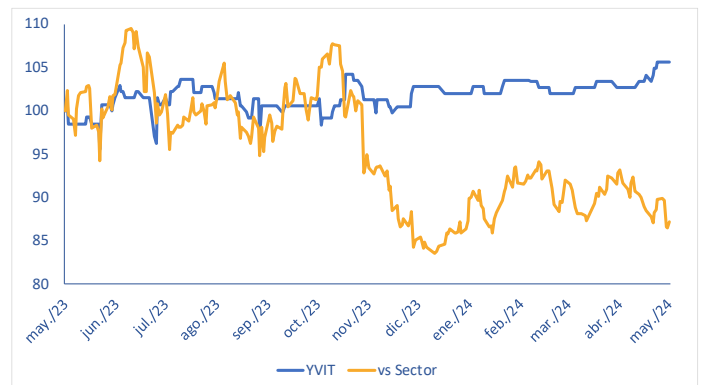
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



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	2,9	2,1	5,7	2,8	26,1	7,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,4	-10,9	-14,0	-8,3	1,9	-12,4
vs Euro STOXX 50	-0,1	-3,9	-9,8	-8,2	-0,2	-27,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-5,8	-10,7	-7,7	-7,6	23,4	-17,9
vs Segmento Micro Cap España ⁽¹⁾	-2,5	-5,5	0,6	-4,6	36,4	-11,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,0	-4,9	2,7	-2,7	54,8	-10,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	-6,5	-4,9	-12,8	3,3	64,2	41,4

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



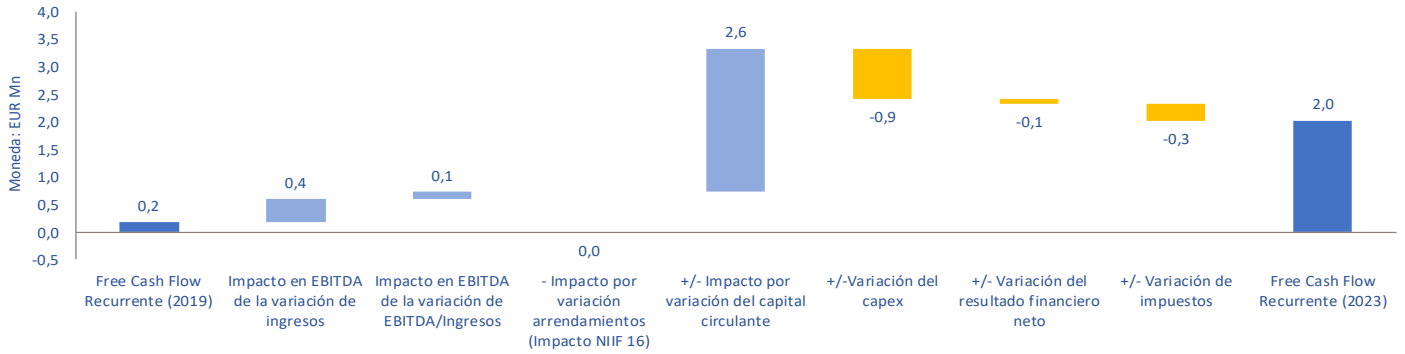
Análisis del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	4,1	4,4	4,8	5,1	5,8	6,5	6,9	7,6%	11,0%
Cto. EBITDA recurrente	-10,0%	8,0%	8,7%	6,1%	14,8%	11,0%	7,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	53,6%	55,6%	58,1%	59,0%	57,3%	58,9%	59,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,4	1,0	(0,7)	0,3	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,7	4,8	5,8	4,4	6,1	6,4	6,8	-13,2%	15,8%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	436,7%	-28,3%	20,4%	-24,2%	38,1%	4,7%	7,3%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	88,5%	61,1%	70,7%	51,2%	59,9%	58,1%	58,2%		
- CAPEX	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
- Impuestos	-	0,0	(0,7)	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	5,5	2,9	3,4	2,0	3,8	0,6	4,2	-28,3%	27,9%
Cto. Free Cash Flow recurrente	n.a.	-46,6%	15,8%	-40,3%	87,9%	-85,0%	643,5%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	72,5%	37,2%	41,4%	23,6%	37,6%	5,2%	36,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,2)	1,9	0,6	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,5	2,6	7,6	(2,4)	(23,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	8,9	5,0	12,9	0,3	(19,6)	0,6	4,2	-68,0%	n.a.
Cto. Free Cash Flow	136,5%	-43,8%	156,4%	-97,7%	n.a.	102,9%	643,5%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	4,3%	2,3%	2,7%	1,6%	3,0%	0,5%	3,3%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	7,0%	3,9%	10,1%	0,2%	n.a.	0,5%	3,3%		
B) Análisis de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,2	5,5	2,9	3,4	2,0	3,8	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,2	0,2	0,2	0,9	0,5	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,3)	0,2	0,2	0,1	(0,2)	0,2	0,0		
= Variación EBITDA recurrente	(0,5)	0,3	0,4	0,3	0,8	0,6	0,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	5,9	(2,2)	0,6	(1,7)	0,9	(0,4)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	5,5	(1,9)	1,0	(1,4)	1,7	0,3	0,5		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	(0,8)	0,1	(0,0)	(0,2)	(3,3)	3,3		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	0,1	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	0,1	0,0	(0,7)	0,3	0,4	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	5,3	(2,6)	0,5	(1,4)	1,8	(3,2)	3,7		
Free Cash Flow Recurrente	5,5	2,9	3,4	2,0	3,8	0,6	4,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	2,3	2,6	3,7	4,1	4,5	5,0	6,2	21,2%	14,9%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	4,1	4,4	4,8	5,1	5,8	6,5	6,9	7,6%	11,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,4	1,0	(0,7)	0,3	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,7	4,8	5,8	4,4	6,1	6,4	6,8	-13,2%	15,8%
- CAPEX	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	6,5	3,8	4,6	3,4	4,9	1,9	5,6	-19,2%	18,1%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	446,5%	-41,7%	20,9%	-25,2%	43,0%	-61,0%	195,6%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	85,4%	47,9%	55,7%	39,8%	48,1%	17,4%	48,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,5	2,6	7,6	(2,4)	(23,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	10,0	6,1	12,1	1,1	(18,5)	1,9	5,6	-52,7%	74,5%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	142,3%	-39,5%	99,6%	-91,3%	n.a.	110,3%	195,6%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	4,0%	2,4%	2,8%	2,1%	3,0%	1,2%	3,5%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	6,2%	3,8%	7,5%	0,7%	n.a.	1,2%	3,5%		
Flujo de caja operativo (FFO)	3,3	3,7	4,0	4,4	4,9	5,2	5,6		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)	32,6x	25,9x	22,6x	21,5x	26,2x	24,3x	22,5x		
Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	3,1	2,7	3,0	3,4	3,7	0,8	4,4		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	35,1x	35,8x	29,7x	27,8x	34,7x	n.a.	28,6x		

