IDEAS PARA ENCONTRAR IDEAS

Análisis independiente de Lighthouse que, desde su arranque, ya ha cubierto más de 40 Small Caps del mercado español

27 de mayo de 2025

LIGHTHOUSE
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

60 años INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DESDE 1965
Ilusión, Esfuerzo y Ambición

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 más de 40 compañías del mercado español. Reduciendo a la mitad la tasa de “valores huérfanos” del mercado español (que ya estaría en c.25% vs c.50% sin la contribución de Lighthouse).

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 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA
Equity research
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

Manuel Iglesias Moreno (*)
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

(*) En este informe la ficha de Ktesios ha sido elaborado por Lighthouse en colaboración con la UPM (Universidad Politécnica de Madrid). El analista Manuel Iglesias Moreno, colaborador de este informe para la nota de Ktesios, es alumno del Máster en Ingeniería Industrial de la UPM.

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)

Algunas notas aclaratorias

1) Todos los precios utilizados en el informe (valores e índices) corresponden al cierre del 23 de mayo de 2025.

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.

   A excepción de las compañías del sector tecnológico en las que el EBITDA Recurrente no incluye activaciones pero el EBITDA total sí las incluye. En el resto de sectores ni el EBITDA Recurrente ni el total incluyen activaciones ni otros conceptos sin impacto en Cash Flow.

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 las compañías Innovative Solutions Ecosystem y Ecolumber (en cobertura por Lighthouse) se encuentran suspendidas de cotización. Por lo que no se incluye una nota de estas compañías. Tampoco se incluye nota de Borges (BAIN), con una OPA en curso cuyo período de aceptación concluye el próximo 3 de junio.

6) Las siguientes compañías del universo de cobertura de Lighthouse y analizadas en este informe pertenecen a BME Growth:

   - Agile Content
   - Alquiber
   - Axon Partners Group
   - Clerhp Estructuras
   - Cuatroochenta
   - Endurance Motive
   - Enerside
   - Facephi
   - Iflex
   - Kompuestos
   - Ktesios
   - Labiana
   - LLYC
   - Natac
   - 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).

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de las compañías cubiertas. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión.
En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

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 PRODUNDIDAD:** Analizar a fondo cada uno de estos negocios y presentar proyecciones financieras actualizadas y detalladas (2025e – 2027e) 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 2025 en función del comportamiento esperado de los drivers de cada negocio. Asumiendo que este factor (el EBITDA 2025e) 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).

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.

(Página dejada intencionadamente en blanco)

Notas de compañías

Compañías incluidas en este informe

Adolfo Domínguez	10
Agile Content	16
Alquiber	22
Amper	28
Audax Renovables	34
Axon Partners Group	40
Cevasa	46
Clerhp Estructuras	52
Cuatroochenta	58
Desa	64
Endurance Motive	70
Enerside	76
Ercros	82
Facephi	88
GAM	94
Iflex	100
Inmobiliaria del Sur	106
Kompuestos	112
Ktesios	118
Labiana Health	124
Laboratorio Reig Jofre	130
Libertas 7	136
Lingotes Especiales	142
LLYC	148
Natac	154
Naturhouse Health	160
Nicolás Correa	166
Pangaea Oncology	172
Seresco	178
Squirrel Media	184
Substrate Artificial Intelligence	190
Vanadi Coffee	196
Vitruvio	202

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 (2024- 2027e) y analítica del FCF
  - Performance
  - Datos de comparables
  - Inputs de valoración
  - Visión del analista sobre la compañía: momentum 2025, pilares de su equity story, riesgos e indicadores de valoración

- Todas las notas han sido actualizadas con precios de cierre del 23 de mayo de 2025.

- La hora de distribución del informe es las 9h del 27 de mayo de 2025.

- Innovative Solutions Ecosystem (ISE) pertenece al universo de cobertura de Lighthouse (inició cobertura de ISE en diciembre de 2020) y está 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. Por este motivo la compañía no es analizada en este informe. Una vez la compañía vuelva a cotizar Lighthouse retomará su cobertura.

- Ecolumber (ECO) pertenece al universo de cobertura de Lighthouse (inició cobertura de ECO en junio de 2020) y está suspendida de cotización desde noviembre 2024 al entrar en concurso de acreedores. A fecha de publicación de este informe ECO sigue suspendida de cotización. Por este motivo la compañía no es analizada en este informe. Si la compañía vuelve a cotizar Lighthouse retomará su cobertura.

- Borges-BAIN (BAIN) pertenece al universo de cobertura de Lighthouse (inició cobertura de BAIN en abril de 2019). A fecha de este informe la compañía tiene una OPA en vigor de su matriz (89% del capital de BAIN). El período de aceptación de dicha OPA concluye el 3 de junio y, presumiblemente, concluirá con la exclusión de cotización de BAI. Para una opinión sobre la OPA ver nota de Lighthouse del 31 de enero de 2025.

Adolfo Domínguez

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Textiles, Apparel & Luxury Goods

Precio de Cierre: EUR 4,78 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Adolfo Domínguez (ADZ) es un grupo textil de "moda de autor" de pequeño tamaño con sede en Ourense (España), especializado (c.50 años) en el diseño y comercialización de artículos de moda (al por menor y al por mayor). Con presencia internacional (>40% s/Ingresos), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	44,3	50,3
EV (Mn EUR y USD)	86,1	97,7
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,42 / 4,92 / 4,52	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	5,9	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

Estructura Accionarial (%)(3)

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

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	139,8	148,8	157,6	166,6
EBITDA Rec.	16,8	19,5	22,2	25,1
% Var.	*-3,0*	*15,8*	*14,0*	*13,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*12,0*	*13,1*	*14,1*	*15,1*
% Var EBITDA sector (2)	*-12,1*	*14,5*	*12,0*	*9,0*
Beneficio neto	0,9	1,3	2,8	4,5
BPA (EUR)	0,10	0,14	0,31	0,49
% Var.	*24,4*	*46,9*	*112,0*	*58,8*
BPA ord. (EUR)	-0,03	0,14	0,31	0,49
% Var.	*-141,4*	*561,4*	*112,0*	*58,8*
Free Cash Flow Rec.	1,8	0,5	1,6	3,1
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,3	5,7	4,1	1,1
DN / EBITDA Rec.(x)	0,4	0,3	0,2	0,0
ROE (%)	*5,1*	*7,6*	*14,4*	*19,3*
ROCE (%)	*2,5*	*6,9*	*11,5*	*15,9*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	48,6	33,1	15,6	9,8
PER Ordinario	n.a.	33,1	15,6	9,8
P/BV	2,6	2,4	2,1	1,7
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,62	0,58	0,55	0,52
EV/EBITDA Rec.	5,1	4,4	3,9	3,4
EV/EBIT	n.a.	33,1	19,2	13,3
FCF Yield (%)	*4,0*	*1,2*	*3,6*	*6,9*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*4,8*	*-3,6*	*-11,8*	*18,0*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Factset Europe Apparel & Footwear.
(3) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 7,6%, Preto Magnum SICAV 4,5%

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

ADZ consolida su crecimiento rentable en 2024, con ingresos de EUR 139,8 Mn (+7,9% vs 2023) y debido a cierta presión (coyuntural) en margen bruto (-2,7 p.p.) por incremento de costes logísticos y tipo de cambio, que deja el EBITDA rec. en EUR 16,8 Mn (-3,0% vs 2023). La generación de FCF positivo permite reducir DFN y mantener un balance saludable (EUR 6,3 Mn; 0,4x DN / EBITDA Rec.)

Aumenta su presencia omnicanal. La red de tiendas creció hasta los 371 centros (+11 netas), mientras que el canal online acelera (+25,4% vs 2023) y supone ya el 14,6% s/total. La venta media/tienda sigue creciendo hasta EUR 0,37 Mn (+4,6% vs 2023).

Ingresos 2025e > +6%. Estimamos ingresos 2025e de EUR 148,8 Mn (+6,4% vs 2024), que se apoyarán en el desempeño del canal digital, mejoras en ventas comparables (LFL) y aperturas, principalmente, fuera de Europa. La venta media/tienda continuará al alza (+2,5%), respaldada por ADN Premium y mayor eficiencia omnicanal.

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

Marca Adolfo Domínguez. La estrategia de marca ha evolucionado hacia un enfoque de moda de autor, sostenible y con identidad propia, que ha cristalizado en una TACC de ingresos 2021-2024 del 14,5%.

Multicanalidad. El canal online ya representa el 14,6% de las ventas (9,2% en 2019) y mantiene un ritmo de crecimiento elevado. Su desarrollo será clave para mejorar el apalancamiento operativo, mediante una gestión más eficiente del inventario (RFID), fidelización digital y propuestas como ADN Rent y ADN Live. Se espera que este canal pueda superar el 18% del total en 2026e.

Internacionalización con baja intensidad de capital. La compañía crece con un enfoque de bajo CAPEX a través de franquicias y corners, evitando concentrar inversión en geografías maduras como Europa. En 2024, el 100% de las nuevas aperturas fueron internacionales. La expectativa es mantener un ritmo de c.12 aperturas netas anuales, permitiendo sostener una TACC ingresos 24-27e del 6,0%.

Expansión del margen y generación de caja. El margen EBITDA sigue en fase de recuperación tras el impacto coyuntural de 2024. Si la presión logística y de divisa se modera, y se mantiene el crecimiento (tanto en ventas comparables como en la expansión del perímetro), la compañía podría alcanzar un FCF de EUR 3,1 Mn en 2027e, lo que implicaría un FCF Yield 2027e 6,9%, que no habría tocado techo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo divisa. A nivel ingresos, exposición a peso mexicano (c. 18%) y yen japonés (c. 3.5%). En aprovisionamientos, una parte significativa de las compras (c.80%) se realizan en USD. A cierre de febrero de 2025, ADZ tenía contratados instrumentos de cobertura de divisas convertibles a plazo por importe de EUR 3 Mn de USD.

Presión en costes logísticos. La principal razón de la caída del margen bruto en 2024 fue un incremento de los costes logísticos, derivado de un entorno geopolítico complejo. Una prolongación de esta situación limitaría la mejora del margen EBITDA.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una "historia" de "convergencia" con el sector (aparentemente) no cotizada. El peso del canal online mantiene un amplio margen de mejora vs sector. Lo que explica que el margen EBITDA 2027e (15,1%), por debajo de comparables (17%-20%), pueda seguir mejorando con (teórica) facilidad. ADZ puede verse por tanto como una "historia" de convergencia hacia métricas del sector. Y pese al crecimiento y la generación de FCF positivo "ya" en 2024, ADZ sigue cotizando con descuento (EV/Ventas: 0,58x vs 1,2x sector retail europeo) lo que indica que el diferencial de crecimiento de ADZ vs sector (TACC EBITDA Rec. 2025e-2027e c.+15% vs c.+10% sector), probablemente, no ha cotizado todavía.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	28,3	27,8	33,5	41,1	40,2	40,2	40,2	40,2
Inmovilizado material	9,7	7,5	9,3	9,0	8,8	9,2	10,1	11,1
Otros activos no corrientes	1,2	2,4	2,7	12,7	13,0	13,0	13,0	13,0
Inmovilizado financiero	4,7	5,7	5,6	7,0	5,7	5,7	5,7	5,7
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	30,6	26,5	35,6	37,3	35,7	38,0	40,3	42,6
Total activo	**74,5**	**69,8**	**86,7**	**107,1**	**103,5**	**106,2**	**109,3**	**112,7**
Patrimonio neto	24,0	15,5	17,2	18,7	17,0	18,4	21,2	25,7
Minoritarios	1,0	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	1,5	1,4	10,0	10,4	10,4	10,4	10,4
Otros pasivos no corrientes	28,2	29,0	32,7	40,2	40,6	40,6	40,6	40,6
Deuda financiera neta	(0,8)	1,7	8,1	9,8	6,3	5,7	4,1	1,1
Pasivo circulante	20,7	22,1	27,4	28,4	29,3	31,2	33,1	35,0
Total pasivo	**74,5**	**69,8**	**86,7**	**107,1**	**103,5**	**106,2**	**109,3**	**112,7**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**66,8**	**93,2**	**115,3**	**129,6**	**139,8**	**148,8**	**157,6**	**166,6**	***20,3%***	***6,0%***
Cto.Total Ingresos	*-42,5%*	*39,5%*	*23,7%*	*12,4%*	*7,9%*	*6,4%*	*5,9%*	*5,7%*		
Coste de ventas	(35,3)	(40,5)	(49,3)	(52,0)	(59,9)	(62,9)	(66,0)	(69,0)		
Margen Bruto	**31,5**	**52,7**	**66,0**	**77,6**	**80,0**	**85,9**	**91,6**	**97,6**	***26,2%***	***6,9%***
Margen Bruto / Ingresos	*47,2%*	*56,6%*	*57,3%*	*59,9%*	*57,2%*	*57,7%*	*58,1%*	*58,6%*		
Gastos de personal	(22,7)	(28,7)	(33,0)	(34,7)	(37,4)	(39,3)	(40,9)	(42,6)		
Otros costes de explotación	(18,8)	(19,5)	(22,1)	(25,6)	(25,7)	(27,1)	(28,5)	(29,9)		
EBITDA recurrente	**(10,0)**	**4,5**	**10,9**	**17,3**	**16,8**	**19,5**	**22,2**	**25,1**	***38,6%***	***14,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*-197,0%*	*145,2%*	*142,9%*	*58,5%*	*-3,0%*	*15,8%*	*14,0%*	*13,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*4,8%*	*9,5%*	*13,4%*	*12,0%*	*13,1%*	*14,1%*	*15,1%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	3,1	(4,1)	2,4	0,0	0,1	-	-	-		
EBITDA	**(6,8)**	**0,4**	**13,4**	**17,4**	**16,9**	**19,5**	**22,2**	**25,1**	***45,5%***	***14,1%***
Depreciación y provisiones	(2,1)	(1,2)	(1,3)	(2,8)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(9,1)	(8,4)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,8)	(14,6)	(15,4)		
EBIT	**(18,0)**	**(9,3)**	**2,3**	**2,7**	**0,8**	**2,6**	**4,5**	**6,5**	***19,5%***	***n.a.***
Cto.EBIT	*n.a.*	*48,1%*	*124,3%*	*17,7%*	*-71,7%*	*245,5%*	*71,9%*	*45,1%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*2,0%*	*2,1%*	*0,5%*	*1,8%*	*2,8%*	*3,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,3)	(0,7)	(1,0)	(1,7)	(0,9)	(0,8)	(0,7)	(0,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(19,3)**	**(10,0)**	**1,3**	**1,0**	**(0,2)**	**1,8**	**3,8**	**6,0**	***68,6%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*n.a.*	*47,9%*	*112,6%*	*-23,6%*	*-119,4%*	*n.a.*	*112,0%*	*58,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	1,3	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(19,3)**	**(10,0)**	**1,3**	**1,0**	**1,1**	**1,8**	**3,8**	**6,0**	***19,8%***	***74,2%***
Impuestos	(0,0)	0,8	(1,1)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,9)	(1,5)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*87,5%*	*24,7%*	*20,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(19,3)**	**(9,3)**	**0,2**	**0,7**	**0,9**	**1,3**	**2,8**	**4,5**	***19,6%***	***70,7%***
Cto.Beneficio neto	*-132,5%*	*52,1%*	*101,7%*	*360,2%*	*24,4%*	*47,7%*	*112,0%*	*58,8%*		
Beneficio ordinario neto	**(22,5)**	**(5,9)**	**(1,2)**	**0,7**	**(0,3)**	**1,3**	**2,8**	**4,5**	***66,3%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*n.a.*	*73,7%*	*80,4%*	*160,4%*	*-141,4%*	*563,8%*	*112,0%*	*58,8%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**19,5**	**22,2**	**25,1**	***38,6%***	***14,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(13,8)	(14,6)	(15,4)		
Var.capital circulante						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						**5,3**	**7,2**	**9,3**	***27,5%***	***14,2%***
CAPEX						(3,5)	(4,0)	(4,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,7)	(0,5)		
Impuestos						(0,4)	(0,9)	(1,5)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,5**	**1,6**	**3,1**	***20,9%***	***20,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,5**	**1,6**	**3,1**	***24,4%***	***-7,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,5)**	**(1,6)**	**(3,1)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

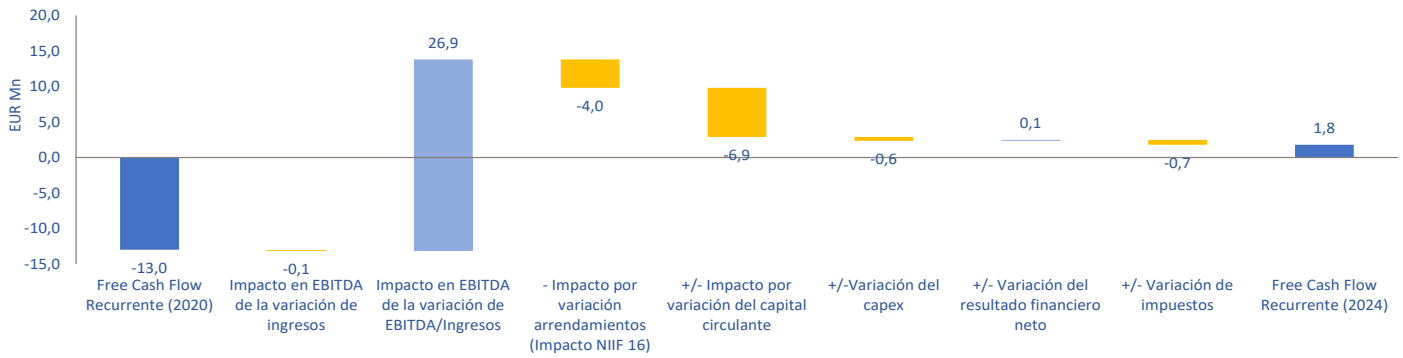
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**4,5**	**10,9**	**17,3**	**16,8**	**19,5**	**22,2**	**25,1**	***55,2%***	***14,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*145,2%*	*142,9%*	*58,5%*	*-3,0%*	*15,8%*	*14,0%*	*13,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*4,8%*	*9,5%*	*13,4%*	*12,0%*	*13,1%*	*14,1%*	*15,1%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,4)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,8)	(14,6)	(15,4)		
+/- Var. Capital circulante	5,5	(3,8)	(0,7)	2,5	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,6**	**(2,7)**	**4,7**	**6,2**	**5,3**	**7,2**	**9,3**	***58,7%***	***14,2%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*116,2%*	*-273,0%*	*275,7%*	*31,6%*	*-15,0%*	*36,1%*	*28,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*1,7%*	*n.a.*	*3,7%*	*4,5%*	*3,6%*	*4,6%*	*5,6%*		
- CAPEX	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(3,5)	(4,0)	(4,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(0,8)	(0,7)	(0,5)		
- Impuestos	(0,4)	(0,2)	(2,1)	(0,7)	(0,4)	(0,9)	(1,5)		
= Free Cash Flow recurrente	**(1,8)**	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,8**	**0,5**	**1,6**	**3,1**	***43,8%***	***20,0%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*85,9%*	*-389,5%*	*75,2%*	*180,4%*	*-69,8%*	*194,5%*	*94,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,3%*	*0,4%*	*1,0%*	*1,8%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(4,1)	2,4	0,0	0,1	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	3,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(1,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(6,0)**	**(6,5)**	**(2,2)**	**3,9**	**0,5**	**1,6**	**3,1**	***38,4%***	***-7,4%***
Cto. Free Cash Flow	*39,5%*	*-9,6%*	*66,7%*	*278,2%*	*-86,1%*	*194,5%*	*94,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,0%*	*1,2%*	*3,6%*	*6,9%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,7%*	*1,2%*	*3,6%*	*6,9%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(13,0)**	**(1,8)**	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,8**	**0,5**	**1,6**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(3,9)	1,1	1,4	1,4	1,1	1,2	1,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	18,4	5,4	5,0	(1,9)	1,6	1,6	1,6
= Variación EBITDA recurrente	**14,5**	**6,4**	**6,4**	**(0,5)**	**2,7**	**2,7**	**2,9**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,6	(1,3)	(2,1)	(1,1)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,9)	(9,3)	3,1	3,2	(2,9)	0,0	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**11,2**	**(4,3)**	**7,4**	**1,5**	**(0,9)**	**1,9**	**2,1**
+/-Variación del CAPEX	(0,2)	(3,2)	1,6	1,3	(0,9)	(0,5)	(0,2)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,6	0,2	(0,4)	(0,2)	0,3	0,1	0,2
+/- Variación de impuestos	(0,4)	0,2	(1,9)	1,4	0,3	(0,5)	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**11,2**	**(7,1)**	**6,7**	**4,0**	**(1,2)**	**1,0**	**1,5**
Free Cash Flow Recurrente	**(1,8)**	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,8**	**0,5**	**1,6**	**3,1**