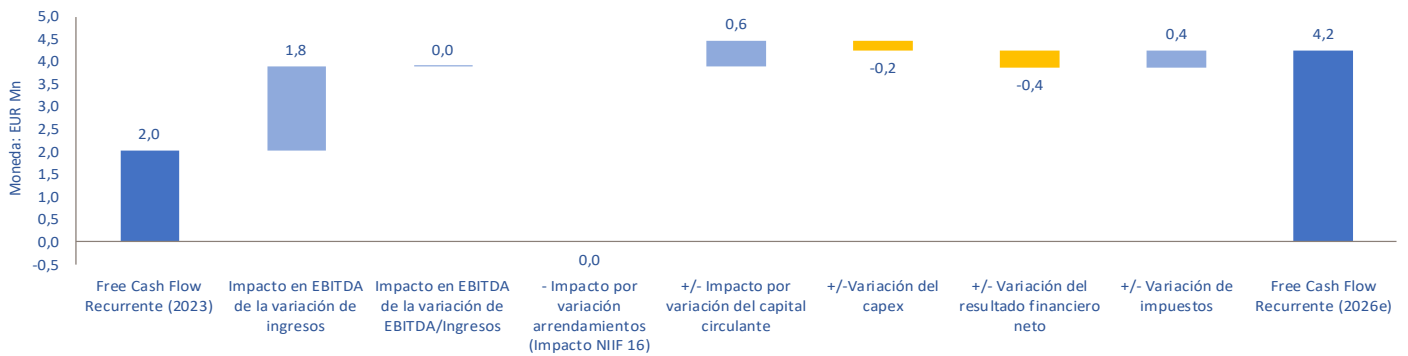


Analítica del Free Cash Flow (II)

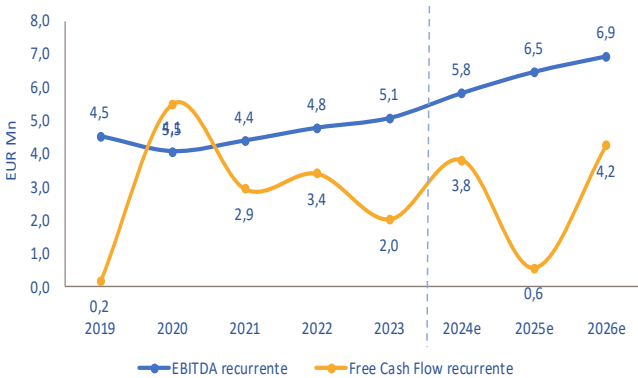
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



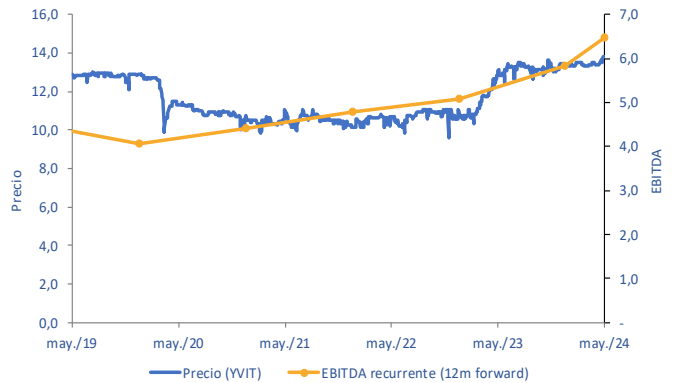
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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





Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(18,5)	1,9	5,6	n.a.			
Market Cap	127,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	23,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	0,0%	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%	4,3%	
Risk free rate (rf)	3,3%	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	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,2%	10,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,9%	D			=	=	
WACC	8,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	9,4%	
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	127,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	7,0	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	23,9	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	(3,0)	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	161,0	

Métricas de creación de valor del negocio ⁽¹⁾

	2019	2020	2021	2022	2023
ROCE (evolución -5y)	2,9%	1,5%	1,7%	2,4%	3,0%
	2023	2026e			
ROCE - WACC	-5,5%	-4,7%			
FCF Yield - WACC	-6,8%	-5,1%			

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

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	64,8%	7,1	22,6x
Central	58,9%	6,5	24,9x
Min	53,0%	5,8	27,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario			FCF Rec./Yield 25e								
EBITDA 25e	36,6%	40,7%	44,8%		Max	Central	Min	1,3%	0,8%	0,3%	1,0%	0,5%	0,6%	0,1%	n.a.	n.a.
7,1	1,7	1,2	0,8													
6,5	1,0	0,6	0,1													
5,8	0,4	(0,1)	(0,5)													

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	10,0%	10,0%	22,2%
% de consejeros dominicales	90,0%	90,0%	77,8%
% 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	11,1%	11,1%	11,1%
% de mujeres en la plantilla	26,7%	23,1%	21,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	n.a.	n.a.

Nota: Los consejeros dominicales (que representan el 22% en el consejo de 2023, 33% en 2022 y 2021) también son consejeros ejecutivos.