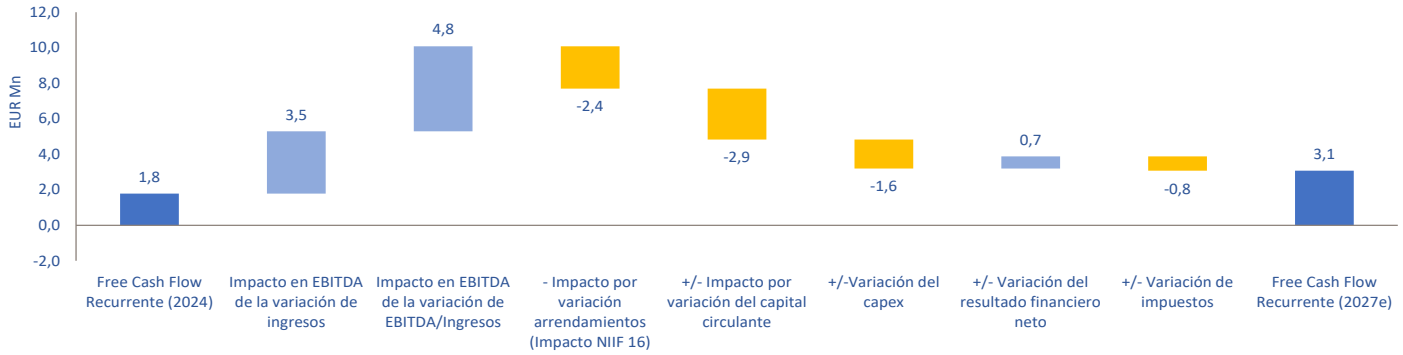
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(9,3)**	**2,3**	**2,7**	**0,8**	**2,6**	**4,5**	**6,5**	***27,7%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*24,7%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,7)	-	(0,7)	(1,1)	(1,6)		
EBITDA recurrente	**4,5**	**10,9**	**17,3**	**16,8**	**19,5**	**22,2**	**25,1**	***55,2%***	***14,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,4)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,8)	(14,6)	(15,4)		
+/- Var. Capital circulante	5,5	(3,8)	(0,7)	2,5	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,6**	**(2,7)**	**4,7**	**6,2**	**5,3**	**7,2**	**9,3**	***58,7%***	***14,2%***
- CAPEX	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(3,5)	(4,0)	(4,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,7)	-	(0,7)	(1,1)	(1,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,7)**	**(8,2)**	**0,2**	**3,6**	**1,2**	**2,1**	**3,4**	***95,3%***	***-1,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*94,3%*	*n.a.*	*102,3%*	*n.a.*	*-68,4%*	*82,5%*	*63,6%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	0,1%	2,6%	0,8%	1,3%	2,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	3,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(1,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,7)**	**(8,2)**	**0,2**	**5,6**	**1,2**	**2,1**	**3,4**	***n.a.***	***-15,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*94,3%*	*n.a.*	*102,3%*	*n.a.*	*-79,6%*	*82,5%*	*63,6%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*4,2%*	*1,3%*	*2,4%*	*4,0%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*6,5%*	*1,3%*	*2,4%*	*4,0%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

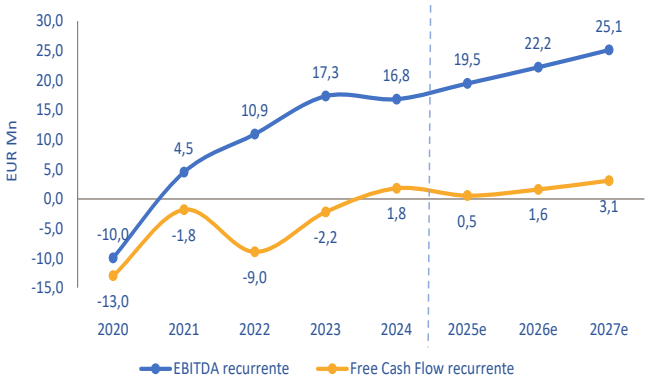
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	4,8	-3,6	-11,8	0,8	28,8	18,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,8	-11,5	-29,3	-17,1	-21,2	-44,0
vs Euro STOXX 50	0,3	-0,9	-16,6	-7,3	-10,3	-35,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-4,4	-12,1	-22,7	-18,3	10,0	-34,3
vs Segmento Micro Cap España (1)	0,6	-8,2	-16,5	-10,8	23,3	-22,9
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,2	-5,9	-9,7	-3,2	43,3	-9,6
vs Sector						
vs Factset Europe Apparel & Footwear	6,1	14,7	2,9	5,1	-1,1	-30,4

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**1,2**	**2,1**	**3,4**	**52,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**44,3**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**6,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	6,8%	Coste de la deuda neta	6,5%	7,0%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**5,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**5,2%**	**5,6%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	87,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	12,4%	D	=	=
WACC	**9,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,3%**	**10,3%**
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	44,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	41,3	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	6,2	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	5,7	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**86,1**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	13,3%	7,6%	2,5%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-6,7%	6,6%
FCF Yield - WACC	-1,3%	-1,7%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	15,5%	24,4	3,5x
Central	14,1%	22,2	3,9x
Min	12,7%	20,0	4,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	2,2%	2,5%	2,8%
24,4	4,3	3,8	3,3
22,2	2,1	1,6	1,1
20,0	(0,1)	(0,6)	(1,1)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	9,6%	8,5%	7,5%
Central	4,6%	3,6%	2,5%
Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales comparables 2025e

		Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					
	EUR Mn	Burberry Group	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo	SMCP	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings	PVH Corp	Average	ADZ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BRBY-GB	BOSS-DE	SFER-IT	SMCP-FR		KER-FR	TPR-US	CPRI-US	PVH-US		ADZ-ES
	País	nited Kingdo	Germany	Italy	France		France	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	4.109,9	2.744,2	936,8	312,1		21.388,8	14.073,0	1.746,1	3.468,6		44,3
	Enterprise value (EV)	5.421,0	3.751,0	1.421,2	992,1		38.696,9	16.762,2	4.179,9	5.803,6		86,1
Información financiera básica	Total Ingresos	2.935,7	4.301,4	1.019,8	1.215,9		15.635,3	6.130,3	3.615,0	7.631,9		148,8
	Cto.Total Ingresos	*0,3%*	*-0,1%*	*-1,5%*	*0,3%*	*-0,3%*	*-9,1%*	*4,2%*	*-6,6%*	*0,1%*	*-2,8%*	*6,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,7%*	*3,9%*	*3,6%*	*2,8%*	*4,0%*	*5,6%*	*3,3%*	*n.a.*	*2,6%*	*3,8%*	*5,8%*
	EBITDA	628,6	770,6	216,3	227,9		3.833,8	1.377,5	278,5	991,9		19,5
	Cto. EBITDA	*16,1%*	*-0,3%*	*9,4%*	*5,6%*	*7,7%*	*-17,9%*	*0,9%*	*9,8%*	*16,3%*	*2,3%*	*15,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*15,9%*	*5,3%*	*9,3%*	*7,1%*	*9,4%*	*10,0%*	*5,1%*	*n.a.*	*5,9%*	*7,0%*	*13,6%*
	EBITDA/Ingresos	*21,4%*	*17,9%*	*21,2%*	*18,7%*	*19,8%*	*24,5%*	*22,5%*	*7,7%*	*13,0%*	*16,9%*	*13,1%*
	EBIT	162,5	392,0	36,3	64,8		1.927,5	1.224,9	124,2	743,5		2,6
	Cto. EBIT	*225,2%*	*-3,3%*	*93,6%*	*23,6%*	*84,8%*	*-24,5%*	*5,2%*	*42,7%*	*23,0%*	*11,6%*	*245,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*54,0%*	*10,1%*	*39,1%*	*20,3%*	*30,9%*	*18,2%*	*5,6%*	*n.a.*	*6,0%*	*10,0%*	*57,9%*
	EBIT/Ingresos	*5,5%*	*9,1%*	*3,6%*	*5,3%*	*5,9%*	*12,3%*	*20,0%*	*3,4%*	*9,7%*	*11,4%*	*1,8%*
	Beneficio Neto	66,7	239,6	7,8	19,6		876,4	986,4	114,8	525,2		1,3
	Cto. Beneficio Neto	*174,7%*	*12,2%*	*111,5%*	*182,9%*	*120,3%*	*-22,6%*	*37,1%*	*8,2%*	*-0,5%*	*5,6%*	*47,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*93,6%*	*12,1%*	*n.a.*	*47,8%*	*51,2%*	*29,9%*	*4,0%*	*n.a.*	*6,5%*	*13,5%*	*83,5%*
	CAPEX/Ventas	*6,9%*	*6,2%*	*7,8%*	*4,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*2,1%*	*3,4%*	*2,5%*	*3,6%*	*2,4%*
	Free Cash Flow	343,8	321,8	100,8	58,9		2.240,1	1.011,5	153,7	599,0		0,5
	Deuda financiera Neta	(122,7)	579,0	559,4	445,6		10.818,8	1.624,0	1.553,7	1.164,3		5,7
	DN/EBITDA (x)	n.a.	0,8	2,6	2,0	1,8	2,8	1,2	5,6	1,2	2,7	0,3
	Pay-out	*18,4%*	*40,1%*	*57,5%*	*0,0%*	*29,0%*	*65,2%*	*28,5%*	*0,0%*	*1,5%*	*23,8%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	49,1	11,5	n.a.	14,1	24,9	24,4	15,2	16,4	6,8	15,7	33,1
	P/BV (x)	3,5	1,7	1,5	0,3	1,7	1,4	9,4	1,4	0,8	3,2	2,4
	EV/Ingresos (x)	1,8	0,9	1,4	0,8	1,2	2,5	2,7	1,2	0,8	1,8	0,6
	EV/EBITDA (x)	8,6	4,9	6,6	4,4	6,1	10,1	12,2	15,0	5,9	10,8	4,4
	EV/EBIT (x)	33,4	9,6	39,1	15,3	24,3	20,1	13,7	33,7	7,8	18,8	33,1
	ROE	*7,0*	*15,0*	*1,3*	*1,8*	*6,3*	*5,8*	*61,6*	*8,3*	*12,5*	*22,1*	*7,6*
	FCF Yield (%)	*8,4*	*11,7*	*10,8*	*18,9*	*12,4*	*10,5*	*7,2*	*8,8*	*17,3*	*10,9*	*1,2*
	DPA	*0,03*	*1,39*	*0,03*	*0,00*	*0,36*	*4,66*	*1,23*	*0,00*	*0,15*	*1,51*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,3%*	*3,6%*	*0,5%*	*0,0%*	*1,1%*	*2,7%*	*1,8%*	*0,0%*	*0,2%*	*1,2%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**124,3**	**108,4**	**113,2**	**117,0**	**113,4**	**116,2**	**66,8**	**93,2**	**115,3**	**129,6**	**139,8**	**148,8**	**157,6**	**166,6**	***1,2%***	***6,0%***
Cto. Total ingresos	*-7,9%*	*-12,8%*	*4,4%*	*3,3%*	*-3,0%*	*2,5%*	*-42,5%*	*39,5%*	*23,7%*	*12,4%*	*7,9%*	*6,4%*	*5,9%*	*5,7%*		
EBITDA	**(1,1)**	**(17,7)**	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,2**	**11,3**	**(6,8)**	**0,4**	**13,4**	**17,4**	**16,9**	**19,5**	**22,2**	**25,1**	***33,1%***	***14,1%***
Cto. EBITDA	*58,6%*	*n.a.*	*49,0%*	*75,6%*	*153,3%*	*868,1%*	*-160,1%*	*105,5%*	*n.a.*	*30,1%*	*-2,6%*	*15,1%*	*14,0%*	*13,1%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0%*	*9,8%*	*n.a.*	*0,4%*	*11,6%*	*13,4%*	*12,1%*	*13,1%*	*14,1%*	*15,1%*		
Beneficio neto	**(11,0)**	**8,0**	**(22,7)**	**(6,9)**	**(0,5)**	**(8,3)**	**(19,3)**	**(9,3)**	**0,2**	**0,7**	**0,9**	**1,3**	**2,8**	**4,5**	***7,6%***	***70,7%***
Cto. Beneficio neto	*-7,5%*	*172,2%*	*-384,8%*	*69,8%*	*92,7%*	*n.a.*	*-132,5%*	*52,1%*	*101,7%*	*360,2%*	*24,4%*	*47,7%*	*112,0%*	*58,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-1,21	0,87	-2,48	-0,76	-0,05	-0,90	-2,10	-1,00	0,02	0,08	0,10	0,14	0,31	0,49	*7,6%*	*70,4%*
Cto. BPA	*-7,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*69,4%*	*92,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*52,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*24,4%*	*46,9%*	*n.a.*	*58,8%*		
BPA ord. (EUR)	-1,28	-2,14	-2,48	-0,81	0,00	-0,10	-2,44	-0,64	-0,13	0,08	-0,03	0,14	0,31	0,49	*31,0%*	*n.a.*
Cto. BPA ord.	*-11,9%*	*-66,7%*	*-16,3%*	*67,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*73,7%*	*80,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*58,8%*		
CAPEX	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(3,5)	(4,0)	(4,2)		
CAPEX/Vtas %[1]	*1,6%*	*2,2%*	*1,8%*	*0,8%*	*0,7%*	*2,2%*	*3,0%*	*2,4%*	*4,7%*	*3,0%*	*1,9%*	*2,4%*	*2,5%*	*2,5%*		
Free Cash Flow	**(3,6)**	**20,4**	**(12,7)**	**4,3**	**0,1**	**(3,5)**	**(9,8)**	**(6,0)**	**(6,5)**	**(2,2)**	**3,9**	**0,5**	**1,6**	**3,1**	***11,9%***	***-7,4%***
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-10,2x*	*-0,9x*	*n.a.*	*4,6x*	*0,6x*	*0,6x*	*0,4x*	*0,3x*	0,2x	0,0x		
PER (x)	*n.a.*	*4,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*63,2x*	*48,1x*	*33,1x*	15,6x	9,8x		
EV/Vtas (x)	*0,41x*	*0,08x*	*0,29x*	*0,27x*	*0,48x*	*0,65x*	*0,97x*	*0,65x*	*0,84x*	*0,66x*	*0,63x*	*0,58x*	0,55x	0,52x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*46,0x*	*6,6x*	*n.a.*	*n.a.*	*7,3x*	*4,9x*	*5,2x*	*4,4x*	3,9x	3,4x		
Comport. Absoluto	*-12,4%*	*-30,4%*	*-4,9%*	*62,2%*	*29,7%*	*2,6%*	*-35,9%*	*-16,3%*	*6,1%*	*24,1%*	*-5,2%*	*0,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-15,5%*	*-25,1%*	*-3,0%*	*51,0%*	*52,5%*	*-8,2%*	*-24,2%*	*-22,4%*	*12,3%*	*1,1%*	*-17,4%*	*-17,1%*				

(1) Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Agile Content

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software
Precio de Cierre: EUR 2,48 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

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 vídeo para la provisión de servicio de televisión. Desde noviembre de 2015 cotiza en BME Growth.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	57,6	65,3
EV (Mn EUR y USD)	59,4	67,4
Número de Acciones (Mn)	23,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,30 / 3,17 / 2,30	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación(1)	23,5	
Factset / Bloomberg	AGIL-ES / AGIL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Inveready	15,9
José Eulalio Poza Sanz	11,4
Onchena S.L	11,3
TV Azteca SAB de CV	6,9
Free Float	52,8

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,2	23,2	23,2
Total Ingresos	84,0	84,9	87,2	90,0
EBITDA Rec.	3,8	5,4	6,5	7,9
% Var.	*-41,4*	*41,9*	*19,8*	*21,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*4,5*	*6,4*	*7,4*	*8,7*
% Var EBITDA sector (2)	*3,0*	*13,2*	*16,5*	*12,2*
Beneficio neto	0,2	0,4	-0,3	-0,7
BPA (EUR)	0,01	0,02	-0,01	-0,03
% Var.	*713,9*	*124,8*	*-166,0*	*-158,8*
BPA ord. (EUR)	-0,15	0,02	-0,01	-0,03
% Var.	*-865,9*	*111,4*	*-166,0*	*-158,8*
Free Cash Flow Rec.	6,3	0,1	0,5	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	26,8	26,6	26,1	23,8
DN / EBITDA Rec.(x)	7,0	4,9	4,0	3,0
ROE (%)	*0,4*	*1,0*	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*n.a.*	*3,4*	*2,3*	*1,3*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,71	0,70	0,68	0,66
EV/EBITDA Rec.	15,6	11,0	9,2	7,6
EV/EBIT	n.a.	33,8	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	*11,0*	*0,2*	*0,9*	*4,0*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*1,6*	*0,0*	*-42,3*	*-31,5*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Autocartera 1,8%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Plan estratégico a 5 años ya aprobado por el Consejo y que se presentará probablemente antes del verano. Operativamente esperamos una continuación del cambio a un modelo más "asset light" en la actividad comercial y, financieramente, claridad sobre la refinanciación de los convertibles (c. EUR 15 Mn).