Principales comparables 2024e

	Mercado Continuo						Europa				YVIT
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Lar España	Arima	Average	SEGRO	Land Securities	Icade	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		SGRO-GB	LAND-GB	ICAD-FR		YVIT-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		UK	UK	France		Spain
	Market cap	5.082,9	3.345,6	601,8	236,0		14.618,5	5.844,5	2.145,2		127,0
	Enterprise value (EV)	9.115,3	9.134,4	1.007,9	284,8		20.502,8	10.182,3	5.721,8		161,0
Información financiera básica	Total Ingresos	496,9	389,2	94,0	14,0		771,4	703,2	387,8		10,2
	Cto.Total Ingresos	5,8%	-2,6%	-18,6%	39,0%	5,9%	-11,8%	-26,9%	-76,6%	-38,4%	18,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,2%	3,9%	5,5%	n.a.	5,9%	10,2%	2,1%	-1,5%	3,6%	7,5%
	EBITDA	382,3	317,2	68,2	4,0		687,4	549,3	319,8		5,8
	Cto. EBITDA	9,8%	0,3%	n.a.	241,5%	83,9%	6,3%	13,6%	14,7%	11,5%	2,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,7%	4,8%	4,9%	n.a.	6,5%	10,5%	3,9%	-1,1%	4,5%	9,1%
	EBITDA/Ingresos	76,9%	81,5%	72,6%	28,6%	64,9%	89,1%	78,1%	82,5%	83,2%	57,3%
	EBIT	356,7	310,6	67,8	(2,0)		679,8	551,6	371,7		4,5
	Cto. EBIT	3,1%	1,0%	-21,5%	31,1%	3,4%	6,1%	15,8%	45,2%	22,3%	9,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	16,2%	9,3%	5,2%	n.a.	10,2%	8,5%	6,1%	-6,3%	2,8%	17,6%
	EBIT/Ingresos	71,8%	79,8%	72,1%	n.a.	74,6%	88,1%	78,4%	95,9%	87,5%	43,8%
	Beneficio Neto	281,9	175,5	57,6	(5,0)		560,0	462,2	258,2		3,5
	Cto. Beneficio Neto	437,6%	117,2%	56,7%	84,7%	174,0%	289,6%	224,1%	121,3%	211,6%	3,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	15,3%	7,0%	4,5%	n.a.	9,0%	-3,4%	14,7%	-5,5%	1,9%	18,3%
	CAPEX/Ventas	51,7%	9,0%	12,1%	157,1%	57,5%	66,9%	29,7%	31,7%	42,7%	11,8%
Free Cash Flow	198,2	272,7	33,1	n.a.		305,0	219,6	319,1		(19,6)	
Deuda financiera Neta	4.260,5	4.733,1	435,0	88,0		4.967,2	4.036,0	3.654,5		47,6	
DN/EBITDA (x)	11,1	14,9	6,4	22,0	13,6	7,2	7,3	11,4	8,7	8,2	
Pay-out	74,0%	83,0%	99,2%	-10,5%	61,4%	75,3%	75,1%	131,2%	93,9%	117,8%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,0	19,3	10,3	n.a.	15,9	26,8	13,3	7,8	16,0	36,5
	P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	n.a.	0,7	1,0	0,7	0,5	0,7	1,2
	EV/Ingresos (x)	18,3	n.a.	10,7	n.a.	14,5	n.a.	14,5	14,8	14,6	15,8
	EV/EBITDA (x)	23,8	28,8	14,8	n.a.	22,5	29,8	18,5	17,9	22,1	27,6
	EV/EBIT (x)	25,6	29,4	14,9	n.a.	23,3	30,2	18,5	15,4	21,3	36,2
	ROE	4,4	3,8	6,4	n.a.	4,9	3,6	5,6	6,1	5,1	3,2
	FCF Yield (%)	3,9	8,2	5,5	n.a.	5,8	2,1	3,8	14,9	6,9	3,0
	DPA	0,45	0,27	0,68	0,02	0,36	0,35	0,47	4,47	1,76	0,45
	Dvd Yield	4,1%	4,4%	9,5%	0,2%	4,6%	3,2%	6,0%	15,9%	8,4%	3,2%

- (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)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	TACC 23-26e
Total Ingresos						4,1	7,8	7,6	7,9	8,2	8,6	10,2	11,0	11,8	n.a.	11,0%
Cto. Total ingresos						n.a.	90,2%	-3,0%	4,0%	4,1%	4,6%	18,2%	8,0%	7,1%		
EBITDA						2,4	5,2	4,2	4,4	6,9	5,7	5,8	6,5	6,9	n.a.	6,8%
Cto. EBITDA						n.a.	119,3%	-20,3%	5,8%	56,0%	-17,2%	2,3%	11,0%	7,3%		
EBITDA/Ingresos						57,9%	66,7%	54,8%	55,8%	83,6%	66,2%	57,3%	58,9%	59,0%		
Beneficio neto						1,1	2,7	(8,2)	1,7	2,7	3,4	3,5	3,8	4,9	n.a.	13,1%
Cto. Beneficio neto						n.a.	139,0%	-404,7%	120,9%	55,5%	26,4%	3,3%	9,3%	28,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						4,9	5,7	7,5	8,2	8,2	8,8	9,2	9,2	9,2		
BPA (EUR)						0,23	0,47	-1,09	0,21	0,32	0,38	0,38	0,41	0,53	n.a.	11,3%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	55,5%	18,0%	-1,4%	9,3%	28,0%		
BPA ord. (EUR)						0,23	0,33	0,15	0,20	0,09	0,28	0,37	0,40	0,52	n.a.	23,4%
Cto. BPA ord.						n.a.	45,8%	-54,2%	28,9%	-54,6%	n.a.	33,1%	9,6%	28,8%		
CAPEX						(2,6)	(0,1)	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
CAPEX/Vtas %						63,5%	0,8%	3,1%	13,2%	11,5%	11,4%	11,8%	40,7%	10,2%		
Free Cash Flow						(5,0)	(24,4)	8,9	5,0	12,9	0,3	(19,6)	0,6	4,2	n.a.	n.a.
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						15,6x	10,0x	12,3x	10,0x	5,1x	4,2x	8,2x	7,9x	7,4x		
PER (x)						55,0x	27,5x	n.a.	48,7x	34,0x	35,0x	36,5x	33,4x	26,1x		
EV/Vtas (x)						n.a.	13,99x	n.a.	19,28x	16,83x	15,45x	15,84x	14,67x	13,70x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						45,1x	21,0x	36,8x	34,5x	20,1x	23,3x	27,6x	24,9x	23,2x		
Comport. Absoluto						4,0%	2,3%	-16,6%	-5,6%	8,6%	21,5%	2,8%				
Comport. Relativo vs Ibx 35						22,4%	-8,5%	-1,3%	-12,5%	15,0%	-1,0%	-8,3%				

- (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).

(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⁾ (%)	Precios -12m (EUR)			Ult. Precio vs Medio -12m
								Mín.	Med.	Máx.	
Adolfo Domínguez	ADZ-ES	Textiles, Apparel & Luxury Goods	50,8	22,6	11,5	17,45	34,3	4,38	5,24	6,80	4,5%
Agile Content	AGIL-ES	Software	102,1	54,3	55,4	21,59	21,1	3,10	3,73	4,45	17,9%
Alquiber	ALQ-ES	Transportation - Road & Rail	50,0	25,4	12,7	94,38	188,9	7,48	9,27	10,50	-0,3%
Amper	AMP-ES	Communications Equipment	170,3	85,5	145,6	4,77	2,8	0,07	0,10	0,12	19,6%
Audax Renovables	ADX-ES	Electric Utilities	888,7	11,6	103,5	13,24	1,5	1,07	1,33	1,96	46,8%
Borges - BAIN	BAIN-ES	Food Products	63,9	10,7	6,8	6,56	10,3	2,48	2,67	3,02	3,4%
Cevasa	CEV-ES	Mangement & Development	139,5	5,3	7,3	2,19	1,6	5,60	6,28	6,85	-4,4%
Clerhp Estructuras	CLR-ES	Mangement & Development	57,9	44,3	25,7	0,67	1,2	2,57	3,42	5,00	20,5%
Cuatroochenta	480S-ES	Software	27,3	36,0	9,8	13,24	48,5	6,90	8,10	10,40	23,4%
Desa	Desa-ES	Machinery	24,0	22,1	5,3	3,93	16,4	11,75	12,67	14,51	5,7%
Ecolumber	ECO-ES	Food Products	32,4	32,9	10,7	0,52	1,6	1,00	1,00	1,00	0,0%
Endurance Motive	END-ES	Electrical Equipment	14,1	42,1	5,9	7,13	50,6	1,05	1,49	2,09	-6,4%
Energy Solar Tech	ETC-ES	Electric Utilities	80,5	44,6	35,9	13,24	16,5	2,87	4,99	7,18	-39,8%
Enerside	ENRS-ES	Independent Power Producers (IPP)	113,5	30,8	34,9	13,24	11,7	2,12	3,76	5,30	-19,2%
Ercros	ECR-ES	Chemicals	320,0	79,3	253,8	141,43	44,2	2,28	2,99	3,59	17,1%
Facephi	FACE-ES	Software	44,4	65,7	29,2	13,24	29,8	1,79	2,29	2,88	-11,5%
GAM	GAM-ES	Trading Companies & Distributors	133,9	20,7	27,7	5,27	3,9	1,18	1,34	1,52	5,7%
Iflex	IFLEX-ES	Containers & Packaging	9,0	19,8	1,8	22,79	253,3	1,48	1,70	2,26	-12,2%
Inmobiliaria del Sur	ISUR-ES	Mangement & Development	149,4	31,1	46,4	43,80	29,3	6,59	7,08	8,05	12,9%
Kompuestos	KOM-ES	Chemicals	9,7	13,0	1,3	220,18	2.264,1	0,70	0,84	1,04	-4,3%
Laboratorio Reig Jofre	RJF-ES	Pharmaceuticals	217,4	18,0	39,2	300,19	138,1	2,15	2,46	2,85	11,1%
Libertas 7	LIB-ES	Mangement & Development	38,6	15,7	6,1	13,00	33,7	0,86	1,07	1,76	65,2%
Lingotes Especiales	LGT-ES	Auto Components	68,8	29,6	20,4	20,70	30,1	6,12	7,05	8,34	-2,4%
LLYC	LLYC-ES	Media	111,7	13,5	15,1	2,19	2,0	8,15	9,49	10,86	1,2%
Natac	NAT-ES	Food Products	287,0	22,4	64,3	4,21	1,5	0,60	0,80	1,13	-17,3%
Naturhouse Health	NTH-ES	Personal Products	99,9	22,0	21,9	5,94	5,9	1,49	1,58	1,74	5,3%
Netex	NTX-ES	Software	34,4	30,7	10,5	13,24	38,5	2,48	3,40	4,08	14,1%
Nicolás Correa	NEA-ES	Machinery	82,5	49,6	40,9	0,14	0,2	5,28	5,98	7,04	12,1%
Pangaea Oncology	PANG-ES	Biotechnology	56,1	12,4	7,0	97,02	172,9	1,68	1,98	2,42	-6,9%
Seresco	SCO-ES	Software	45,1	19,3	8,7	10,52	23,3	2,94	4,00	4,86	17,6%
Squirrel Media	SQRL-ES	Media	145,1	9,6	14,0	5,33	3,7	1,31	1,80	2,46	-11,1%
Substrate Artificial Intelligence	SAI-ES	Software	11,5	28,9	3,3	13,24	115,1	0,16	0,24	0,36	-32,3%
Vanadi Coffee	VANA-ES	Hotels, Restaurants & Leisure	1,2	71,5	0,9	7,08	589,4	0,08	0,31	3,00	-69,7%
Vitruvio	YVIT-ES	REITs	127,0	94,5	120,0	10,05	7,9	12,47	13,29	13,80	3,8%

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

➤ **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	22,6	21,2	1,5	21,8	9,6	15,1	5,8	-17,5	-1,6	-2,3
Agile Content	7,3	35,8	22,6	-41,3	33,3	0,7	18,5	-0,3	-52,6	18,9
Alquiler	3,9	3,9	23,7	81,2	-10,2	-2,4	-9,3	0,6	46,4	-19,9
Amper	23,7	41,2	-3,8	-37,3	36,1	16,1	23,2	-21,8	-49,4	21,4
Audax Renovables	11,7	53,1	51,5	1,5	50,8	4,9	33,6	23,2	-18,0	34,5
Borges - BAIN	6,2	10,4	-8,0	6,2	7,0	-0,3	-3,6	-25,2	-14,2	-4,6
Cevasa	-2,4	0,0	-8,3	-6,3	0,0	-8,4	-12,7	-25,5	-24,3	-10,8
Clerhp Estructuras	9,6	-1,4	36,0	116,8	-1,9	2,9	-14,0	10,6	75,3	-12,5
Cuatroochenta	25,0	40,8	7,5	-55,3	42,9	17,3	22,9	-12,6	-63,9	27,4
Desa	8,9	9,2	-2,5	78,7	13,7	2,3	-4,7	-20,7	44,4	1,4
Ecolumber	0,0	0,0	0,0	-4,8	0,0	-6,1	-12,7	-18,7	-23,0	-10,8
Endurance Motive	-2,1	7,3	-26,8	n.a.	-2,1	-8,1	-6,3	-40,5	n.a.	-12,7
Energy Solar Tech	-11,8	-28,4	-55,8	n.a.	-35,3	-17,2	-37,5	-64,0	n.a.	-42,3
Enerside	-4,4	32,2	-38,7	n.a.	-7,0	-10,3	15,4	-50,2	n.a.	-17,1
Ercros	-1,1	52,8	4,7	3,3	32,6	-7,2	33,4	-14,8	-16,5	18,2
Facephi	7,4	4,4	-21,9	-47,4	1,5	0,8	-8,9	-36,5	-57,5	-9,5
GAM	6,4	12,3	-1,7	-2,4	19,9	-0,1	-2,0	-20,1	-21,1	6,9
Iflex	-10,2	-12,4	n.a.	n.a.	-9,8	-15,7	-23,5	n.a.	n.a.	-19,5
Inmobiliaria del Sur	11,1	11,1	16,7	7,9	16,1	4,3	-3,0	-5,1	-12,8	3,6
Kompuestos	1,9	8,8	2,6	-67,7	2,6	-4,3	-5,0	-16,6	-73,9	-8,5
Laboratorio Reig Jofre	4,6	19,6	7,5	-47,2	22,8	-1,8	4,4	-12,6	-57,3	9,5
Libertas 7	46,7	63,0	101,3	-45,4	72,5	37,7	42,2	63,7	-55,8	53,9
Lingotes Especiales	-0,3	-1,7	-0,7	-42,6	12,4	-6,4	-14,2	-19,3	-53,6	0,3
LLYC	8,5	1,1	-11,6	n.a.	15,0	1,8	-11,8	-28,1	n.a.	2,5
Natac	-2,9	-5,0	-35,9	-34,0	-9,6	-8,9	-17,1	-47,9	-46,7	-19,4
Naturhouse Health	1,6	9,4	4,4	28,3	7,8	-4,7	-4,5	-15,1	3,7	-3,9
Netex	0,0	4,9	44,8	-7,2	-2,0	-6,1	-8,5	17,7	-25,0	-12,6
Nicolás Correa	0,5	9,7	23,5	41,8	6,4	-5,7	-4,2	0,4	14,6	-5,1
Pangaea Oncology	-1,1	1,1	-10,7	-6,6	0,0	-7,1	-11,8	-27,4	-24,5	-10,8
Seresco	2,2	0,0	31,1	n.a.	4,4	-4,1	-12,7	6,6	n.a.	-6,9
Squirrel Media	9,6	8,8	-35,0	-59,1	7,4	2,9	-5,0	-47,1	-66,9	-4,2
Substrate Artificial Intelligence	-9,3	-20,2	-53,9	n.a.	-29,7	-14,9	-30,4	-62,5	n.a.	-37,3
Vanadi Coffee	-4,1	-30,5	n.a.	n.a.	-49,3	-10,0	-39,4	n.a.	n.a.	-54,8
Vitruvio	2,9	2,1	5,7	26,1	2,8	-3,4	-10,9	-14,0	1,9	-8,3