Cambio del mix de ingresos con mejora de recurrencia. AGIL continuó en 2024 – clasificación como activo mantenido para la venta de WeTek (instalación de dispositivos) - su política de reducir el peso de facturación con menor margen (publicidad, contenido, dispositivos) para concentrar esfuerzos en ingresos predecibles (contratos de larga duración) que apalancan una estructura de costes estable.

2025e: ingresos planos con mejor margen (mejora EBITDA Rec.). Para 2025e, estimamos un EBITDA Rec. de EUR 5,4 Mn (c. +40%) sobre unos ingresos creciendo 1% (WeTek excluido en 2024 y 2025e).

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

Más como Lowi. AGIL anunció hace menos de un mes el contrato para desarrollo y puesta en marcha del servicio de TV de Lowi (una de las marcas de Vofafone España). AGIL presentó la mejor oferta técnica y económica. Este contrato representa la tipología de cliente/contrato objetivo para AGIL: i) recurrencia, ii) acceso a un nuevo cliente (Vodafone España), y iii) espacio para crecer en el cliente (con sus otras marcas) y fuera del cliente (credenciales ante Vodafone, anterior propietario de Vodafone España).

"Monetización" de WeTek. Es poco probable que el proceso de venta se complete en 2025 pero muestras de interés o negociaciones con compradores serán bienvenidas por el mercado por la flexibilidad financiera que representa para AGIL la venta de su 61% en WeTek. Usando la valoración independiente del 61% en WeTek y ajustando por la deuda inter-compañías, estimamos una posible entrada de caja de c.EUR 20 Mn (antes de impuestos) que eliminaría la DN a 31 de diciembre de 2024.

Cambios en el Consejo. A finales de febrero, el fundador y presidente de AGIL (Hernán Scapusio) dejó el cargo y redujo su participación del 16% a menos del 5%. Otros accionistas relevantes con presencia en el Consejo (Inveready, Onchena, KeyWolf) incrementaron su participación en AGIL. El free float se mantiene por encima del >50%.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Decalaje entre firma de contrato e ingresos en P&L. Largo plazo y recurrencia de los contratos conlleva implementación. Por ejemplo, el contrato con Alcom (febrero 2024) contribuye a ingresos 2025 (pero no a ingresos 2024) y Lowi (mayo 2025) empezará a contribuir a ingresos en 2026.

Refinanciación Los convertibles emitidos en 2020-2021 y en 2022 vencen en 2026 y 2027, respectivamente. Los bonistas son accionistas de AGIL y la venta de WeTek dejaría a AGIL libre de deuda, lo que simplifica el proceso. Aunque en sí misma la refinanciación es un riesgo.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Reorientación estratégica y mal momentum de la acción -12m… provocado por las dudas sobre la renegociación del contrato con Masorange (renovación firmada en octubre 2024) y los resultados de 1S24 (octubre 2024). El buen desempeño de AGIL en 2S24 (cumpliendo guidance 2024), la reorientación estratégica hacia un crecimiento estable y rentable y la potencial refinanciación y desinversión en WeTek (fortaleciendo el balance) tienen potencial para cambiar el momentum del negocio. Múltiplos bajos vs sector (EV/Vtas 2026, c.0,7x) y muy mal comportamiento -12m (-42%; -39% vs sector).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	19,4	37,2	39,0	35,8	26,3	24,6	21,7	17,6
Inmovilizado material	0,8	0,6	0,6	0,7	1,1	2,8	5,0	6,6
Otros activos no corrientes	0,0	0,6	0,6	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Inmovilizado financiero	6,3	1,0	3,5	3,7	29,5	29,5	29,5	29,5
Fondo de comercio y otros intangibles	9,9	39,9	39,9	39,9	34,9	34,9	34,9	34,9
Activo circulante	15,4	27,5	27,4	34,1	22,1	20,4	21,1	21,7
Total activo	**51,9**	**106,8**	**111,0**	**114,7**	**114,5**	**112,9**	**112,9**	**110,9**
Patrimonio neto	27,7	44,4	44,3	43,1	42,0	42,4	42,2	41,5
Minoritarios	-	2,1	6,4	7,5	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,3	0,3	0,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Otros pasivos no corrientes	-	-	3,3	3,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Deuda financiera neta	6,2	28,7	20,3	19,9	26,8	26,6	26,1	23,8
Pasivo circulante	18,0	31,4	36,5	40,8	41,7	39,8	40,6	41,7
Total pasivo	**51,9**	**106,8**	**111,0**	**114,7**	**114,5**	**112,9**	**112,9**	**110,9**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**20,4**	**55,2**	**101,5**	**102,6**	**84,0**	**84,9**	**87,2**	**90,0**	***42,4%***	***2,3%***
Cto.Total Ingresos	*86,0%*	*170,3%*	*83,9%*	*1,0%*	*-18,1%*	*1,1%*	*2,7%*	*3,3%*		
Coste de ventas	(9,1)	(25,4)	(58,8)	(61,8)	(48,3)	(46,7)	(47,1)	(47,7)		
Margen Bruto	**11,3**	**29,9**	**42,8**	**40,8**	**35,8**	**38,2**	**40,1**	**42,3**	***33,3%***	***5,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*55,5%*	*54,1%*	*42,1%*	*39,8%*	*42,5%*	*45,0%*	*46,0%*	*47,0%*		
Gastos de personal	(7,5)	(17,1)	(18,9)	(18,5)	(17,6)	(18,3)	(18,9)	(19,6)		
Otros costes de explotación	(4,3)	(11,6)	(19,6)	(15,8)	(14,3)	(14,5)	(14,7)	(14,9)		
EBITDA recurrente[(1)]	**(0,6)**	**1,2**	**4,3**	**6,5**	**3,8**	**5,4**	**6,5**	**7,9**	***72,7%***	***27,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*318,5%*	*251,9%*	*52,8%*	*-41,4%*	*41,9%*	*19,8%*	*21,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*2,2%*	*4,2%*	*6,4%*	*4,5%*	*6,4%*	*7,4%*	*8,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,2)	(2,4)	0,6	0,4	1,1	-	-	-		
Gastos capitalizados	3,8	6,2	6,7	7,1	5,9	5,9	5,9	5,9		
EBITDA	**2,0**	**5,1**	**11,5**	**14,0**	**10,7**	**11,3**	**12,4**	**13,7**	***51,8%***	***8,5%***
Depreciación y provisiones	(3,2)	(8,7)	(9,5)	(9,3)	(12,1)	(9,3)	(11,1)	(12,9)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,2)	(1,6)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
EBIT	**(1,2)**	**(3,6)**	**0,9**	**3,1**	**(1,7)**	**1,8**	**1,0**	**0,5**	***-9,2%***	***31,8%***
Cto.EBIT	*-993,9%*	*-202,2%*	*123,9%*	*259,3%*	*-154,8%*	*202,9%*	*-44,8%*	*-48,8%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*0,9%*	*3,0%*	*n.a.*	*2,1%*	*1,1%*	*0,6%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,4)	(2,1)	(1,4)	(1,8)	0,8	(1,3)	(1,2)	(1,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(2,6)**	**(5,7)**	**(0,5)**	**1,3**	**(0,9)**	**0,5**	**(0,3)**	**(0,7)**	***22,4%***	***9,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*-576,1%*	*-120,0%*	*91,0%*	*346,1%*	*-174,4%*	*153,9%*	*-152,8%*	*-158,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(2,6)**	**(5,7)**	**(0,5)**	**1,3**	**(0,9)**	**0,5**	**(0,3)**	**(0,7)**	***22,4%***	***9,7%***
Impuestos	(0,2)	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(1,3)	(0,1)	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*9,7%*	*n.a.*	*20,0%*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	(1,3)	(1,1)	(1,6)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	4,0	-	-	-		
Beneficio neto	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,0)**	**0,0**	**0,2**	**0,4**	**(0,3)**	**(0,7)**	***19,9%***	***-80,1%***
Cto.Beneficio neto	*n.a.*	*-102,5%*	*64,9%*	*101,1%*	*713,9%*	*124,8%*	*-166,0%*	*-158,8%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,4)**	**(3,3)**	**(2,4)**	**(0,4)**	**(3,6)**	**0,4**	**(0,3)**	**(0,7)**	***-26,1%***	***42,0%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-480,3%*	*-136,8%*	*28,7%*	*84,5%*	*-865,9%*	*111,4%*	*-166,0%*	*-158,8%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**5,4**	**6,5**	**7,9**	***72,7%***	***27,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Var.capital circulante						(0,2)	0,1	0,4		
Cash Flow operativo recurrente						**4,9**	**6,3**	**8,0**	***50,7%***	***-18,9%***
CAPEX						(3,4)	(4,5)	(4,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,3)	(1,2)	(1,2)		
Impuestos						(0,1)	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**0,1**	**0,5**	**2,3**	***38,8%***	***-28,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,1**	**0,5**	**2,3**	***21,7%***	***-28,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,1)**	**(0,5)**	**(2,3)**		

(1) EBITDA "Cash", que excluye ingresos por capitalización de gastos.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**1,2**	**4,3**	**6,5**	**3,8**	**5,4**	**6,5**	**7,9**	***46,6%***	***27,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*318,5%*	*251,9%*	*52,8%*	*-41,4%*	*41,9%*	*19,8%*	*21,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,2%*	*4,2%*	*6,4%*	*4,5%*	*6,4%*	*7,4%*	*8,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,2)	(1,6)	(1,8)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	1,3	5,2	(2,4)	13,0	(0,2)	0,1	0,4		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,6**	**8,3**	**2,5**	**15,0**	**4,9**	**6,3**	**8,0**	***80,3%***	***-18,9%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-11,9%*	*225,6%*	*-70,0%*	*500,4%*	*-67,4%*	*29,5%*	*26,5%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*4,6%*	*8,2%*	*2,4%*	*17,8%*	*5,7%*	*7,2%*	*8,9%*		
- CAPEX	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(7,2)	(3,4)	(4,5)	(4,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,8)	(1,4)	(1,2)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,2)		
- Impuestos	(0,0)	(0,2)	-	-	(0,1)	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(8,0)**	**1,7**	**0,0**	**6,3**	**0,1**	**0,5**	**2,3**	***40,8%***	***-28,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-116,5%*	*121,5%*	*-99,0%*	*n.a.*	*-98,0%*	*331,8%*	*324,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*1,7%*	*0,0%*	*7,5%*	*0,1%*	*0,6%*	*2,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,0)	0,6	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(33,7)	0,3	0,5	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	2,4	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(42,7)**	**5,0**	**0,5**	**6,3**	**0,1**	**0,5**	**2,3**	***29,0%***	***-28,7%***
Cto. Free Cash Flow	*-29,9%*	*111,7%*	*-90,6%*	*n.a.*	*-98,0%*	*331,8%*	*324,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*3,0%*	*0,0%*	*11,0%*	*0,2%*	*0,9%*	*4,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*8,6%*	*0,8%*	*11,0%*	*0,2%*	*0,9%*	*4,0%*		

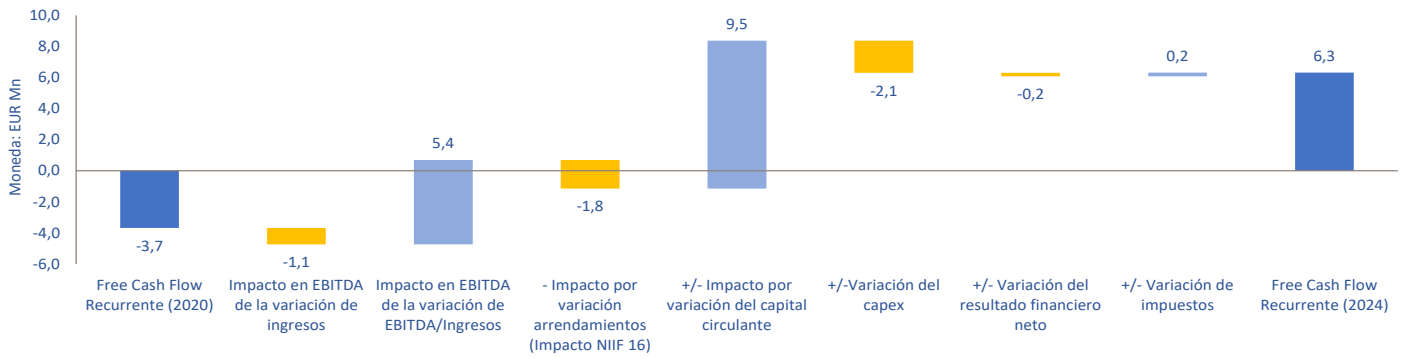
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(3,7)**	**(8,0)**	**1,7**	**0,0**	**6,3**	**0,1**	**0,5**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,9)	1,0	0,0	(1,2)	0,0	0,1	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,7	2,0	2,2	(1,5)	1,6	0,9	1,2
= Variación EBITDA recurrente	**1,8**	**3,1**	**2,3**	**(2,7)**	**1,6**	**1,1**	**1,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,2)	(0,5)	(0,2)	1,5	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,1)	3,9	(7,6)	15,4	(13,2)	0,4	0,3
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,3)**	**5,8**	**(5,8)**	**12,5**	**(10,1)**	**1,4**	**1,7**
+/-Variación del CAPEX	(3,6)	3,7	3,7	(5,9)	3,8	(1,1)	0,0
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,6)	0,4	0,2	(0,2)	0,2	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos	0,2	(0,2)	0,2	-	(0,1)	0,1	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(4,3)**	**9,7**	**(1,7)**	**6,3**	**(6,2)**	**0,4**	**1,8**
Free Cash Flow Recurrente	**(8,0)**	**1,7**	**0,0**	**6,3**	**0,1**	**0,5**	**2,3**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(3,6)**	**0,9**	**3,1**	**(1,7)**	**1,8**	**1,0**	**0,5**	***22,2%***	***31,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*9,7%*	*0,0%*	*20,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	(0,4)	-	-		
EBITDA recurrente	**1,2**	**4,3**	**6,5**	**3,8**	**5,4**	**6,5**	**7,9**	***46,6%***	***27,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,2)	(1,6)	(1,8)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	1,3	5,2	(2,4)	13,0	(0,2)	0,1	0,4		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,6**	**8,3**	**2,5**	**15,0**	**4,9**	**6,3**	**8,0**	***80,3%***	***-18,9%***
- CAPEX	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(7,2)	(3,4)	(4,5)	(4,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	(0,4)	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(6,2)**	**3,3**	**0,9**	**7,7**	**1,1**	**1,8**	**3,5**	***48,2%***	***-23,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-174,3%*	*153,6%*	*-72,0%*	*738,6%*	*-85,5%*	*58,2%*	*95,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	3,3%	0,9%	9,2%	1,3%	2,0%	3,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(33,7)	0,3	0,5	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	2,4	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(39,9)**	**6,0**	**1,4**	**7,8**	**1,1**	**1,8**	**3,5**	***30,0%***	***-23,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-32,0%*	*115,0%*	*-77,1%*	*465,2%*	*-85,5%*	*58,2%*	*95,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*5,6%*	*1,6%*	*13,0%*	*1,9%*	*3,0%*	*5,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*10,1%*	*2,3%*	*13,1%*	*1,9%*	*3,0%*	*5,9%*		

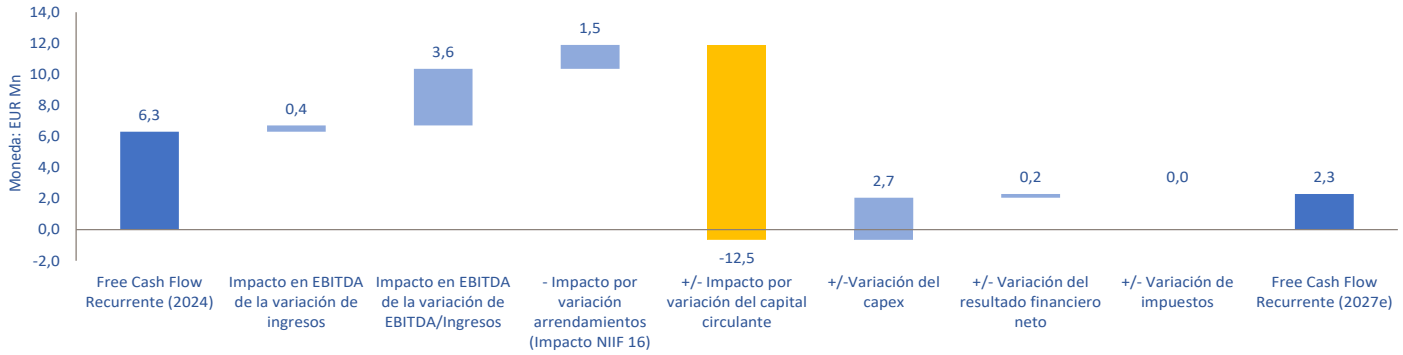
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

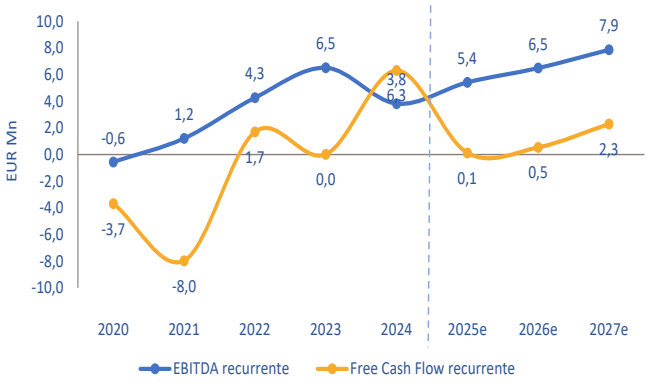
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



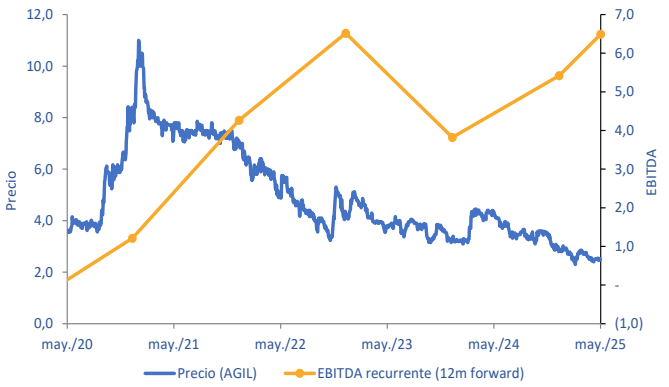
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,6	0,0	-42,3	-14,5	-51,0	-31,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-4,8	-8,2	-53,7	-29,7	-70,0	-67,5
vs Euro STOXX 50	-2,7	2,8	-45,5	-21,4	-65,9	-62,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-7,3	-8,8	-49,5	-30,7	-58,2	-61,9
vs Segmento Micro Cap España (1)	-2,5	-4,7	-45,4	-24,4	-53,1	-55,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,2	-2,4	-40,9	-17,9	-45,5	-47,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-7,1	8,0	-38,7	-16,2	-64,8	-58,3

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**1,1**	**1,8**	**3,5**	**49,1**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**57,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**26,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**11,0%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,8%**	**12,3%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	68,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	31,7%	D	=	=
WACC	**9,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,2%**	**10,0%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	57,6	
+ Minoritarios		Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	26,8	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	5,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros[1]	(21,6)	
Enterprise Value (EV)	**59,4**	

(1) Valoración independiente del 61% de WeTek clasificado como disponible para la venta.