➤ **Sombreadas las 5 compañías con peor comportamiento absoluto durante los últimos 12 meses.**



Beneficio Neto, BPA y PER

Compañía	Beneficio neto ord. / Ingresos 2023	Beneficio neto Ord. / EBITDA 2023	PER Ord. 2023	BPA Ord. 24e/23	TACC BPA Ord. 26e/23	PER Ord. 2024e	BPA Ord. 25e/24e
Adolfo Domínguez	0,5%	4,0%	72,8	n.a.	83,9%	22,9	55,9%
Agile Content	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-7,9%	n.a.	n.a.
Alquiber	6,9%	12,1%	5,8	12,4%	28,7%	5,1	47,9%
Amper	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	76,6%	73,0	n.a.
Audax Renovables	1,4%	32,7%	27,4	64,3%	26,9%	16,7	13,0%
Borges - BAIN	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	16,0	15,7%
Cevasa	49,1%	71,2%	13,2	3,4%	6,6%	12,8	7,7%
Clerhp Estructuras	0,2%	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.	8,2	-12,2%
Cuatroochenta	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,5	92,9%
Desa	4,9%	51,8%	10,2	21,6%	15,2%	8,4	14,1%
Ecolumber	n.a.	n.a.	n.a.	33,0%	56,1%	n.a.	40,2%
Endurance Motive	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	68,3%	n.a.	n.a.
Energy Solar Tech	5,7%	34,0%	25,1	-74,2%	47,5%	97,4	n.a.
Enerside	n.a.	n.a.	n.a.	75,6%	63,0%	n.a.	48,2%
Ercros	1,2%	20,4%	37,2	n.a.	53,3%	17,6	52,5%
Facephi	n.a.	92,0%	n.a.	n.a.	38,5%	47,8	n.a.
GAM	2,5%	11,2%	19,2	6,7%	35,7%	18,0	30,9%
Iflex	7,0%	57,0%	8,1	6,6%	13,2%	7,6	16,4%
Inmobiliaria del Sur	5,5%	29,4%	22,8	77,1%	25,0%	12,9	n.a.
Kompuestos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,0	n.a.
Laboratorio Reig Jofre	3,0%	28,2%	22,9	18,5%	22,2%	19,3	30,6%
Libertas 7	15,3%	60,3%	18,8	n.a.	16,8%	n.a.	n.a.
Lingotes Especiales	2,5%	26,6%	27,7	31,6%	40,3%	21,0	46,2%
LLYC	8,8%	53,3%	12,5	24,1%	17,8%	10,1	15,5%
Natac	27,0%	95,9%	9,4	-84,5%	-28,4%	60,5	66,3%
Naturhouse Health	22,2%	61,0%	8,8	-9,3%	-2,5%	9,7	1,9%
Netex	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23,9	94,0%
Nicolás Correa	9,5%	74,3%	7,9	0,0%	8,8%	7,9	9,8%
Pangaea Oncology	n.a.	85,0%	n.a.	52,8%	54,0%	n.a.	47,3%
Seresco	4,1%	44,8%	25,9	90,3%	42,3%	13,6	24,5%
Substrate Artificial Intelligence	n.a.	86,9%	n.a.	78,2%	50,3%	n.a.	22,8%
Vanadi Coffee	n.a.	n.a.	n.a.	50,4%	48,4%	n.a.	29,2%
Vitruvio	28,2%	42,5%	50,0	33,1%	23,4%	37,6	9,6%

➤ **Sombreadas las 5 compañías con PER 2024 más bajo (que tengan crecimiento BPA 25e/24e positivo).**



EBITDA y EV/EBITDA

Análisis del crecimiento en EBITDA

Compañía	EV/EBITDA	Cto. Ingresos		Var. Mg. EBITDA		EBITDA Rec.	TACC 26e/23	EV/EBITDA	EBITDA Rec.
	Rec. 2023	24e/23	24e vs 23	24e vs 23 (p.p.)	24e/23	EBITDA Rec.	Rec. 24e	25e/24e	
Adolfo Domínguez	5,3	10,9%	11,5%	1,5	23,7%	16,7%	4,3	16,6%	
Agile Content	19,4	1,9%	9,9%	0,6	12,0%	10,7%	17,3	8,0%	
Alquiler	3,5	15,6%	1,3%	0,8	17,1%	17,2%	3,0	21,5%	
Amper	26,5	13,4%	38,6%	1,1	57,2%	45,0%	16,8	48,7%	
Audax Renovables	12,3	-13,7%	29,3%	1,3	11,6%	8,4%	11,0	7,5%	
Borges - BAIN	16,5	1,6%	466,6%	1,7	142,5%	0,0%	6,8	13,8%	
Cevasa	19,0	4,1%	-1,0%	-0,7	3,0%	4,7%	18,4	4,5%	
Clerhp Estructuras	15,3	67,7%	61,6%	15,5	170,9%	97,3%	5,7	11,6%	
Cuatroochenta	35,9	20,9%	81,2%	3,3	119,2%	60,1%	16,4	46,2%	
Desa	6,8	5,0%	5,5%	0,5	10,8%	8,9%	6,1	8,7%	
Ecolumber	n.a.	1,9%	n.a.	n.a.	57,6%	39,4%	n.a.	118,0%	
Endurance Motive	n.a.	37,3%	n.a.	n.a.	356,7%	n.a.	47,4	194,2%	
Energy Solar Tech	10,4	27,5%	2,5%	0,4	30,6%	46,9%	8,0	88,7%	
Enerside	n.a.	-66,9%	n.a.	n.a.	69,8%	62,0%	n.a.	50,1%	
Ercros	7,9	1,1%	20,5%	1,3	21,8%	16,2%	6,5	21,5%	
Facephi	n.a.	46,9%	n.a.	n.a.	168,8%	51,6%	18,6	48,0%	
GAM	6,7	10,1%	6,3%	1,4	16,9%	12,5%	5,7	9,3%	
Iflex	6,6	6,1%	4,2%	0,5	10,6%	10,4%	5,9	9,8%	
Inmobiliaria del Sur	17,4	40,4%	-4,3%	-0,8	34,3%	8,1%	13,0	55,3%	
Kompuestos	5,7	3,8%	5,9%	0,5	9,9%	11,1%	5,2	13,4%	
Laboratorio Reig Jofre	8,3	10,3%	-0,2%	0,0	10,0%	11,7%	7,6	14,3%	
Libertas 7	14,0	-47,3%	-37,0%	-8,4	-66,8%	20,1%	42,2	311,8%	
Lingotes Especiales	10,1	5,1%	12,5%	1,1	18,2%	21,3%	8,5	22,3%	
LLYC	7,2	26,8%	3,0%	0,5	30,6%	18,0%	5,5	15,9%	
Natac	41,0	49,3%	8,0%	2,6	61,2%	36,9%	25,4	29,3%	
Naturhouse Health	4,6	-1,7%	-10,5%	-3,8	-12,0%	-3,6%	5,2	1,0%	
Netex	17,7	17,3%	23,0%	3,3	44,2%	31,1%	12,3	25,7%	
Nicolás Correa	5,1	8,0%	-0,1%	0,0	7,8%	12,3%	4,7	12,8%	
Pangaea Oncology	n.a.	72,5%	n.a.	n.a.	64,3%	27,5%	n.a.	74,5%	
Seresco	15,2	32,2%	51,8%	4,3	100,8%	38,4%	7,6	16,3%	
Substrate Artificial Intelligence	n.a.	70,0%	n.a.	n.a.	29,4%	34,0%	n.a.	27,4%	
Vanadi Coffee	n.a.	145,4%	n.a.	n.a.	7,0%	30,7%	n.a.	40,7%	
Vitruvio	31,7	18,2%	-2,9%	-1,7	14,8%	11,0%	27,6	11,0%	

➤ **Sombreadas las 5 compañías con EV/EBITDA rec. 2024e más bajo (que tengan crecimiento EBITDA 25e/24e positivo).**



EBIT y EV/EBIT

Compañía	EV/EBIT	EBIT	EBIT	EV/EBIT	EBIT
	2023	24e/23	TACC 26e/23	24e	25e/24e
Adolfo Domínguez	26,4	45,6%	27,3%	18,1	23,6%
Agile Content	40,4	38,2%	-4,1%	29,3	-24,1%
Alquiber	13,1	20,6%	19,5%	10,8	24,9%
Amper	27,4	23,8%	29,7%	22,1	41,8%
Audax Renovables	16,2	18,0%	10,5%	13,7	7,7%
Borges - BAIN	36,3	337,2%	n.a.	8,3	16,1%
Cevasa	18,3	11,0%	5,3%	16,5	4,0%
Clerhp Estructuras	13,3	133,3%	87,3%	5,7	8,5%
Cuatroochenta	n.a.	134,5%	84,1%	32,0	88,0%
Desa	9,6	24,6%	14,5%	7,7	10,8%
Ecolumber	n.a.	39,1%	29,7%	n.a.	58,0%
Endurance Motive	n.a.	531,9%	n.a.	33,1	93,0%
Energy Solar Tech	17,1	-12,9%	49,2%	19,6	183,2%
Enerside	n.a.	92,6%	35,9%	n.a.	602,4%
Ercros	28,6	104,1%	47,6%	14,0	43,9%
Facephi	n.a.	130,8%	42,7%	30,3	82,9%
GAM	18,5	10,2%	15,0%	16,8	7,7%
Iflex	10,0	25,1%	17,2%	8,0	13,1%
Inmobiliaria del Sur	16,4	6,1%	-0,2%	15,4	66,0%
Kompuestos	15,8	47,1%	36,1%	10,7	40,0%
Laboratorio Reig Jofre	26,4	29,1%	24,7%	20,4	28,8%
Libertas 7	13,9	-75,2%	17,9%	n.a.	414,0%
Lingotes Especiales	17,3	17,9%	29,2%	14,7	35,8%
LLYC	8,9	32,2%	17,8%	6,8	11,6%
Natac	n.a.	201,0%	79,0%	39,3	43,9%
Naturhouse Health	5,2	-13,4%	-4,1%	6,0	1,7%
Netex	37,5	128,3%	61,2%	16,4	39,7%
Nicolás Correa	5,9	5,7%	11,1%	5,5	10,6%
Pangaea Oncology	n.a.	68,6%	26,8%	n.a.	68,7%
Seresco	16,0	63,9%	30,5%	9,7	17,9%
Substrate Artificial Intelligence	n.a.	37,5%	38,8%	n.a.	27,3%
Vanadi Coffee	n.a.	16,7%	46,3%	n.a.	24,6%
Vitruvio	39,6	9,6%	14,9%	36,2	13,2%

➤ **Sombreadas las 5 compañías con EV/EBIT 2024e más bajo (que tengan crecimiento EBIT 25e/24e positivo).**