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	1,2%	4,2%	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	-7,8%
FCF Yield - WACC	4,0%	-3,2%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	8,1%	7,1	8,4x
Central	7,4%	6,5	9,2x
Min	6,7%	5,9	10,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	4,7%	5,2%	5,7%
7,1	1,6	1,2	0,7
6,5	1,0	0,5	0,1
5,9	0,4	(0,1)	(0,5)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	2,8%	2,0%	1,2%
Central	1,7%	0,9%	0,2%
Min	0,6%	n.a.	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		TV Technologies		TV Platform			
	EUR Mn	Kudelski	Average	Netgem	Kaltura	Average	AGIL
Datos Mercado	Ticker (Factset)	KUD-CH		ALNTG-FR	KLTR-US		AGIL-ES
	País	Switzerland		France	USA		Spain
	Market cap	72,3		33,1	283,0		57,6
	Enterprise value (EV)	28,9		26,0	267,3		59,4
Información financiera básica	Total Ingresos	357,0		34,1	159,8		84,9
	Cto.Total Ingresos	*-1,6%*	*-1,6%*	*1,1%*	*1,4%*	*1,3%*	*1,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*15,6%*	*15,6%*	*n.a.*	*3,8%*	*3,8%*	*3,0%*
	EBITDA	1,3		9,0	12,8		11,3
	Cto. EBITDA	*106,3%*	*106,3%*	*-8,3%*	*172,8%*	*82,2%*	*5,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*42,2%*	*42,2%*	*10,0%*
	EBITDA/Ingresos	*0,4%*	*0,4%*	*26,4%*	*8,0%*	*17,2%*	*13,4%*
	EBIT	(7,4)		4,4	8,9		1,8
	Cto. EBIT	*94,0%*	*94,0%*	*68,9%*	*140,7%*	*104,8%*	*202,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*55,4%*	*55,4%*	*-46,8%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*12,9%*	*5,6%*	*9,3%*	*2,1%*
	Beneficio Neto	(7,7)		3,7	(13,6)		0,4
	Cto. Beneficio Neto	*94,6%*	*94,6%*	*89,1%*	*50,6%*	*69,8%*	*124,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*52,1%*	*52,1%*	*-92,6%*
	CAPEX/Ventas	*2,4%*	*2,4%*	*5,9%*	*0,7%*	*3,3%*	*4,0%*
	Free Cash Flow	(36,4)		5,2	10,2		0,1
	Deuda financiera Neta	(40,4)		(8,8)	2,3		26,6
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	0,2	0,2	4,9
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*60,5%*	*n.a.*	*60,5%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	n.a.	9,2	69,6	39,4	n.a.
	P/BV (x)	0,3	0,3	1,2	n.a.	1,2	1,4
	EV/Ingresos (x)	0,1	0,1	0,8	1,7	1,2	0,7
	EV/EBITDA (x)	21,8	21,8	2,9	21,0	11,9	11,0
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	5,9	29,9	17,9	33,8
	ROE	*n.a.*	*n.a.*	*12,6*	*n.a.*	*12,6*	*1,0*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*15,6*	*3,6*	*9,6*	*0,2*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,07*	*n.a.*	*0,07*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*7,0%*	*n.a.*	*7,0%*	*0,0%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos				**7,9**	**8,8**	**11,0**	**20,4**	**55,2**	**101,5**	**102,6**	**84,0**	**84,9**	**87,2**	**90,0**	***n.a.***	***2,3%***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*12,1%*	*24,5%*	*86,0%*	*170,3%*	*83,9%*	*1,0%*	*-18,1%*	*1,1%*	*2,7%*	*3,3%*		
EBITDA				**(0,7)**	**(1,3)**	**0,0**	**2,0**	**5,1**	**11,5**	**14,0**	**10,7**	**11,3**	**12,4**	**13,7**	***n.a.***	***8,5%***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*-69,5%*	*102,1%*	*n.a.*	*150,0%*	*127,4%*	*21,9%*	*-23,4%*	*5,7%*	*9,1%*	*10,8%*		
EBITDA/Ingresos				*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*9,9%*	*9,1%*	*11,3%*	*13,7%*	*12,8%*	*13,4%*	*14,2%*	*15,2%*		
Beneficio neto				**0,0**	**(1,3)**	**0,1**	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,0)**	**0,0**	**0,2**	**0,4**	**(0,3)**	**(0,7)**	***n.a.***	***-80,1%***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*n.a.*	*109,3%*	*n.a.*	*-102,5%*	*64,9%*	*101,1%*	*713,9%*	*124,8%*	*-166,0%*	*-158,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				12,2	13,5	18,0	20,9	23,1	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2		
BPA (EUR)				0,00	-0,10	0,01	-0,14	-0,25	-0,09	0,00	0,01	0,02	-0,01	-0,03	*n.a.*	*-80,1%*
Cto. BPA				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-83,5%*	*65,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)				0,00	-0,10	0,01	-0,07	-0,14	-0,10	-0,02	-0,15	0,02	-0,01	-0,03	*n.a.*	*42,0%*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*29,1%*	*84,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
CAPEX				(1,9)	(2,2)	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(7,2)	(3,4)	(4,5)	(4,5)		
CAPEX/Vtas %[1]				*24,3%*	*25,2%*	*24,2%*	*25,2%*	*15,8%*	*4,9%*	*1,2%*	*8,6%*	*4,0%*	*5,2%*	*5,0%*		
Free Cash Flow				**(2,7)**	**(3,1)**	**(4,3)**	**(32,9)**	**(42,7)**	**5,0**	**0,5**	**6,3**	**0,1**	**0,5**	**2,3**	***n.a.***	***-28,7%***
DN/EBITDA (x) [2]				*n.a.*	*n.a.*	*21,9x*	*3,1x*	*5,7x*	*1,8x*	*1,4x*	*2,5x*	*2,3x*	2,1x	1,7x		
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)				*3,11x*	*2,48x*	*1,51x*	*3,29x*	*3,28x*	*1,70x*	*1,22x*	*0,91x*	*0,70x*	0,68x	0,66x		
EV/EBITDA (x) [2]				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*33,3x*	*35,9x*	*15,1x*	*8,9x*	*7,1x*	*5,2x*	4,8x	4,3x		
Comport. Absoluto				*-14,7%*	*3,4%*	*189,3%*	*95,8%*	*-11,8%*	*-38,6%*	*-24,3%*	*-12,1%*	*-14,5%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*-20,6%*	*21,7%*	*158,7%*	*131,6%*	*-18,3%*	*-35,0%*	*-38,3%*	*-23,4%*	*-29,7%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Alquiber (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). ALQ cuenta con una posición de referencia en el sector (c. 19.400 vehículos, 25 delegaciones en España y cuota de mercado de c.13% (estimación Lighthouse)). Controlada por la familia Acebes, plenamente involucrada en la gestión.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	64,3	72,9
EV (Mn EUR y USD)	289,1	327,9
Número de Acciones (Mn)	5,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,50 / 9,81 / 8,37	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	3,2	
Factset / Bloomberg	ALQ-ES / ALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Miguel Ángel Acebes Acebes	41,1
Marianela Acebes Moreno	17,5
Miguel Acebes Moreno	17,4
Free Float	24,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,3	5,4	5,4	5,4
Total Ingresos	144,5	167,1	189,7	211,2
EBITDA Rec.	82,3	95,4	110,0	123,8
% Var.	*13,1*	*15,9*	*15,3*	*12,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*57,0*	*57,1*	*58,0*	*58,6*
% Var EBITDA sector (2)	*5,5*	*10,9*	*9,8*	*9,1*
Beneficio neto	6,1	8,1	12,5	18,2
BPA (EUR)	1,14	1,49	2,32	3,37
% Var.	*-22,0*	*30,7*	*55,4*	*45,4*
BPA ord. (EUR)	1,21	1,49	2,32	3,37
% Var.	*-25,8*	*23,7*	*55,4*	*45,4*
Free Cash Flow Rec.	-17,4	-35,1	-8,3	2,0
Pay-out (%)	*25,8*	*20,1*	*12,9*	*13,8*
DPA (EUR)	0,29	0,30	0,30	0,46
Deuda financiera neta	212,4	249,1	259,0	259,6
DN / EBITDA Rec.(x)	2,6	2,6	2,4	2,1
ROE (%)	*13,6*	*16,1*	*21,3*	*25,3*
ROCE (%)	*5,5*	*5,6*	*6,5*	*7,8*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	10,4	8,0	5,1	3,5
PER Ordinario	9,9	8,0	5,1	3,5
P/BV	1,4	1,2	1,0	0,8
Dividend Yield (%)	*2,5*	*2,5*	*2,5*	*3,9*
EV/Ventas	2,00	1,73	1,52	1,37
EV/EBITDA Rec.	3,5	3,0	2,6	2,3
EV/EBIT	14,7	12,7	9,8	7,8
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,0*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*8,2*	*7,2*	*36,7*	*137,4*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

El renting flexible continuó su fuerte crecimiento en 2024, con un incremento del 12% vs 2023. Es el "core" del negocio y supone c.85% de los ingresos totales. Y es la línea más rentable, permitiendo trasladar el crecimiento en ingresos totales (+14,6%) al EBITDA rec. (+13,1%; Mg. EBITDA 2024 del 57,0%). No obstante, los gastos financieros presionaron el Beneficio Neto en 2024 (EUR 6,1 Mn; -22,0% vs 2023).

No vemos señales de agotamiento en el crecimiento (var. Flota Neta 2024: +1.200 ud). La propia inercia del crecimiento de la flota en años anteriores ha llevado a ALQ a cerrar 2024 con c.19.400 vehículos (vs c.18.200 en 2023) y una ocupación del c.90% (estimación Lighthouse). Estimamos una flota >22.000 vehículos para 2025e.

Esperamos continuidad en 2025e (en el mejor sentido el término). La apertura de la nueva delegación en Córdoba (mayo 2025) evidencia la necesidad de aumentar la capacidad para satisfacer la demanda creciente. Por lo que nuestras estimaciones para 2025e tienen un doble enfoque: i) crecimiento en ingresos a doble dígito (+15,6%) y ii) mantenimiento de márgenes (Mg. EBITDA rec. 57,1% vs 57,0% 2024).

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

Negocio de nicho en una industria creciente. La flota de ALQ (+6,5%) crece por encima de la flota del sector (+4,9%) en 2024 (según AER). El parque de vehículos de renting en España alcanza el 3% (vs 2,9% en 2023) del total (vs 4%-5% en UK o Francia). Lo que es uno de los grandes argumentos a favor de ALQ en el largo plazo.

Red de establecimientos "asentada" en España. Red capilar de 25 delegaciones en España (vs 30 de Northgate; principal competidor). Lo que le permite estar cerca del cliente, flexibilizar oferta y anticipar nuevas oportunidades para expandir el negocio.

Las altas tasas de crecimiento deberían permitir duplicar Beneficio Neto 2024 "ya" en 2026e. En 2027e estimamos una compañía con ventas de EUR 211,2 Mn (+13,5% TACC 2024-2027e), con capacidad de defender márgenes (EBITDA rec. +14,6% TACC 2024-2027e). Un fuerte crecimiento que nos lleva a mantener la expectativa de doblar Beneficio Neto en 2026e (EUR 12,5 Mn vs EUR 6,1 Mn 2024).

La rotación de flota es un factor clave para la generación de caja. Nuestras hipótesis recogen la venta de c.75% de los vehículos adquiridos -4y (ya amortizados, pero con valor residual). De cara a 2025e, anticipamos una generación de caja relevante derivada de las adquisiciones de flota realizadas en 2021 (c.4.500 unidades).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Negocio intensivo en CAPEX. La fase actual de crecimiento del negocio se apoya en el incremento continuado de su flota. Estimamos un CAPEX anual de c. EUR 135 Mn +3y, que presionará la generación de caja y se traduce en una Deuda Neta 2025e de EUR 249,1 Mn (>85% s/EV).

Alto nivel de endeudamiento. La consecuencia lógica de un negocio intensivo en capital es un alto nivel de deuda (DN/EBITDA 2025e: 2,6x). Esta estructura incrementa la sensibilidad del Beneficio Neto a los tipos de interés. Estimamos que la disminución esperada de tipos (2,25% mayo 2025 vs 4,0% mayo 2024) suavice el este impacto, pero no elimina la necesidad de gestionar con rigor la financiación.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Indicadores atractivos. El desempeño de la acción (-12m: 36,7% absoluto y +22,3% vs sector) está respaldado por una buena ejecución operativa y un equity story diferencial. Aun así, ALQ sigue cotizando a múltiplos objetivamente bajos (PER 2025e 8,0x; PER 2026e 5,1x), que no parecen reflejar las perspectivas de alto crecimiento (históricamente probado y favorecido por un driver sectorial que sigue vigente) ni el efecto de un entorno de menores tipos de interés.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Inmovilizado material	107,2	142,4	187,8	227,9	254,6	295,6	314,3	328,5
Otros activos no corrientes	2,1	1,9	1,9	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8
Inmovilizado financiero	0,5	0,7	0,6	0,7	2,2	2,2	2,2	2,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	14,0	17,6	17,6	23,9	22,6	26,1	29,6	33,0
Total activo	**124,1**	**163,0**	**208,4**	**255,0**	**282,6**	**327,2**	**349,4**	**366,9**
Patrimonio neto	25,3	29,3	37,5	42,3	46,8	53,3	64,2	79,9
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	6,3	7,4	9,1	11,7	14,6	14,6	14,6	14,6
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	89,4	121,1	155,5	191,3	212,4	249,1	259,0	259,6
Pasivo circulante	3,1	5,3	6,4	9,8	8,9	10,2	11,6	12,9
Total pasivo	**124,1**	**163,0**	**208,4**	**255,0**	**282,6**	**327,2**	**349,4**	**366,9**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**58,9**	**76,1**	**100,4**	**126,1**	**144,5**	**167,1**	**189,7**	**211,2**	***25,1%***	***13,5%***
Cto.Total Ingresos	*15,8%*	*29,1%*	*31,9%*	*25,7%*	*14,6%*	*15,6%*	*13,5%*	*11,4%*		
Coste de ventas	(5,2)	(6,6)	(8,7)	(9,6)	(13,8)	(16,1)	(16,9)	(17,8)		
Margen Bruto	**53,7**	**69,5**	**91,7**	**116,6**	**130,7**	**151,0**	**172,8**	**193,4**	***24,9%***	***14,0%***
Margen Bruto / Ingresos	*91,1%*	*91,4%*	*91,4%*	*92,4%*	*90,4%*	*90,4%*	*91,1%*	*91,6%*		
Gastos de personal	(4,7)	(5,5)	(6,8)	(8,3)	(9,7)	(11,0)	(12,2)	(13,5)		
Otros costes de explotación	(17,0)	(23,3)	(28,0)	(35,5)	(38,7)	(44,6)	(50,6)	(56,2)		
EBITDA recurrente	**32,0**	**40,7**	**56,9**	**72,8**	**82,3**	**95,4**	**110,0**	**123,8**	***26,6%***	***14,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*16,7%*	*27,2%*	*39,7%*	*28,0%*	*13,1%*	*15,9%*	*15,3%*	*12,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*54,3%*	*53,5%*	*56,7%*	*57,7%*	*57,0%*	*57,1%*	*58,0%*	*58,6%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(0,5)	-	-	-		
EBITDA	**32,0**	**40,6**	**56,4**	**71,6**	**81,8**	**95,4**	**110,0**	**123,8**	***26,4%***	***14,8%***
Depreciación y provisiones	(26,1)	(31,3)	(40,7)	(52,3)	(62,1)	(72,6)	(80,5)	(86,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**5,9**	**9,2**	**15,7**	**19,3**	**19,7**	**22,8**	**29,5**	**36,9**	***35,2%***	***23,3%***
Cto.EBIT	*-3,0%*	*56,6%*	*70,5%*	*22,7%*	*2,0%*	*15,7%*	*29,4%*	*25,3%*		
EBIT / Ingresos	*10,0%*	*12,1%*	*15,7%*	*15,3%*	*13,6%*	*13,6%*	*15,5%*	*17,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,6)	(3,1)	(4,5)	(8,9)	(11,3)	(11,6)	(12,1)	(11,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**3,3**	**6,1**	**11,2**	**10,4**	**8,4**	**11,2**	**17,3**	**25,2**	***26,7%***	***44,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*-11,2%*	*87,2%*	*83,3%*	*-6,9%*	*-19,3%*	*32,7%*	*55,4%*	*45,4%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**3,3**	**6,1**	**11,2**	**10,4**	**8,4**	**11,2**	**17,3**	**25,2**	***26,7%***	***44,2%***
Impuestos	(0,8)	(1,4)	(2,7)	(2,6)	(2,3)	(3,1)	(4,8)	(7,0)		
Tasa fiscal efectiva	*25,0%*	*23,5%*	*23,9%*	*25,3%*	*27,8%*	*27,8%*	*27,8%*	*27,8%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**2,4**	**4,7**	**8,5**	**7,8**	**6,1**	**8,1**	**12,5**	**18,2**	***25,5%***	***44,2%***
Cto.Beneficio neto	*-11,0%*	*91,0%*	*82,3%*	*-8,6%*	*-22,0%*	*32,7%*	*55,4%*	*45,4%*		
Beneficio ordinario neto	**2,4**	**4,8**	**8,9**	**8,7**	**6,4**	**8,1**	**12,5**	**18,2**	***27,4%***	***41,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-11,5%*	*97,0%*	*84,5%*	*-2,3%*	*-25,8%*	*25,6%*	*55,4%*	*45,4%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**95,4**	**110,0**	**123,8**	***26,6%***	***14,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,1)	(2,1)	(2,0)		
Cash Flow operativo recurrente						**93,3**	**107,8**	**121,7**	***26,7%***	***13,7%***
CAPEX						(141,5)	(128,5)	(131,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(11,6)	(12,1)	(11,7)		
Impuestos						(3,1)	(4,8)	(7,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**(35,1)**	**(8,3)**	**2,0**	***-10,1%***	***28,3%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						27,9	29,3	30,9		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(35,1)**	**(8,3)**	**2,0**	***-10,9%***	***28,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,6)	(1,6)	(2,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**36,7**	**9,9**	**0,6**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