Crecimiento de ingresos, EBITDA y FCF to Equity

Compañía	Crecimiento Ingresos				Crecimiento EBITDA rec.				FCF Equity
	24e/23	25e/24e	26e/25e	TACC 26e/23	24e/23	25e/24e	26e/25e	TACC 26e/23	TACC 26e/23
Adolfo Domínguez	10,9%	10,1%	9,7%	10,3%	23,7%	16,6%	10,3%	16,7%	54,4%
Agile Content	1,9%	1,9%	5,1%	2,9%	12,0%	8,0%	12,1%	10,7%	97,3%
Alquiber	15,6%	21,2%	11,7%	16,1%	17,1%	21,5%	13,1%	17,2%	35,6%
Amper	13,4%	13,1%	11,8%	12,8%	57,2%	48,7%	30,4%	45,0%	26,9%
Audax Renovables	-13,7%	2,1%	1,6%	-3,6%	11,6%	7,5%	6,1%	8,4%	-26,0%
Borges - BAIN	1,6%	3,5%	n.a.	n.a.	142,5%	13,8%	n.a.	n.a.	n.a.
Cevasa	4,1%	4,1%	5,6%	4,6%	3,0%	4,5%	6,8%	4,7%	28,2%
Clerhp Estructuras	67,7%	101,7%	146,7%	n.a.	170,9%	11,6%	154,3%	97,3%	n.a.
Cuatroochenta	20,9%	17,0%	14,1%	17,3%	119,2%	46,2%	28,1%	60,1%	97,5%
Desa	5,0%	4,7%	4,7%	4,8%	10,8%	8,7%	7,3%	8,9%	-10,9%
Ecolumber	1,9%	10,7%	12,3%	8,2%	57,6%	118,0%	828,5%	39,4%	0,7%
Endurance Motive	37,3%	34,3%	28,6%	33,3%	356,7%	194,2%	104,4%	n.a.	51,0%
Energy Solar Tech	27,5%	30,9%	22,1%	26,8%	30,6%	88,7%	28,6%	46,9%	36,1%
Enerside	-66,9%	18,9%	84,6%	-10,1%	69,8%	50,1%	63,6%	62,0%	30,6%
Ercros	1,1%	5,5%	2,0%	2,9%	21,8%	21,5%	6,0%	16,2%	46,7%
Facephi	46,9%	16,0%	16,0%	25,5%	168,8%	48,0%	46,0%	51,6%	29,0%
GAM	10,1%	8,1%	8,1%	8,8%	16,9%	9,3%	11,3%	12,5%	82,9%
Iflex	6,1%	6,0%	5,0%	5,7%	10,6%	9,8%	10,7%	10,4%	n.a.
Inmobiliaria del Sur	40,4%	45,2%	-39,8%	7,1%	34,3%	55,3%	-39,4%	8,1%	n.a.
Kompuestos	3,8%	4,7%	4,8%	4,4%	9,9%	13,4%	10,1%	11,1%	33,7%
Laboratorio Reig Jofre	10,3%	8,7%	7,8%	8,9%	10,0%	14,3%	10,8%	11,7%	28,5%
Libertas 7	-47,3%	191,8%	8,1%	18,5%	-66,8%	311,8%	26,8%	20,1%	20,3%
Lingotes Especiales	5,1%	7,0%	7,0%	6,4%	18,2%	22,3%	23,5%	21,3%	-20,9%
LLYC	26,8%	15,5%	6,9%	16,1%	30,6%	15,9%	8,7%	18,0%	53,9%
Natac	49,3%	26,0%	24,0%	32,6%	61,2%	29,3%	23,1%	36,9%	n.a.
Naturhouse Health	-1,7%	1,9%	2,9%	1,0%	-12,0%	1,0%	0,9%	-3,6%	-19,6%
Netex	17,3%	16,6%	16,0%	16,6%	44,2%	25,7%	24,3%	31,1%	54,2%
Nicolás Correa	8,0%	8,0%	10,9%	8,9%	7,8%	12,8%	16,4%	12,3%	27,4%
Pangaea Oncology	72,5%	7,6%	5,5%	25,1%	64,3%	74,5%	181,2%	27,5%	78,8%
Seresco	32,2%	10,3%	11,0%	17,4%	100,8%	16,3%	13,6%	38,4%	60,3%
Substrate Artificial Intelligence	70,0%	25,0%	23,0%	37,7%	29,4%	27,4%	44,0%	34,0%	24,1%
Vanadi Coffee	145,4%	81,0%	69,0%	95,8%	7,0%	40,7%	142,3%	30,7%	11,4%
Vitruvio	18,2%	8,0%	7,1%	11,0%	14,8%	11,0%	7,3%	11,0%	n.a.



P/BV, FCF yield, ROCE y Creación de Valor

Compañía	P/BV				FCF rec. to Equity yield (%)				ROCE (%)				Diferencial ROCE 24e vs WACC ⁽¹⁾
	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	
Adolfo Domínguez	2,7	2,4	2,1	1,8	n.a.	1,1	3,8	4,6	9,9	11,5	13,2	14,1	2,5%
Agile Content	2,4	2,3	2,4	2,4	0,0	1,1	2,4	3,5	4,2	5,1	3,9	3,4	-5,0%
Alquiler	1,2	1,0	0,8	0,6	n.a.	n.a.	6,4	26,3	6,5	6,8	7,9	8,7	1,2%
Amper	2,3	2,2	2,0	1,8	n.a.	n.a.	n.a.	0,7	5,8	5,1	6,7	7,9	-3,1%
Audax Renovables	5,5	3,7	2,9	2,4	10,1	4,7	4,5	5,4	11,4	16,1	16,7	17,0	7,6%
Borges - BAIN	0,9	0,8	0,8	n.a.	n.a.	2,0	2,6	n.a.	1,5	9,7	10,5	n.a.	1,6%
Cevasa	0,4	0,4	0,3	0,3	4,5	7,8	7,3	7,8	2,5	2,8	2,9	3,0	-5,2%
Clerhp Estructuras	9,4	4,4	3,0	1,4	n.a.	n.a.	n.a.	69,3	37,4	31,3	14,8	31,1	15,8%
Cuatroochenta	2,6	2,4	2,1	1,8	n.a.	2,0	4,2	5,6	2,4	4,5	8,6	12,0	-4,6%
Desa	1,2	1,2	1,1	1,0	16,5	8,2	9,8	10,8	8,3	10,8	11,6	12,2	2,4%
Ecolumber	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,5	n.a.
Endurance Motive	10,1	8,8	6,4	3,8	n.a.	n.a.	n.a.	4,3	n.a.	10,4	14,5	24,2	0,7%
Energy Solar Tech	1,7	1,7	1,5	1,2	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	9,6	4,2	8,1	9,4	-5,6%
Enerside	17,5	n.a.	n.a.	17,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17,8	19,9	n.a.
Ercros	0,9	0,9	0,8	0,8	3,6	3,6	5,3	6,3	2,8	4,5	6,4	6,9	-4,4%
Facephi	2,2	1,7	1,6	1,4	n.a.	n.a.	0,0	3,4	n.a.	4,2	7,2	11,0	-5,0%
GAM	1,3	1,2	1,1	0,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,3	5,8	5,8	6,5	-1,0%
Iflex	2,4	2,0	1,7	1,4	4,6	9,6	12,9	15,5	16,0	18,8	20,5	22,6	9,9%
Inmobiliaria del Sur	1,0	1,0	0,9	0,9	n.a.	n.a.	40,2	42,6	4,8	4,7	7,9	5,0	-1,3%
Kompuestos	0,7	0,7	0,6	0,6	7,8	9,1	15,3	18,7	5,3	6,4	9,1	11,2	-1,4%
Laboratorio Reig Jofre	1,1	1,0	0,9	0,9	2,0	2,4	2,9	4,2	3,8	4,6	5,7	6,5	-3,4%
Libertas 7	0,4	0,4	0,4	0,4	8,1	n.a.	12,5	14,8	2,6	0,9	3,7	4,9	-5,7%
Lingotes Especiales	1,5	1,5	1,4	1,3	9,5	3,6	5,9	8,5	6,1	7,6	10,3	13,7	-1,4%
LLYC	2,9	2,4	2,0	1,6	3,5	8,4	10,9	13,2	25,4	20,9	18,6	20,2	12,1%
Natac	6,9	6,2	5,3	4,4	0,8	0,6	0,9	3,2	2,7	6,2	8,6	11,0	-2,8%
Naturhouse Health	3,3	3,1	2,9	2,7	18,5	9,6	9,4	9,6	72,3	78,8	75,2	70,3	69,5%
Netex	n.a.	18,9	7,5	3,9	10,2	4,0	6,9	10,2	7,8	13,4	18,5	23,7	5,1%
Nicolás Correa	1,1	1,0	0,9	0,8	4,0	n.a.	3,3	10,6	16,9	14,9	14,5	15,8	4,4%
Pangaea Oncology	3,1	3,4	3,6	3,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6	n.a.
Seresco	6,4	5,2	3,7	2,7	2,9	8,3	9,9	11,7	19,5	25,6	29,6	34,4	15,3%
Substrate Artificial Intelligence	0,5	0,5	0,5	0,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vanadi Coffee	1,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vitruvio	1,1	1,2	1,2	1,2	1,6	3,0	0,5	3,3	3,0	3,0	3,1	3,7	-5,5%

(1) Para ver detalle del calculo del WACC ver epigrafe de "Input de Valoración" de la nota de cada compañía.

➤ **Sombreadas las 5 compañías con mayor FCF Rec. to Equity yield 2024e.**



Apalancamiento y riesgo financiero

Compañía	Deuda Neta /				Dividend yield 2024	Payout 2024e	Cto. Ingresos TACC 23/20	Dividendo	
	Deuda Neta 2024e	Fondos Propios 2024e	DN/EBITDA Rec. 2024e	DN/EV 2024e				Acumulado 2023/2020 (EUR Mn)	Núm. de años con dividendo -5y
Adolfo Domínguez	10,3	49,1%	0,5	11,2%	0,0%	0,0%	24,7%	0,0	0
Agile Content	18,7	42,9%	2,6	14,9%	0,0%	0,0%	71,2%	0,0	0
Alquiiber	210,2	416,5%	2,5	83,4%	5,8%	20,0%	28,9%	3,9	3
Amper	116,0	149,9%	6,9	40,8%	0,0%	0,0%	23,8%	0,0	0
Audax Renovables	208,6	86,5%	1,9	17,1%	0,0%	0,0%	33,2%	10,3	2
Borges - BAIN	-34,5	n.a.	-6,3	n.a.	0,0%	0,0%	-8,9%	0,0	0
Cevasa	40,5	10,3%	2,7	14,4%	4,1%	46,8%	3,9%	19,7	5
Clerhp Estructuras	24,9	188,4%	2,1	36,7%	0,0%	0,0%	19,3%	0,0	0
Cuatroochenta	6,3	56,4%	3,1	19,2%	0,0%	0,0%	23,9%	0,0	0
Desa	10,2	49,5%	1,9	31,5%	6,3%	52,7%	6,3%	5,0	4
Ecolumber	18,7	n.a.	n.a.	36,8%	0,0%	0,0%	14,6%	0,0	0
Endurance Motive	3,8	233,2%	10,0	21,2%	0,0%	0,0%	65,3%	0,0	0
Energy Solar Tech	73,3	152,2%	6,3	79,3%	0,0%	0,0%	431,9%	0,0	0
Enerside	58,7	n.a.	n.a.	36,6%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Ercros	78,0	20,9%	1,4	20,9%	2,1%	24,0%	9,3%	28,0	4
Facephi	6,1	23,5%	2,3	12,2%	0,0%	0,0%	51,3%	0,0	0
GAM	282,1	251,0%	3,9	67,9%	0,0%	0,0%	28,4%	0,0	0
Iflex	2,9	64,7%	1,4	24,3%	7,7%	50,0%	17,8%	1,6	2
Inmobiliaria del Sur	261,3	172,6%	8,7	67,1%	8,2%	48,0%	-3,4%	20,9	5
Kompuestos	10,9	78,8%	2,6	50,7%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0	0
Laboratorio Reig Jofre	39,5	18,3%	1,1	14,3%	n.a.	-0,7%	11,2%	-0,2	0
Libertas 7	31,9	33,8%	31,6	74,9%	2,3%	-316,0%	50,6%	2,3	4
Lingotes Especiales	9,0	19,0%	0,9	10,6%	6,3%	80,4%	2,6%	6,7	3
LLYC	31,2	66,1%	1,4	24,5%	2,9%	25,0%	31,4%	4,4	4
Natac	57,6	124,7%	4,2	16,3%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Naturhouse Health	-23,0	n.a.	-1,4	n.a.	8,4%	80,0%	-3,3%	31,2	5
Netex	16,6	912,5%	3,4	27,8%	0,0%	0,0%	34,7%	0,0	0
Nicolás Correa	-9,1	n.a.	-0,6	n.a.	4,3%	31,0%	17,9%	10,7	5
Pangaea Oncology	4,9	30,0%	n.a.	8,4%	0,0%	0,0%	25,0%	0,0	0
Seresco	6,7	77,9%	1,0	12,8%	1,8%	20,0%	13,6%	1,7	2
Substrate Artificial Intelligence	6,7	26,8%	n.a.	31,6%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Vanadi Coffee	2,7	n.a.	n.a.	131,1%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Vitruvio	47,6	43,3%	8,2	29,6%	3,4%	117,8%	4,2%	11,7	5



Próximas publicaciones de resultados

Compañía	Cierre fiscal	Próximos resultados	Fecha de publicación ⁽¹⁾
Adolfo Domínguez	28-feb	1T24	1ª quincena de julio 2024
Agile Content	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Alquiber	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Amper	31-dic	1S24	2ª quincena de julio 2024
Audax Renovables	31-dic	1S24	2ª quincena de septiembre 2024
Borges - BAIN	31-may	12M23	2ª quincena de julio 2024
Cevasa	31-dic	1S24	1ª quincena de septiembre 2024
Clerhp Estructuras	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Cuatrochenta	31-dic	1S24	2ª quincena de septiembre 2024
Desa	31-dic	1S24	2ª quincena de septiembre 2024
Ecolumber	31-dic	1S24	1ª quincena de octubre 2024
Endurance Motive	31-dic	1S24	1ª quincena de octubre 2024
Energy Solar Tech	31-dic	1S24	2ª quincena de septiembre 2024
Enerside	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Ercros	31-dic	1S24	2ª quincena de julio 2024
Facephi	31-dic	Avance 1S24	1ª quincena de agosto 2024
GAM	31-dic	1S24	2ª quincena de julio 2024
Iflex	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Inmobiliaria del Sur	31-dic	1S24	2ª quincena de julio 2024
Kompuestos	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Libertas 7	31-dic	1S24	2ª quincena de julio 2024
Lingotes Especiales	31-dic	1S24	1ª quincena de agosto 2024
LLYC	31-dic	Avance 1S24	2ª quincena de julio 2024
Natac	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Naturhouse Health	31-dic	1S24	2ª quincena de septiembre 2024
Netex	30-sep	1S24	2ª quincena de julio 2024
Nicolás Correa	31-dic	1S24	2ª quincena de agosto 2024
Pangaea Oncology	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Reig Jofre	31-dic	1S24	2ª quincena de julio 2024
Seresco	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Squirrel Media	31-dic	1S24	1ª quincena de agosto 2024
Substrate Artificial Intelligenc	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Vanadi Coffee	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024
Vitruvio	31-dic	1S24	2ª quincena de octubre 2024

(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 IEF 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 IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF 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, IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEF 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 IEF 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 IEF 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 IEF 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.