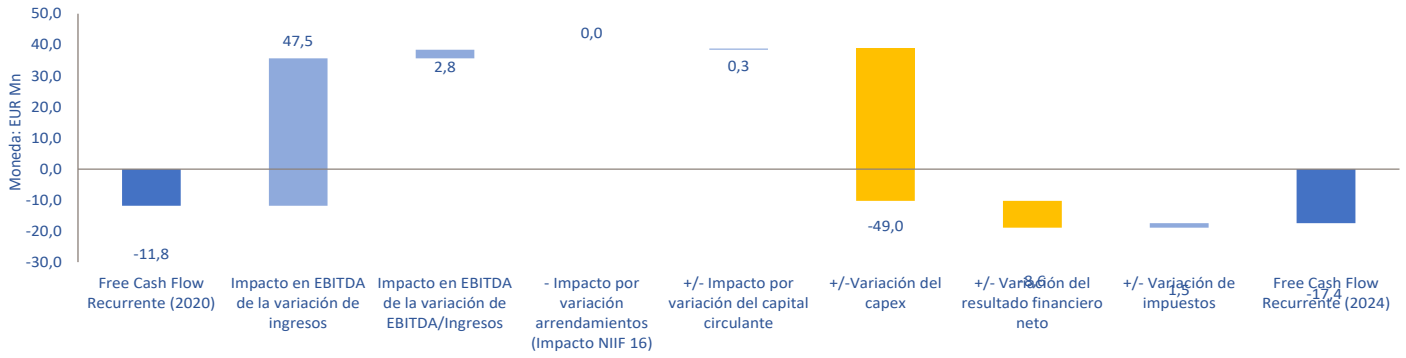
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**40,7**	**56,9**	**72,8**	**82,3**	**95,4**	**110,0**	**123,8**	***26,4%***	***14,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*27,2%*	*39,7%*	*28,0%*	*13,1%*	*15,9%*	*15,3%*	*12,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*53,5%*	*56,7%*	*57,7%*	*57,0%*	*57,1%*	*58,0%*	*58,6%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,4)	1,1	(2,9)	0,4	(2,1)	(2,1)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**39,3**	**57,9**	**69,9**	**82,7**	**93,3**	**107,8**	**121,7**	***28,2%***	***13,7%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*22,4%*	*47,5%*	*20,6%*	*18,3%*	*12,8%*	*15,6%*	*12,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*51,6%*	*57,7%*	*55,4%*	*57,2%*	*55,8%*	*56,9%*	*57,6%*		
- CAPEX	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(141,5)	(128,5)	(131,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(3,1)	(4,5)	(8,2)	(11,3)	(11,6)	(12,1)	(11,7)		
- Impuestos	(1,0)	(1,8)	(1,8)	1,1	(3,1)	(4,8)	(7,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**(32,3)**	**(35,4)**	**(32,3)**	**(17,4)**	**(35,1)**	**(8,3)**	**2,0**	***18,6%***	***28,3%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-172,8%*	*-9,7%*	*8,6%*	*46,2%*	*-101,7%*	*76,4%*	*123,6%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,9%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(0,5)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,2	8,7	10,6	16,3	27,9	29,3	30,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(32,4)**	**(35,8)**	**(33,5)**	**(17,9)**	**(35,1)**	**(8,3)**	**2,0**	***18,0%***	***28,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-174,6%*	*-10,5%*	*6,5%*	*46,6%*	*-96,4%*	*76,4%*	*123,6%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,0%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(11,8)**	**(32,3)**	**(35,4)**	**(32,3)**	**(17,4)**	**(35,1)**	**(8,3)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	9,3	13,0	14,6	10,6	12,9	12,9	12,5
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,6)	3,2	1,3	(1,1)	0,2	1,7	1,3
= Variación EBITDA recurrente	**8,7**	**16,2**	**15,9**	**9,5**	**13,1**	**14,6**	**13,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	2,5	(4,0)	3,3	(2,6)	(0,0)	0,1
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**7,2**	**18,7**	**12,0**	**12,8**	**10,6**	**14,6**	**13,9**
+/-Variación del CAPEX	(26,5)	(19,5)	(5,3)	2,3	(23,6)	14,5	(1,9)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,5)	(1,4)	(3,6)	(3,1)	(0,4)	(0,5)	0,4
+/- Variación de impuestos	(0,6)	(0,8)	0,0	2,9	(4,3)	(1,7)	(2,2)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(20,4)**	**(3,1)**	**3,1**	**14,9**	**(17,7)**	**26,8**	**10,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(32,3)**	**(35,4)**	**(32,3)**	**(17,4)**	**(35,1)**	**(8,3)**	**2,0**

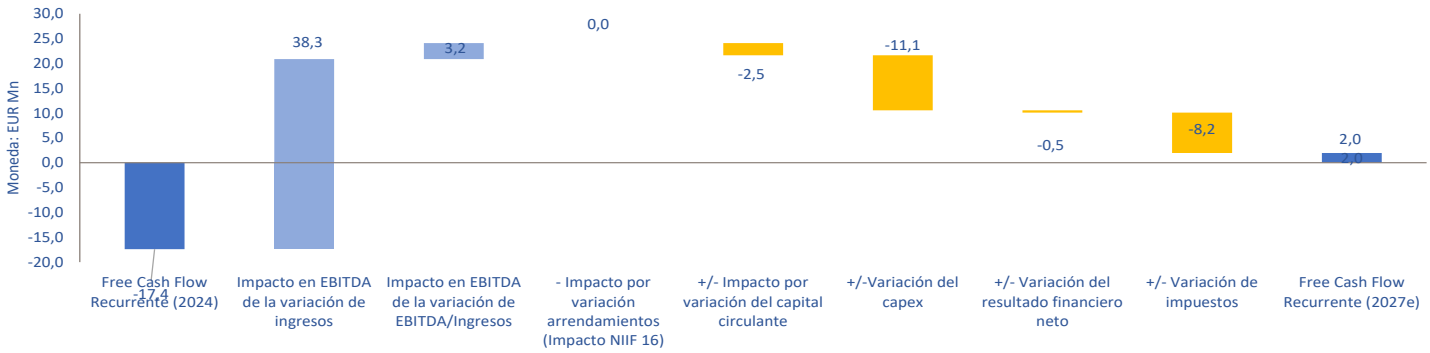
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**9,2**	**15,7**	**19,3**	**19,7**	**22,8**	**29,5**	**36,9**	***28,8%***	***23,3%***
** Tasa fiscal teórica*	*23,5%*	*23,9%*	*25,3%*	*27,8%*	*27,8%*	*27,8%*	*27,8%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	(3,8)	(4,9)	(5,5)	(6,3)	(8,2)	(10,3)		
EBITDA recurrente	**40,7**	**56,9**	**72,8**	**82,3**	**95,4**	**110,0**	**123,8**	***26,4%***	***14,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,4)	1,1	(2,9)	0,4	(2,1)	(2,1)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**39,3**	**57,9**	**69,9**	**82,7**	**93,3**	**107,8**	**121,7**	***28,2%***	***13,7%***
- CAPEX	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(141,5)	(128,5)	(131,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	(3,8)	(4,9)	(5,5)	(6,3)	(8,2)	(10,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(30,4)**	**(32,8)**	**(27,3)**	**(12,8)**	**(26,7)**	**0,5**	**10,4**	***25,1%***	***41,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-194,0%*	*-8,2%*	*16,9%*	*53,2%*	*-109,3%*	*101,8%*	*n.a.*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	4,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,2	8,7	10,6	16,3	27,9	29,3	30,9		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(30,4)**	**(32,8)**	**(27,3)**	**(12,8)**	**(26,7)**	**0,5**	**10,4**	***25,1%***	***41,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-194,0%*	*-8,2%*	*16,9%*	*53,2%*	*-109,3%*	*101,8%*	*n.a.*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*3,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*3,6%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

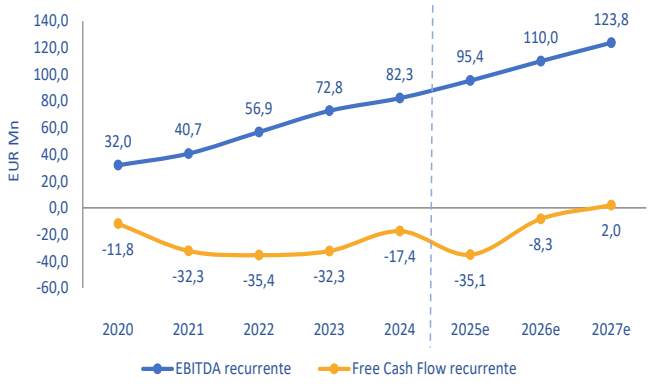
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



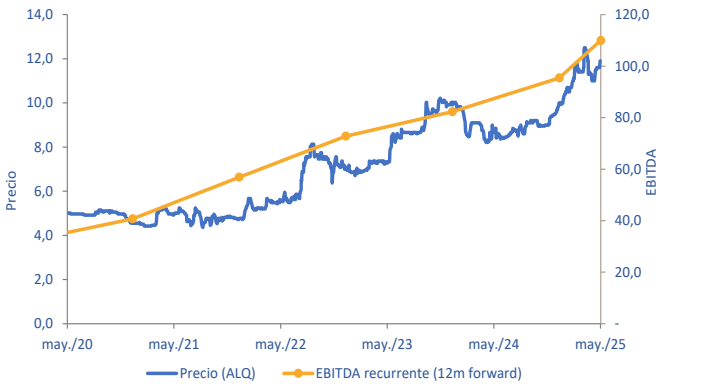
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	8,2	7,2	36,7	19,0	113,4	137,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,3	-1,6	9,6	-2,2	30,5	12,7
vs Euro STOXX 50	3,6	10,2	29,3	9,4	48,6	29,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,3	-2,2	19,8	-3,6	82,1	32,2
vs Segmento Micro Cap España (1)	3,8	2,1	29,4	5,2	104,3	55,0
vs MSCI Europe Micro Cap	2,0	4,6	40,0	14,2	137,4	81,7
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	-1,8	6,2	22,3	6,5	38,2	13,4

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(26,7)**	**0,5**	**10,4**	**397,6**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**64,3**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**212,4**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta	4,5%	5,5%
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)**	**3,6%**	**4,4%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	23,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	76,8%	D	=	=
WACC	**5,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**4,9%**	**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	64,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	14,6	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	212,4	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	2,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**289,1**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	3,9%	5,1%	6,7%	6,5%	5,5%

	2024	2027e
ROCE - WACC	0,0%	2,3%
FCF Yield - WACC	n.a.	-1,9%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	60,9%	115,5	2,5x
Central	58,0%	110,0	2,6x
Min	55,1%	104,5	2,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	61,0%	67,8%	74,6%
115,5	10,1	(2,8)	(15,7)
110,0	4,6	(8,3)	(21,2)
104,5	(0,9)	(13,8)	(26,7)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	15,8%	n.a.	n.a.
Central	7,2%	n.a.	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Alquiler de vehículos						
	EUR Mn	Avis Budget	Hertz	Sixt	Ayvens	Zigup	Average	ALQ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CAR-US	HTZ-US	SIX2-DE	AYV-FR	ZIG-GB		ALQ-ES
	País	USA	USA	Germany	France	UK		Spain
	Market cap	3.713,6	1.922,2	3.437,1	7.540,5	936,3		64,3
	Enterprise value (EV)	26.532,6	17.609,6	6.991,1	56.826,6	1.860,4		289,1
Información financiera básica	Total Ingresos	10.323,8	7.493,8	4.279,1	26.635,3	2.292,3		167,1
	Cto.Total Ingresos	*-0,7%*	*-6,1%*	*6,9%*	*6,6%*	*3,5%*	*2,1%*	*15,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*1,7%*	*2,0%*	*6,6%*	*3,2%*	*n.a.*	*3,4%*	*12,4%*
	EBITDA	831,8	25,9	1.402,8	1.568,2	589,0		95,4
	Cto. EBITDA	*-82,9%*	*-99,2%*	*134,8%*	*-86,1%*	*5,2%*	*-25,6%*	*16,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,8%*	*n.a.*	*6,8%*	*12,9%*	*n.a.*	*9,5%*	*13,9%*
	EBITDA/Ingresos	*8,1%*	*0,3%*	*32,8%*	*5,9%*	*25,7%*	*14,6%*	*57,1%*
	EBIT	582,4	386,4	602,6	1.386,9	238,1		22,8
	Cto. EBIT	*-55,9%*	*178,0%*	*61,0%*	*-44,1%*	*-0,1%*	*27,8%*	*15,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*31,2%*	*22,4%*	*3,9%*	*14,6%*	*n.a.*	*18,0%*	*27,3%*
	EBIT/Ingresos	*5,6%*	*5,2%*	*14,1%*	*5,2%*	*10,4%*	*8,1%*	*13,6%*
	Beneficio Neto	250,0	(418,0)	321,1	949,8	130,9		8,1
	Cto. Beneficio Neto	*115,6%*	*83,4%*	*31,6%*	*38,9%*	*-2,1%*	*53,5%*	*32,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,9%*	*89,2%*	*14,6%*	*14,4%*	*n.a.*	*31,5%*	*50,3%*
	CAPEX/Ventas	*2,2%*	*1,4%*	*1,8%*	*9,1%*	*11,4%*	*5,2%*	*84,7%*
	Free Cash Flow	3.071,1	(176,3)	76,0	(1.754,9)	119,0		(35,1)
	Deuda financiera Neta	4.363,4	9.083,7	3.171,9	48.822,0	1.102,9		249,1
	DN/EBITDA (x)	5,2	n.a.	2,3	31,1	1,9	10,1	2,6
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*50,3%*	*50,6%*	*54,5%*	*31,1%*	*20,1%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,7	n.a.	11,8	7,7	6,8	11,0	8,0
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	1,7	0,7	0,7	1,0	1,2
	EV/Ingresos (x)	2,6	2,3	1,6	2,1	0,8	1,9	1,7
	EV/EBITDA (x)	31,9	n.a.	5,0	36,2	3,2	19,1	3,0
	EV/EBIT (x)	45,6	45,6	11,6	41,0	7,8	30,3	12,7
	ROE	*n.a.*	*n.a.*	*14,2*	*8,6*	*10,9*	*11,2*	*16,1*
	FCF Yield (%)	*82,7*	*n.a.*	*2,2*	*n.a.*	*12,7*	*32,5*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*3,44*	*0,59*	*0,32*	*0,87*	*0,30*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*4,2%*	*6,4%*	*7,7%*	*3,7%*	*2,5%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 18-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**13,6**	**18,8**	**23,6**	**31,8**	**41,4**	**50,9**	**58,9**	**76,1**	**100,4**	**126,1**	**144,5**	**167,1**	**189,7**	**211,2**	***23,2%***	***13,5%***
Cto. Total ingresos	*n.a.*	*38,3%*	*25,3%*	*34,9%*	*30,1%*	*22,9%*	*15,8%*	*29,1%*	*31,9%*	*25,7%*	*14,6%*	*15,6%*	*13,5%*	*11,4%*		
EBITDA	**7,5**	**10,4**	**13,2**	**17,1**	**22,1**	**27,4**	**32,0**	**40,6**	**56,4**	**71,6**	**81,8**	**95,4**	**110,0**	**123,8**	***24,3%***	***14,8%***
Cto. EBITDA	*n.a.*	*39,8%*	*26,6%*	*29,8%*	*29,2%*	*23,9%*	*16,8%*	*26,6%*	*39,1%*	*26,9%*	*14,2%*	*16,6%*	*15,3%*	*12,5%*		
EBITDA/Ingresos	*54,9%*	*55,4%*	*56,0%*	*53,9%*	*53,5%*	*53,9%*	*54,4%*	*53,3%*	*56,2%*	*56,8%*	*56,6%*	*57,1%*	*58,0%*	*58,6%*		
Beneficio neto	**0,8**	**1,5**	**2,3**	**2,4**	**2,5**	**2,7**	**2,4**	**4,7**	**8,5**	**7,8**	**6,1**	**8,1**	**12,5**	**18,2**	***16,1%***	***44,2%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*91,6%*	*49,6%*	*3,0%*	*4,4%*	*10,6%*	*-11,0%*	*91,0%*	*82,3%*	*-8,6%*	*-22,0%*	*32,7%*	*55,4%*	*45,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4		
BPA (EUR)	n.a.	0,28	0,42	0,43	0,45	0,49	0,44	0,85	1,54	1,46	1,14	1,49	2,32	3,37	*16,9%*	*43,4%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*49,6%*	*3,0%*	*4,5%*	*10,6%*	*-10,7%*	*91,3%*	*81,8%*	*-4,8%*	*-22,0%*	*30,7%*	*55,4%*	*45,4%*		
BPA ord. (EUR)	n.a.	0,39	0,42	0,43	0,45	0,50	0,44	0,87	1,60	1,63	1,21	1,49	2,32	3,37	*17,9%*	*40,9%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*6,7%*	*3,4%*	*4,3%*	*10,2%*	*-11,2%*	*97,4%*	*84,0%*	*1,8%*	*-25,8%*	*23,7%*	*55,4%*	*45,4%*		
CAPEX	(13,8)	(18,4)	(20,5)	(31,6)	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(141,5)	(128,5)	(131,9)		
CAPEX/Vtas %[1]	*101,4%*	*97,5%*	*86,9%*	*99,2%*	*95,2%*	*91,2%*	*78,9%*	*98,1%*	*95,3%*	*81,6%*	*73,6%*	*84,7%*	*67,8%*	*62,5%*		
Free Cash Flow	**-**	**(8,4)**	**(10,9)**	**(14,0)**	**(16,5)**	**(18,7)**	**(11,8)**	**(32,4)**	**(35,8)**	**(33,5)**	**(17,9)**	**(35,1)**	**(8,3)**	**2,0**	***-1,3%***	***28,2%***
DN/EBITDA (x) [2]	*2,6x*	*2,7x*	*2,9x*	*3,0x*	*2,7x*	*2,8x*	*2,8x*	*3,0x*	*2,8x*	*2,7x*	*2,6x*	*2,6x*	2,4x	2,1x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*11,8x*	*11,0x*	*10,3x*	*5,6x*	*4,6x*	*6,8x*	*8,8x*	*8,0x*	5,1x	3,5x		
EV/Vtas (x)	*1,49x*	*1,57x*	*1,69x*	*1,68x*	*2,30x*	*2,27x*	*2,08x*	*2,05x*	*2,05x*	*2,04x*	*1,93x*	*1,73x*	1,52x	1,37x		
EV/EBITDA (x) [2]	*2,7x*	*2,8x*	*3,0x*	*3,1x*	*4,3x*	*4,2x*	*3,8x*	*3,8x*	*3,7x*	*3,6x*	*3,4x*	*3,0x*	2,6x	2,3x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,1%*	*-16,2%*	*3,9%*	*50,0%*	*41,4%*	*-0,2%*	*19,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-7,8%*	*-0,9%*	*-3,8%*	*58,8%*	*15,2%*	*-13,1%*	*-2,2%*				

(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).

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Amper (AMP) es un grupo español diversificado a través de dos negocios: (i) energía y sostenibilidad (ingeniería de plataformas eólicas offshore, sistemas de almacenamiento de energía, etc.; 80% s/Vtas 2024), (ii) defensa, seguridad y comunicaciones (20% s/Vtas 2024). Su principal mercado es el español (c. 86% s/Vtas).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	219,4	248,9
EV (Mn EUR y USD)	344,5	390,9
Número de Acciones (Mn)	1.496,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,16 / 0,12 / 0,09	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,64	
Rotación(1)	74,0	
Factset / Bloomberg	AMP-ES / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

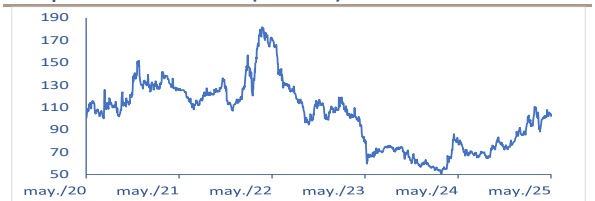
Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.496,7	1.496,7	1.496,7	1.496,7
Total Ingresos	419,5	368,7	440,1	512,8
EBITDA Rec.	22,2	31,4	40,4	49,0
% Var.	*106,9*	*41,4*	*28,6*	*21,2*
% EBITDA Rec./Ing.	*5,3*	*8,5*	*9,2*	*9,6*
% Var EBITDA sector (2)	*3,0*	*13,2*	*16,5*	*12,2*
Beneficio neto	0,1	3,2	9,8	15,9
BPA (EUR)	0,00	0,00	0,01	0,01
% Var.	*107,2*	*n.a.*	*206,6*	*62,2*
BPA ord. (EUR)	0,00	0,00	0,01	0,01
% Var.	*157,8*	*97,4*	*206,6*	*62,2*
Free Cash Flow Rec.	-15,8	-3,8	-8,6	13,6
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	109,7	113,5	122,1	108,5
DN / EBITDA Rec.(x)	4,9	3,6	3,0	2,2
ROE (%)	*0,2*	*5,1*	*14,1*	*19,3*
ROCE (%)	*6,8*	*5,7*	*8,0*	*9,7*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	68,6	22,4	13,8
PER Ordinario	n.a.	68,6	22,4	13,8
P/BV	3,6	3,4	2,9	2,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,82	0,93	0,78	0,67
EV/EBITDA Rec.	15,5	11,0	8,5	7,0
EV/EBIT	23,1	17,9	12,1	9,5
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,2*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,8*	*1,5*	*30,0*	*2,0*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2024 ha sido un año de ejecución sólida: crecimiento rentable, cumplimiento de objetivos estratégicos y avance relevante en la reestructuración financiera. Cartera de pedidos 2024 de EUR 540 Mn (+40% vs 2023), con Defensa aportando EUR 102,2 Mn. Los ingresos crecieron un +13,6% hasta EUR 419,5 Mn, y el EBITDA rec. se duplicó hasta EUR 22,2 Mn (5,3% s/vtas; excluyendo activaciones de EUR 12,7 Mn).

La venta de activos no estratégicos, como la filial industrial Nervión (vtas 2024: EUR c.180 Mn, con menor margen), ha modificado el mix de negocio, reforzando el peso de Defensa y Seguridad. Al mismo tiempo, la compañía ha optimizado su estructura de deuda, llevando el 70% a largo plazo (vs 27% en 2023).

El contexto sectorial es especialmente favorable. El Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa prevé elevar la inversión estatal un c.+50% en 2025 (EUR c.10.000 Mn), con c.30% dirigido a telecomunicaciones y ciberseguridad. La combinación de este viento de cola, la finalización de las nuevas plantas en Ferrol (eólica offshore) y Arteixo (almacenamiento de energía), y una elevada cartera de pedidos nos lleva a proyectar ingresos 2025e de EUR 440,1 Mn (+30% vs perímetro comparable 2024) y un EBITDA rec. 25e de EUR 31,4 Mn (+41,4%, margen del 8,5%).

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

Exposición a sectores estratégicos. AMP cuenta con plena exposición a sectores estratégicos como: (i) defensa y seguridad (inteligencia de la señal, infraestructuras críticas, sistemas antidron, etc.) y (ii) energía y sostenibilidad (alianzas para construcción e ingeniería de plataformas eólicas offshore y BESS).

Crecimiento vía M&A (anunciado en el plan estratégico 2023-2026). Dado el perfil de la compañía y de los sectores donde opera, son previsibles operaciones centradas principalmente en Defensa. No reflejadas en nuestros números.

Toda la atención debe estar en los márgenes. El crecimiento en ingresos y la mejora del mix (por desinversiones y normalización de costes) deberían permitir que el EBITDA rec. escale hasta EUR 31,4 Mn en 2025e y EUR 40,4 Mn en 2026e (margen del 9,2%, excluyendo activaciones). La mejora de márgenes será clave para desbloquear un potencial incremento de los múltiplos de cotización.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Endeudamiento. AMP cierra 2024 con una deuda neta de 109,7 Mn (DN/EBITDA rec. 2024 de 3,6x vs 4,9x en 2023 y 9,9x en 2022). El nivel de deuda, las necesidades de inversión y, por ende, la actual capacidad de generación de caja, aparecen como principal restricción a inversiones adicionales y, por tanto, al crecimiento.

Ejecución y eficiencia operativa. El éxito de AMP en esta nueva fase pasa por: (i) ejecutar eficientemente los pedidos en cartera (riesgo operacional) (ii) captar nuevos contratos en un entorno competitivo (riesgo comercial) y (iii) apalancar la estructura, creciendo sin presión sobre márgenes (riesgo operativo y financiero).

Dependencia del mercado español. Las ventas 2024 procedentes de España supusieron el 86% (vs 77% en 2023).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La acción sube +30,0% -12m (+38,1% vs sector), reflejando una clara mejora de percepción del mercado. El cumplimiento del plan ha reforzado la credibilidad y ahora la clave es demostrar capacidad para una mejora estructural de márgenes y convertir el crecimiento en rentabilidad sostenible. AMP ha completado su transformación operativa y está bien posicionada para capitalizar un entorno favorable (donde su exposición a defensa hoy es un catalizador diferencial). El foco en rentabilidad y el control del apalancamiento justificarían un salto en múltiplos (EV/EBITDA rec 25e 11,0x vs c. 9x-10x sector).

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	61,8	70,7	74,0	79,5	73,9	69,3	65,7	62,1
Inmovilizado material	15,6	19,5	34,2	44,0	47,1	63,8	79,6	79,7
Otros activos no corrientes	6,7	11,6	15,7	18,7	72,8	72,8	72,8	72,8
Inmovilizado financiero	6,3	6,5	11,1	11,4	14,8	14,8	14,8	14,8
Fondo de comercio y otros intangibles	26,8	27,0	27,1	26,9	26,7	26,7	26,7	26,7
Activo circulante	92,4	146,7	161,5	168,6	140,7	123,7	147,7	172,1
Total activo	**209,6**	**282,1**	**323,5**	**349,1**	**376,1**	**371,1**	**407,3**	**428,1**
Patrimonio neto	55,0	63,8	50,0	75,1	61,7	64,9	74,7	90,6
Minoritarios	2,7	3,7	3,2	2,0	1,6	1,9	2,5	3,5
Provisiones y otros pasivos a LP	29,6	28,5	27,1	17,6	92,8	92,8	92,8	92,8
Otros pasivos no corrientes	8,6	9,5	10,3	13,7	9,3	9,3	9,3	9,3
Deuda financiera neta	36,9	64,2	110,2	106,0	109,7	113,5	122,1	108,5
Pasivo circulante	76,7	112,3	122,7	134,7	101,0	88,8	105,9	123,4
Total pasivo	**209,6**	**282,1**	**323,5**	**349,1**	**376,1**	**371,1**	**407,3**	**428,1**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**194,8**	**307,7**	**323,4**	**369,4**	**419,5**	**368,7**	**440,1**	**512,8**	***21,1%***	***6,9%***
Cto.Total Ingresos	*12,4%*	*58,0%*	*5,1%*	*14,2%*	*13,6%*	*-12,1%*	*19,4%*	*16,5%*		
Coste de ventas	(82,8)	(133,1)	(145,7)	(167,3)	(185,1)	(169,2)	(202,4)	(236,9)		
Margen Bruto	**111,9**	**174,6**	**177,7**	**202,1**	**234,4**	**199,6**	**237,7**	**275,9**	***20,3%***	***5,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*57,5%*	*56,7%*	*55,0%*	*54,7%*	*55,9%*	*54,1%*	*54,0%*	*53,8%*		
Gastos de personal	(94,3)	(137,6)	(147,1)	(154,4)	(177,7)	(139,8)	(164,0)	(188,6)		
Otros costes de explotación	(19,1)	(27,0)	(37,4)	(36,9)	(34,5)	(28,3)	(33,3)	(38,3)		
EBITDA recurrente[(1)]	**(1,5)**	**9,9**	**(6,8)**	**10,7**	**22,2**	**31,4**	**40,4**	**49,0**	***n.a.***	***30,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-109,4%*	*768,4%*	*-168,9%*	*256,9%*	*106,9%*	*41,4%*	*28,6%*	*21,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*3,2%*	*n.a.*	*2,9%*	*5,3%*	*8,5%*	*9,2%*	*9,6%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	1,6	1,7	2,1	0,3	0,2	-	-	-		
Gastos capitalizados	9,2	12,4	16,0	14,3	12,7	8,5	11,0	12,8		
EBITDA	**9,4**	**24,0**	**11,3**	**25,4**	**35,2**	**39,9**	**51,4**	**61,8**	***39,3%***	***20,7%***
Depreciación y provisiones	(9,2)	(10,0)	(12,8)	(11,5)	(16,0)	(16,4)	(18,7)	(21,4)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(3,5)	(4,3)	(4,3)	(4,3)	(4,3)		
EBIT	**(1,2)**	**12,5**	**(3,0)**	**10,4**	**14,9**	**19,2**	**28,5**	**36,2**	***93,4%***	***34,3%***
Cto.EBIT	*-106,2%*	*n.a.*	*-123,6%*	*451,3%*	*43,5%*	*28,8%*	*48,2%*	*27,0%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*4,1%*	*n.a.*	*2,8%*	*3,6%*	*5,2%*	*6,5%*	*7,1%*		
Impacto fondo de comercio y otros	3,7	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(5,5)	(3,7)	(10,3)	(12,4)	(14,7)	(14,6)	(13,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,0)	(0,1)	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,3**	**7,0**	**(6,7)**	**0,1**	**2,5**	**4,5**	**13,9**	**22,6**	***17,4%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-93,2%*	*419,7%*	*-196,3%*	*101,9%*	*n.a.*	*78,1%*	*206,6%*	*62,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,3**	**7,0**	**(6,7)**	**0,1**	**2,5**	**4,5**	**13,9**	**22,6**	***17,4%***	***n.a.***
Impuestos	(0,1)	1,9	2,2	2,0	2,1	(1,1)	(3,5)	(5,6)		
Tasa fiscal efectiva	*5,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	0,8	(0,7)	1,0	(1,9)	(0,7)	(0,2)	(0,6)	(1,0)		
Actividades discontinuadas	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(1,7)	(3,8)	-	-	-		
Beneficio neto	**1,2**	**7,1**	**(4,7)**	**(1,5)**	**0,1**	**3,2**	**9,8**	**15,9**	***-41,8%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*-93,6%*	*470,8%*	*-166,9%*	*68,4%*	*109,5%*	*n.a.*	*206,6%*	*62,2%*		
Beneficio ordinario neto	**0,5**	**4,6**	**(7,8)**	**(2,1)**	**1,6**	**3,2**	**9,8**	**15,9**	***33,2%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-97,0%*	*786,4%*	*-271,9%*	*73,0%*	*176,6%*	*97,4%*	*206,6%*	*62,2%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**31,4**	**40,4**	**49,0**	***n.a.***	***30,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(4,3)	(4,3)	(4,3)		
Var.capital circulante						4,8	(6,8)	(6,9)		
Cash Flow operativo recurrente						**32,0**	**29,4**	**37,8**	***29,1%***	***46,0%***
CAPEX						(20,0)	(20,0)	(5,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(14,7)	(14,6)	(13,6)		
Impuestos						(1,1)	(3,5)	(5,6)		
Free Cash Flow Recurrente						**(3,8)**	**(8,6)**	**13,6**	***11,1%***	***42,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(3,8)**	**(8,6)**	**13,6**	***45,2%***	***78,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**3,8**	**8,6**	**(13,6)**		

(1) EBITDA "Cash", que excluye ingresos por capitalización de gastos.

Analítica del Free Cash Flow (I)

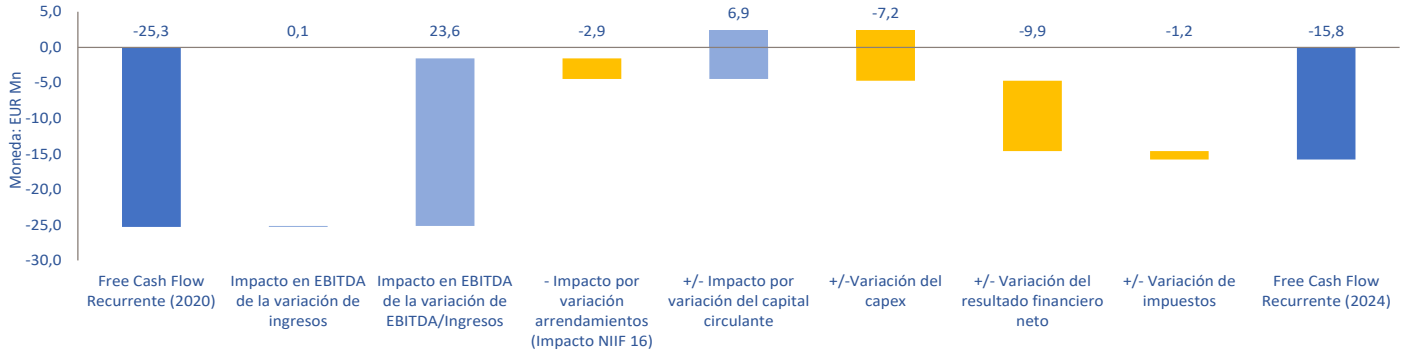
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**9,9**	**(6,8)**	**10,7**	**22,2**	**31,4**	**40,4**	**49,0**	***30,8%***	***30,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*768,4%*	*-168,9%*	*256,9%*	*106,9%*	*41,4%*	*28,6%*	*21,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,2%*	*n.a.*	*2,9%*	*5,3%*	*8,5%*	*9,2%*	*9,6%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,4)	(3,5)	(4,3)	(4,3)	(4,3)	(4,3)		
+/- Var. Capital circulante	(18,8)	(4,4)	4,8	(5,8)	4,8	(6,8)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(10,4)**	**(12,7)**	**12,1**	**12,2**	**32,0**	**29,4**	**37,8**	***47,0%***	***46,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*33,5%*	*-22,5%*	*195,4%*	*0,5%*	*162,8%*	*-8,0%*	*28,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*3,3%*	*2,9%*	*8,7%*	*6,7%*	*7,4%*		
- CAPEX	(9,1)	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(20,0)	(20,0)	(5,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,1)	(4,4)	(11,1)	(14,1)	(14,7)	(14,6)	(13,6)		
- Impuestos	-	-	-	(1,2)	(1,1)	(3,5)	(5,6)		
= Free Cash Flow recurrente	**(23,6)**	**(30,9)**	**(25,0)**	**(15,8)**	**(3,8)**	**(8,6)**	**13,6**	***12,5%***	***42,0%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*6,6%*	*-30,8%*	*19,0%*	*36,8%*	*75,8%*	*-125,3%*	*258,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,1)	0,9	0,9	5,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(4,1)	(16,0)	-	6,8	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(28,8)**	**(46,0)**	**(24,1)**	**(3,7)**	**(3,8)**	**(8,6)**	**13,6**	***49,7%***	***78,7%***
Cto. Free Cash Flow	*29,3%*	*-59,6%*	*47,7%*	*84,7%*	*-4,1%*	*-125,3%*	*258,0%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,2%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,2%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(25,3)**	**(23,6)**	**(30,9)**	**(25,0)**	**(15,8)**	**(3,8)**	**(8,6)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,9)	0,5	(1,0)	1,5	(2,7)	6,1	6,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	12,3	(17,3)	18,6	10,0	11,9	2,9	1,9
= Variación EBITDA recurrente	**11,4**	**(16,8)**	**17,6**	**11,5**	**9,2**	**9,0**	**8,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	0,1	(2,0)	(0,8)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,1)	14,4	9,2	(10,6)	10,6	(11,6)	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**5,2**	**(2,3)**	**24,8**	**0,1**	**19,8**	**(2,6)**	**8,4**
+/-Variación del CAPEX	(3,6)	(4,7)	(12,2)	13,3	(7,3)	-	15,0
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,2)	(6,7)	(3,0)	(0,6)	0,1	1,0
+/- Variación de impuestos	-	-	-	(1,2)	0,1	(2,3)	(2,2)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**1,7**	**(7,3)**	**5,9**	**9,2**	**12,0**	**(4,8)**	**22,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(23,6)**	**(30,9)**	**(25,0)**	**(15,8)**	**(3,8)**	**(8,6)**	**13,6**

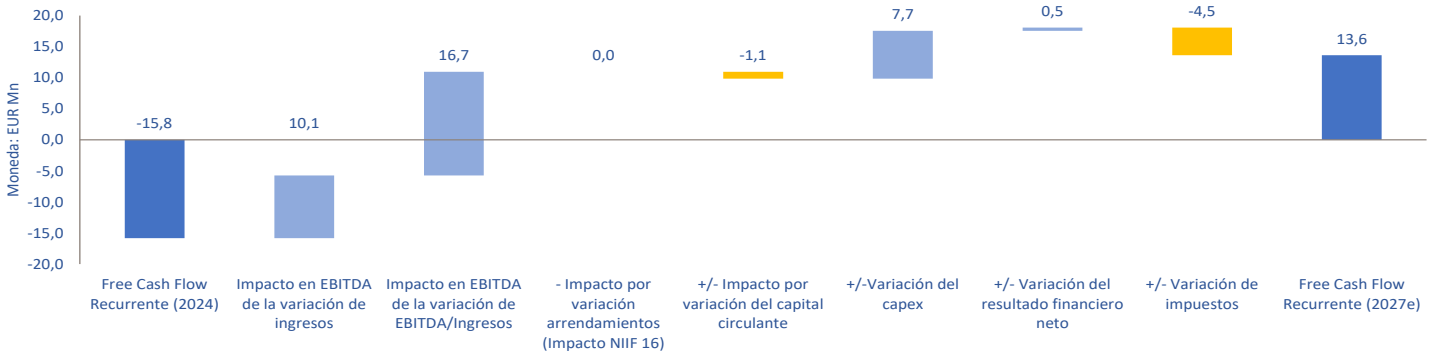
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**12,5**	**(3,0)**	**10,4**	**14,9**	**19,2**	**28,5**	**36,2**	***6,0%***	***34,3%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(4,8)	(7,1)	(9,0)		
EBITDA recurrente	**9,9**	**(6,8)**	**10,7**	**22,2**	**31,4**	**40,4**	**49,0**	***30,8%***	***30,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,4)	(3,5)	(4,3)	(4,3)	(4,3)	(4,3)		
+/- Var. Capital circulante	(18,8)	(4,4)	4,8	(5,8)	4,8	(6,8)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(10,4)**	**(12,7)**	**12,1**	**12,2**	**32,0**	**29,4**	**37,8**	***47,0%***	***46,0%***
- CAPEX	(9,1)	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(20,0)	(20,0)	(5,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(4,8)	(7,1)	(9,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(19,5)**	**(26,5)**	**(13,9)**	**(0,5)**	**7,2**	**2,3**	**23,8**	***69,9%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*7,7%*	*-36,0%*	*47,5%*	*96,2%*	*n.a.*	*-68,1%*	*938,4%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,9%	0,5%	4,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,1)	0,9	0,9	5,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(4,1)	(16,0)	-	6,8	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(24,7)**	**(41,6)**	**(13,0)**	**11,6**	**7,2**	**2,3**	**23,8**	***35,2%***	***27,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*32,5%*	*-68,5%*	*68,8%*	*189,3%*	*-38,1%*	*-68,1%*	*938,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,1%*	*0,7%*	*6,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,4%*	*2,1%*	*0,7%*	*6,9%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

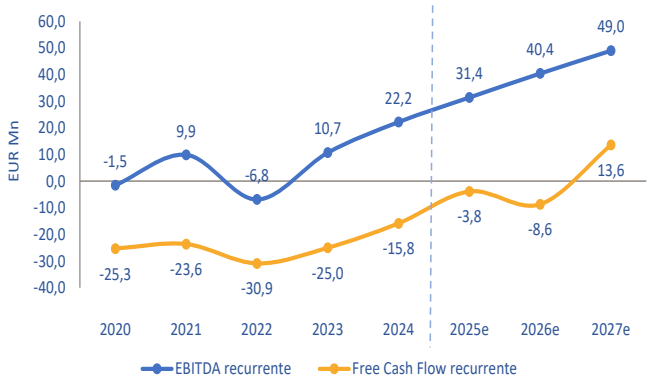
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



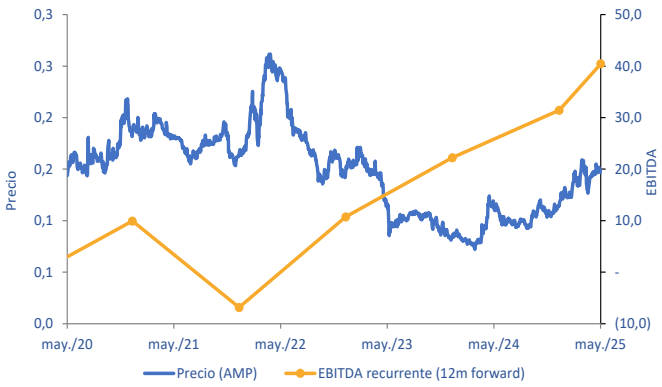
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,8	1,5	30,0	27,9	-40,6	2,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,6	-6,8	4,2	5,2	-63,7	-51,6
vs Euro STOXX 50	-3,5	4,4	22,9	17,6	-58,6	-44,4
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,0	-7,4	13,9	3,7	-49,3	-43,2
vs Segmento Micro Cap España (1)	-3,3	-3,3	23,0	13,1	-43,1	-33,4
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,0	-0,9	33,1	22,8	-33,9	-21,9
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-7,8	9,6	38,1	25,3	-57,4	-37,9

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**7,2**	**2,3**	**23,8**	**399,7**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**219,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**109,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	66,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,3%	D	=	=
WACC	**8,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,7%**	**9,4%**
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	219,4	
+ Minoritarios	1,6	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	28,7	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	109,7	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	14,8	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**344,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	9,2%	n.a.	5,6%	6,8%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-1,8%	1,2%
FCF Yield - WACC	n.a.	-1,6%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	10,1%	44,4	7,8x
Central	9,2%	40,4	8,5x
Min	8,3%	36,5	9,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	4,0%	4,5%	5,0%
44,4	(2,5)	(4,7)	(6,9)
40,4	(6,4)	(8,6)	(10,8)
36,5	(10,4)	(12,6)	(14,8)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Tecnología y comunicaciones			Industrial		
	EUR Mn	Global Dominion	Allegion	Average	Bravida	Average	AMP
Datos Mercado	Ticker (Factset)	DOM-ES	ALLE-US		BRAV-SE		AMP-ES
	País	Spain	Ireland		Sweden		Spain
	Market cap	433,3	10.718,5		1.578,2		219,4
	Enterprise value (EV)	700,6	12.175,5		1.914,1		344,5
Información financiera básica	Total Ingresos	1.117,4	3.460,0		2.683,3		368,7
	Cto.Total Ingresos	*-3,1%*	*4,1%*	*0,5%*	*-2,2%*	*-2,2%*	*-12,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,9%*	*3,7%*	*4,8%*	*3,5%*	*3,5%*	*17,9%*
	EBITDA	151,7	848,9		225,5		39,9
	Cto. EBITDA	*-2,0%*	*6,0%*	*2,0%*	*9,9%*	*9,9%*	*13,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,7%*	*6,1%*	*5,9%*	*6,5%*	*6,5%*	*24,4%*
	EBITDA/Ingresos	*13,6%*	*24,5%*	*19,1%*	*8,4%*	*8,4%*	*10,8%*
	EBIT	86,9	807,6		166,8		19,2
	Cto. EBIT	*-1,6%*	*15,7%*	*7,0%*	*13,7%*	*13,7%*	*28,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,7%*	*5,8%*	*7,3%*	*8,6%*	*8,6%*	*37,2%*
	EBIT/Ingresos	*7,8%*	*23,3%*	*15,6%*	*6,2%*	*6,2%*	*5,2%*
	Beneficio Neto	41,8	597,5		123,4		3,2
	Cto. Beneficio Neto	*4,0%*	*13,4%*	*8,7%*	*26,3%*	*26,3%*	*n.a.*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*16,0%*	*6,7%*	*11,4%*	*10,3%*	*10,3%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*8,4%*	*2,2%*	*5,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*5,4%*
	Free Cash Flow	12,9	511,5		172,2		(3,8)
	Deuda financiera Neta	171,8	1.110,1		142,2		113,5
	DN/EBITDA (x)	1,1	1,3	1,2	0,6	0,6	3,6
	Pay-out	*37,4%*	*25,2%*	*31,3%*	*58,7%*	*58,7%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,9	18,0	14,5	12,8	12,8	68,6
	P/BV (x)	1,4	6,6	4,0	1,8	1,8	3,4
	EV/Ingresos (x)	0,6	3,5	2,1	0,7	0,7	0,9
	EV/EBITDA (x)	4,6	14,3	9,5	8,5	8,5	11,0
	EV/EBIT (x)	8,1	15,1	11,6	11,5	11,5	17,9
	ROE	*13,0*	*36,7*	*24,9*	*14,3*	*14,3*	*5,1*
	FCF Yield (%)	*3,0*	*4,8*	*3,9*	*10,9*	*10,9*	*n.a.*
	DPA	*0,11*	*1,73*	*0,92*	*0,35*	*0,35*	*0,00*
	Dvd Yield	*3,5%*	*1,4%*	*2,4%*	*4,6%*	*4,6%*	*0,0%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**149,5**	**129,6**	**28,3**	**70,2**	**136,9**	**173,3**	**194,8**	**307,7**	**323,4**	**369,4**	**419,5**	**368,7**	**440,1**	**512,8**	***10,9%***	***6,9%***
Cto. Total ingresos	*-43,3%*	*-13,3%*	*-78,2%*	*148,2%*	*94,9%*	*26,6%*	*12,4%*	*58,0%*	*5,1%*	*14,2%*	*13,6%*	*-12,1%*	*19,4%*	*16,5%*		
EBITDA	**(5,5)**	**18,7**	**1,3**	**4,1**	**9,3**	**15,9**	**9,4**	**24,0**	**11,3**	**25,4**	**35,2**	**39,9**	**51,4**	**61,8**	***23,6%***	***20,7%***
Cto. EBITDA	*-169,3%*	*437,4%*	*-93,1%*	*216,0%*	*127,7%*	*71,1%*	*-41,1%*	*157,2%*	*-53,2%*	*125,3%*	*38,6%*	*13,5%*	*28,9%*	*20,2%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*14,4%*	*4,6%*	*5,8%*	*6,8%*	*9,2%*	*4,8%*	*7,8%*	*3,5%*	*6,9%*	*8,4%*	*10,8%*	*11,7%*	*12,1%*		
Beneficio neto	**(75,1)**	**90,0**	**(2,7)**	**1,1**	**40,7**	**19,4**	**1,2**	**7,1**	**(4,7)**	**(1,5)**	**0,1**	**3,2**	**9,8**	**15,9**	***7,2%***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto	*-0,1%*	*219,9%*	*-103,0%*	*141,4%*	*n.a.*	*-52,2%*	*-93,6%*	*470,8%*	*-166,9%*	*68,4%*	*109,5%*	*n.a.*	*206,6%*	*62,2%*		
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	1.128,8	1.496,7	1.496,7	1.496,7	1.496,7		
BPA (EUR)	-0,22	0,25	0,00	0,00	0,04	0,02	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	*7,2%*	*n.a.*
Cto. BPA	*8,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-54,0%*	*-93,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*67,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*62,2%*		
BPA ord. (EUR)	-0,22	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	*7,2%*	*n.a.*
Cto. BPA ord.	*1,3%*	*97,3%*	*30,2%*	*-53,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*-97,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*72,2%*	*n.a.*	*97,4%*	*n.a.*	*62,2%*		
CAPEX	(1,9)	(6,7)	(0,1)	(4,6)	(1,4)	(2,4)	(5,5)	(9,1)	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(20,0)	(20,0)	(5,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*1,3%*	*5,2%*	*0,4%*	*6,5%*	*1,0%*	*1,4%*	*2,8%*	*3,0%*	*4,3%*	*7,0%*	*3,0%*	*5,4%*	*4,5%*	*1,0%*		
Free Cash Flow	**(34,3)**	**47,7**	**20,8**	**(6,0)**	**8,6**	**(23,9)**	**(40,7)**	**(28,8)**	**(46,0)**	**(24,1)**	**(3,7)**	**(3,8)**	**(8,6)**	**13,6**	***20,0%***	***78,7%***
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*3,0x*	*3,1x*	*3,9x*	*1,5x*	*0,0x*	*3,9x*	*2,7x*	*9,8x*	*4,2x*	*3,1x*	*2,8x*	2,4x	1,8x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,1x*	*15,7x*	*n.a.*	*26,4x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*68,6x*	22,4x	13,8x		
EV/Vtas (x)	*1,26x*	*1,28x*	*6,14x*	*2,95x*	*1,73x*	*1,88x*	*1,38x*	*0,91x*	*0,91x*	*0,65x*	*0,73x*	*0,93x*	0,78x	0,67x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*8,8x*	*n.a.*	*n.a.*	*25,5x*	*20,6x*	*28,7x*	*11,6x*	*26,2x*	*9,4x*	*8,7x*	*8,6x*	6,7x	5,6x		
Comport. Absoluto	*-67,0%*	*154,5%*	*76,8%*	*-13,1%*	*27,5%*	*18,0%*	*-32,2%*	*-10,6%*	*-12,7%*	*-41,1%*	*37,1%*	*27,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-68,1%*	*174,1%*	*80,5%*	*-19,1%*	*50,0%*	*5,5%*	*-19,8%*	*-17,1%*	*-7,6%*	*-52,0%*	*19,4%*	*5,2%*				

(1) Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Audax Renovables

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Audax Renovables (ADX) es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento Industrial (gran cliente y pyme, c.51% y 43%, respectivamente, de la cartera de clientes) y presencia internacional (66% s/ventas 2024, excl. Portugal). Con una capacidad instalada de 267MW, 84MW en construcción y 604MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	695,6	789,1
EV (Mn EUR y USD)	960,1	1.089,2
Número de Acciones (Mn)	453,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,95 / 1,68 / 1,38	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,41	
Rotación(1)	15,0	
Factset / Bloomberg	ADX-ES / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	72,6
Global Portfolio Investment	7,0
Autocartera	0,6
Free Float	19,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	451,5	453,4	453,4	453,4
Total Ingresos	1.987,8	2.499,3	2.277,7	2.182,6
EBITDA Rec.	115,4	127,0	142,2	151,6
% Var.	*16,2*	*10,1*	*12,0*	*6,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*5,8*	*5,1*	*6,2*	*6,9*
% Var EBITDA sector (2)	*3,9*	*10,8*	*5,7*	*5,2*
Beneficio neto	60,6	60,7	73,2	81,4
BPA (EUR)	0,13	0,13	0,16	0,18
% Var.	*103,1*	*-0,2*	*20,6*	*11,1*
BPA ord. (EUR)	0,13	0,13	0,16	0,18
% Var.	*87,8*	*-0,2*	*20,6*	*11,1*
Free Cash Flow Rec.	40,3	6,6	42,8	46,1
Pay-out (%)	*27,1*	*24,7*	*20,5*	*18,4*
DPA (EUR)	0,04	0,03	0,03	0,03
Deuda financiera neta	250,2	258,7	230,9	199,8
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	2,0	1,6	1,3
ROE (%)	*32,6*	*26,0*	*25,7*	*23,4*
ROCE (%)	*15,1*	*17,4*	*18,0*	*18,0*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	11,4	11,5	9,5	8,5
PER Ordinario	11,4	11,5	9,5	8,5
P/BV	3,3	2,7	2,2	1,8
Dividend Yield (%)	*2,4*	*2,2*	*2,2*	*2,2*
EV/Ventas	0,48	0,38	0,42	0,44
EV/EBITDA Rec.	8,3	7,6	6,8	6,3
EV/EBIT	10,3	9,3	8,2	7,7
FCF Yield (%)	*5,8*	*0,9*	*6,1*	*6,6*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*3,1*	*-4,4*	*-18,6*	*-12,5*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Resultados 1T25: EBITDA, +5,7%. El contexto de precios energéticos durante el 1T25 (en España: precio medio electricidad c.+100% vs 1T24) y el aumento de puntos de suministro (+16% vs 1T24) han empujado los ingresos de ADX hasta EUR 571,2 Mn (+18,5% vs 1T24). El EBITDA se sitúa en EUR 33,3 Mn, creciendo un 5,7% vs 1T24, mientras que el beneficio neto se reduce un -25% vs 1T24 hasta los EUR 12,7 Mn.

Tendencia que esperamos que se suavice durante el 2S 2025e. Para el resto del año 2025e, el mercado de futuros descuenta una convergencia con los precios de 2024. Estimamos una consolidación de la mejora del margen visto en 2024, alcanzando un EBITDA de EUR 127,0 Mn en 2025e (nuevo máximo para ADX). La deuda neta estimamos que se sitúe en EUR 258,7 Mn (DN/EBITDA 25e 2,0x). Muy baja exposición al choque arancelario acotada a una mayor volatilidad de precios mayoristas y a una potencial reducción (moderada) de la energía suministrada por menor demanda. *Grosso modo*, 2025e debe mantener el ritmo de crecimiento y márgenes vistos en 2024.

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

Con presencia en 8 países europeos. ADX está presente en España, Portugal, Países Bajos, Hungría, Francia, Italia, Polonia y Alemania, reduciendo el riesgo de negocio por diversificación geográfica. En el 2024, c. 35% de los ingresos procedieron de España y Portugal. El crecimiento de la cartera de clientes es el principal driver en todos los mercados y no estimamos cambios sustanciales en el mix de ingresos.

Foco en el segmento empresarial (gran cliente y pyme). Con un peso en la cartera 2024 del 51% (vs 59% 2021) de clientes del sector industrial y del 43% (vs 31% 2021) de pymes, con mayor volumen unitario de energía por punto de suministro, mayor rentabilidad y menor riesgo frente al cliente doméstico (cuyo peso en 2024 se reduce hasta el 6% vs 10% 2021). Con el objetivo de maximizar la rentabilidad (estrategia avalada por los resultados 2023, 2024 y 1T25).

Continúa la 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 84MW, 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. La cartera total asciende a 955MW. El objetivo es aprovechar la cobertura natural que aporta el negocio de generación al de comercialización. Reduciendo riesgo.

Estabilidad y espacio para incrementar el margen. Estabilidad en la consecución de EUR c.100 Mn de EBITDA durante dos años consecutivos con independencia de la coyuntura de precios. Asimismo, pensamos que las principales palancas de mejora de márgenes tienen recorrido: i) foco en clientes más rentables y servicios de mayor valor añadido e ii) integración vertical. Estimamos un mantenimiento de los márgenes brutos unitarios (EUR/MWh). Margen EBITDA 2025e del 5,1%, que subiría hasta el 6,9% en 2027e por nuestra hipótesis de descenso en los precios energéticos.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riego de divisa. Exposición a florín húngaro y zloty polaco (en conjunto, c.30% s/Ventas 2024). En 1T25 ADX registró unas diferencias negativas de EUR 1,7 Mn.

La comercialización de energía está basada en un producto commodity, llevándose a cabo en un mercado libre, con bajas barreras de entrada y clientes especializados. Lo que implica un mercado muy competitivo y presión estructural en márgenes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Descuento en condiciones (probadas) de bajo riesgo. Lo visto en 2021-2024 interesa especialmente por suponer un test de estrés muy eficaz al modelo de negocio de una utility de pequeño tamaño como ADX. El "endiablado" entorno de precios de la energía valida un modelo capaz de duplicar, pese a todo, EBITDA y márgenes (2024 vs 2021). Lo que debiera tener como consecuencia la bajada del riesgo asociado al modelo de negocio de ADX. Que amerita mejores múltiplos objetivo. Y que hace aún más valioso su descuento vs las grandes utilities integradas (EV/EBITDA 2025E 7,6x vs 8,3x sector). Algo pendiente de ser reconocido por el mercado y la cotización (-12m: -34,7% vs Ibex 35; -29,9% vs sector).

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	159,5	200,0	202,0	198,0	196,9	196,9	196,9	196,9
Inmovilizado material	87,4	117,2	140,0	156,3	194,8	223,2	250,2	285,6
Otros activos no corrientes	14,8	24,9	27,6	29,2	37,1	37,1	37,1	37,1
Inmovilizado financiero	25,6	105,7	107,2	89,3	74,2	74,2	74,2	74,2
Fondo de comercio y otros intangibles	137,9	137,9	137,8	138,0	138,0	138,0	138,0	138,0
Activo circulante	266,0	399,0	384,6	336,5	362,5	444,1	404,7	387,8
Total activo	**691,3**	**984,8**	**999,4**	**947,2**	**1.003,5**	**1.113,6**	**1.101,3**	**1.119,7**
Patrimonio neto	135,2	132,4	122,4	161,2	210,5	256,2	314,4	380,8
Minoritarios	7,8	12,0	13,3	12,0	13,4	16,1	18,8	21,5
Provisiones y otros pasivos a LP	69,9	88,9	64,1	72,4	46,6	46,6	46,6	46,6
Otros pasivos no corrientes	8,9	16,5	20,7	21,0	22,7	22,7	22,7	22,7
Deuda financiera neta	247,7	476,6	395,0	277,5	250,2	258,7	230,9	199,8
Pasivo circulante	221,8	258,4	383,8	403,0	460,0	513,3	467,8	448,3
Total pasivo	**691,3**	**984,8**	**999,4**	**947,2**	**1.003,5**	**1.113,6**	**1.101,3**	**1.119,7**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**969,3**	**1.683,9**	**2.633,0**	**2.293,2**	**1.987,8**	**2.499,3**	**2.277,7**	**2.182,6**	***19,7%***	***3,2%***
Cto.Total Ingresos	*-7,1%*	*73,7%*	*56,4%*	*-12,9%*	*-13,3%*	*25,7%*	*-8,9%*	*-4,2%*		
Coste de ventas	(854,4)	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.056,9)	(1.752,1)	(2.239,0)	(2.001,0)	(1.894,1)		
Margen Bruto	**114,9**	**122,7**	**143,8**	**236,3**	**235,7**	**260,2**	**276,7**	**288,5**	***19,7%***	***7,0%***
Margen Bruto / Ingresos	*11,9%*	*7,3%*	*5,5%*	*10,3%*	*11,9%*	*10,4%*	*12,1%*	*13,2%*		
Gastos de personal	(22,5)	(27,7)	(30,1)	(37,9)	(41,9)	(43,3)	(44,7)	(46,1)		
Otros costes de explotación	(42,3)	(47,9)	(62,1)	(99,1)	(78,5)	(89,9)	(89,8)	(90,9)		
EBITDA recurrente	**50,1**	**47,0**	**51,7**	**99,3**	**115,4**	**127,0**	**142,2**	**151,6**	***23,2%***	***9,5%***
Cto.EBITDA recurrente	*-26,7%*	*-6,2%*	*9,9%*	*92,2%*	*16,2%*	*10,1%*	*12,0%*	*6,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*5,2%*	*2,8%*	*2,0%*	*4,3%*	*5,8%*	*5,1%*	*6,2%*	*6,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,2)	2,5	(3,2)	0,0	-	-	-		
EBITDA	**50,1**	**46,9**	**54,1**	**96,1**	**115,4**	**127,0**	**142,2**	**151,6**	***23,2%***	***9,5%***
Depreciación y provisiones	(18,4)	(20,7)	(19,9)	(19,2)	(19,8)	(21,5)	(23,0)	(24,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
EBIT	**30,4**	**24,9**	**32,3**	**75,1**	**93,6**	**103,4**	**117,2**	**124,9**	***32,4%***	***10,1%***
Cto.EBIT	*-27,7%*	*-18,2%*	*29,7%*	*132,6%*	*24,6%*	*10,5%*	*13,3%*	*6,6%*		
EBIT / Ingresos	*3,1%*	*1,5%*	*1,2%*	*3,3%*	*4,7%*	*4,1%*	*5,1%*	*5,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(12,7)	(26,5)	(22,7)	(30,9)	(3,5)	(24,2)	(22,3)	(19,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	(0,1)	3,0	0,8	(1,2)	-	-	-		
Beneficio ordinario	**17,7**	**(1,6)**	**12,6**	**45,0**	**89,0**	**79,2**	**94,9**	**105,1**	***49,7%***	***5,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*-37,0%*	*-109,2%*	*875,7%*	*258,1%*	*97,6%*	*-10,9%*	*19,7%*	*10,8%*		
Extraordinarios	16,3	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**34,0**	**(1,6)**	**12,6**	**45,0**	**89,0**	**79,2**	**94,9**	**105,1**	***27,1%***	***5,7%***
Impuestos	(3,9)	(1,7)	(4,8)	(13,6)	(25,7)	(15,8)	(19,0)	(21,0)		
Tasa fiscal efectiva	*11,4%*	*n.a.*	*38,2%*	*30,3%*	*28,9%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	(3,8)	1,6	(4,2)	(2,4)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**26,4**	**(1,7)**	**3,5**	**29,0**	**60,6**	**60,7**	**73,2**	**81,4**	***23,1%***	***10,3%***
Cto.Beneficio neto	*3,7%*	*-106,5%*	*305,8%*	*720,3%*	*108,6%*	*0,2%*	*20,6%*	*11,1%*		
Beneficio ordinario neto	**11,9**	**0,1**	**2,8**	**31,4**	**60,5**	**60,7**	**73,2**	**81,4**	***50,2%***	***10,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-42,6%*	*-98,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*92,9%*	*0,3%*	*20,6%*	*11,1%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**127,0**	**142,2**	**151,6**	***23,2%***	***9,5%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,0)	(2,0)	(2,0)		
Var.capital circulante						(28,3)	(6,1)	(2,6)		
Cash Flow operativo recurrente						**96,6**	**134,1**	**146,9**	***94,0%***	***0,6%***
CAPEX						(50,0)	(50,0)	(60,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(24,2)	(22,3)	(19,8)		
Impuestos						(15,8)	(19,0)	(21,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**6,6**	**42,8**	**46,1**	***31,1%***	***4,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**6,6**	**42,8**	**46,1**	***28,5%***	***1,8%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(15,0)	(15,0)	(15,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**8,4**	**(27,8)**	**(31,1)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**47,0**	**51,7**	**99,3**	**115,4**	**127,0**	**142,2**	**151,6**	***34,9%***	***9,5%***
Cto.EBITDA recurrente	*-6,2%*	*9,9%*	*92,2%*	*16,2%*	*10,1%*	*12,0%*	*6,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,8%*	*2,0%*	*4,3%*	*5,8%*	*5,1%*	*6,2%*	*6,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
+/- Var. Capital circulante	(96,3)	139,8	67,4	31,0	(28,3)	(6,1)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(50,6)**	**189,6**	**164,8**	**144,4**	**96,6**	**134,1**	**146,9**	***69,3%***	***0,6%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-326,6%*	*474,4%*	*-13,1%*	*-12,4%*	*-33,1%*	*38,7%*	*9,6%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*7,2%*	*7,2%*	*7,3%*	*3,9%*	*5,9%*	*6,7%*		
- CAPEX	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(50,0)	(50,0)	(60,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(18,9)	(10,8)	(27,0)	(27,5)	(24,2)	(22,3)	(19,8)		
- Impuestos	-	(6,9)	(16,3)	(20,0)	(15,8)	(19,0)	(21,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**(108,6)**	**125,2**	**90,4**	**40,3**	**6,6**	**42,8**	**46,1**	***33,4%***	***4,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-157,4%*	*215,2%*	*-27,7%*	*-55,4%*	*-83,7%*	*548,9%*	*7,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*4,8%*	*3,9%*	*2,0%*	*0,3%*	*1,9%*	*2,1%*		
- Gastos de reestructuración y otros	1,4	2,5	(3,2)	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(77,4)	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(35,3)	(47,4)	11,7	5,7	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(220,0)**	**82,9**	**117,5**	**43,7**	**6,6**	**42,8**	**46,1**	***30,0%***	***1,8%***
Cto. Free Cash Flow	*-267,4%*	*137,7%*	*41,8%*	*-62,8%*	*-84,9%*	*548,9%*	*7,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*18,0%*	*13,0%*	*5,8%*	*0,9%*	*6,1%*	*6,6%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*11,9%*	*16,9%*	*6,3%*	*0,9%*	*6,1%*	*6,6%*		

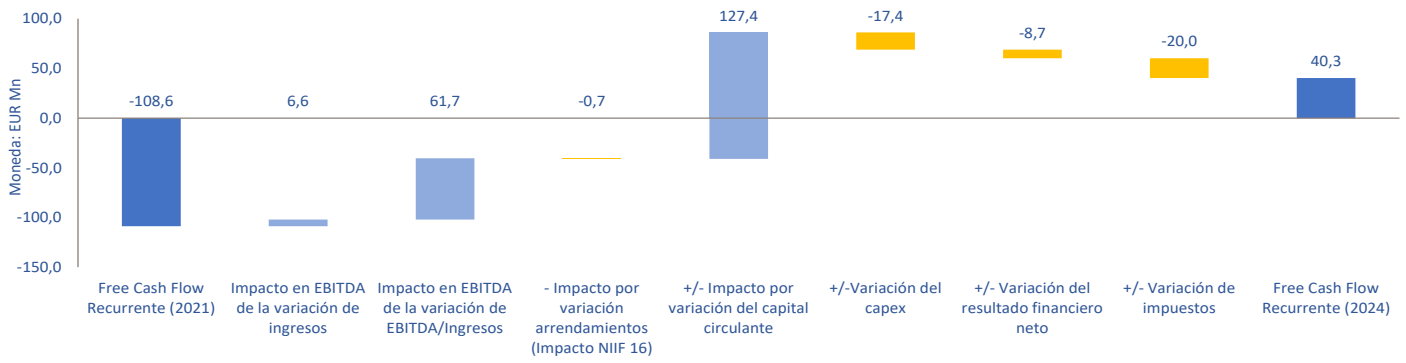
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(42,2)**	**(108,6)**	**125,2**	**90,4**	**40,3**	**6,6**	**42,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	36,9	26,5	(6,7)	(13,2)	29,7	(11,3)	(5,9)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(40,0)	(21,8)	54,3	29,3	(18,1)	26,5	15,3
= Variación EBITDA recurrente	**(3,1)**	**4,7**	**47,6**	**16,1**	**11,6**	**15,2**	**9,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,6)	0,1	(0,2)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(35,6)	236,1	(72,4)	(36,3)	(59,4)	22,2	3,5
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(38,8)**	**240,2**	**(24,7)**	**(20,5)**	**(47,7)**	**37,4**	**12,8**
+/-Variación del CAPEX	(22,2)	(7,5)	15,6	(25,4)	6,5	-	(10,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(5,5)	8,1	(16,2)	(0,6)	3,3	1,9	2,5
+/- Variación de impuestos	-	(6,9)	(9,3)	(3,7)	4,1	(3,1)	(2,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(66,4)**	**233,8**	**(34,7)**	**(50,1)**	**(33,7)**	**36,2**	**3,3**
Free Cash Flow Recurrente	**(108,6)**	**125,2**	**90,4**	**40,3**	**6,6**	**42,8**	**46,1**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**24,9**	**32,3**	**75,1**	**93,6**	**103,4**	**117,2**	**124,9**	***55,5%***	***10,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*28,9%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(20,7)	(23,4)	(25,0)		
EBITDA recurrente	**47,0**	**51,7**	**99,3**	**115,4**	**127,0**	**142,2**	**151,6**	***34,9%***	***9,5%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
+/- Var. Capital circulante	(96,3)	139,8	67,4	31,0	(28,3)	(6,1)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(50,6)**	**189,6**	**164,8**	**144,4**	**96,6**	**134,1**	**146,9**	***69,3%***	***0,6%***
- CAPEX	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(50,0)	(50,0)	(60,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(20,7)	(23,4)	(25,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(89,8)**	**133,2**	**111,1**	**60,8**	**25,9**	**60,6**	**61,9**	***38,9%***	***0,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-178,0%*	*248,4%*	*-16,5%*	*-45,3%*	*-57,3%*	*133,7%*	*2,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	5,1%	4,8%	3,1%	1,0%	2,7%	2,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(77,4)	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(35,3)	(47,4)	11,7	5,7	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(202,5)**	**88,4**	**141,4**	**64,1**	**25,9**	**60,6**	**61,9**	***32,3%***	***-1,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-301,0%*	*143,7%*	*59,9%*	*-54,6%*	*-59,6%*	*133,7%*	*2,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*13,9%*	*11,6%*	*6,3%*	*2,7%*	*6,3%*	*6,4%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*9,2%*	*14,7%*	*6,7%*	*2,7%*	*6,3%*	*6,4%*		

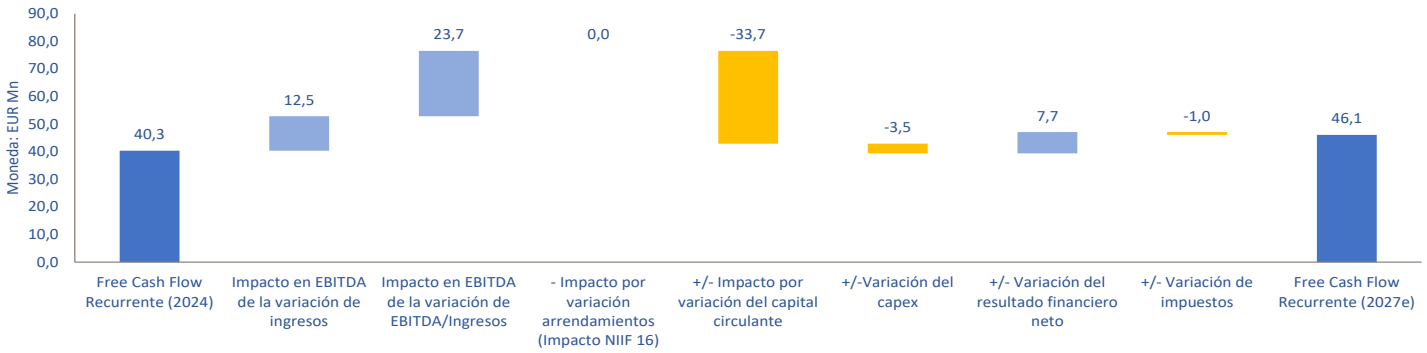
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

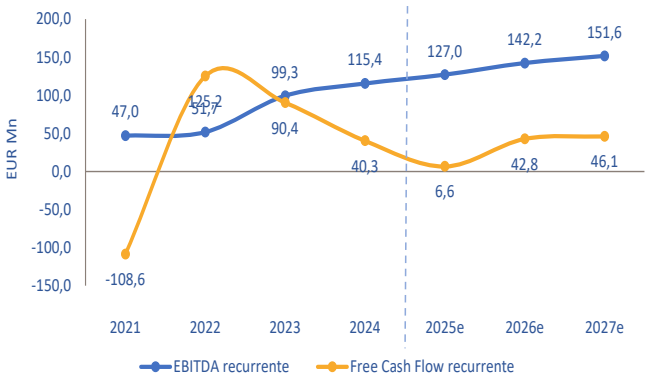
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



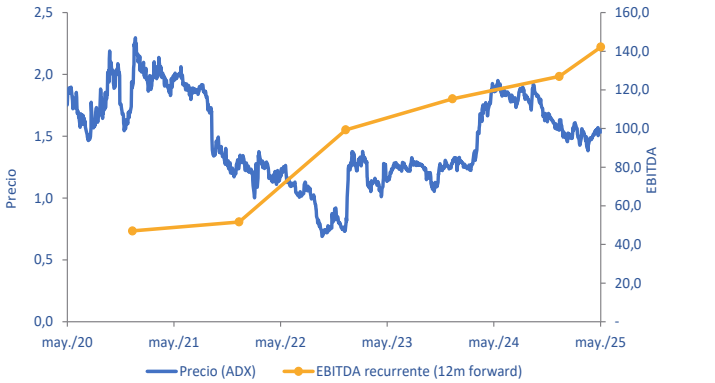
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,1	-4,4	-18,6	-1,0	29,5	-12,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,5	-12,2	-34,7	-18,6	-20,8	-58,5
vs Euro STOXX 50	-1,3	-1,7	-23,0	-9,0	-9,9	-52,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,0	-12,8	-28,7	-19,8	10,5	-51,3
vs Segmento Micro Cap España (1)	-1,1	-8,9	-22,9	-12,5	23,9	-42,9
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,8	-6,7	-16,6	-5,0	44,0	-33,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-1,4	-17,5	-29,9	-15,2	17,2	-38,1

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**25,9**	**60,6**	**61,9**	**934,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**695,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**260,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
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)	3,2%	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	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	72,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	27,2%	D	=	=
WACC	**8,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,4%**	**9,2%**
G "Razonable"	**1,5%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	695,6	
+ Minoritarios	13,1	Rdos. 3m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	43,1	Rdos. 3m 2025
+ Deuda financiera neta	260,3	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	51,9	Rdos. 3m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**960,1**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	7,3%	4,8%	4,1%	11,4%	15,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	6,9%	9,8%
FCF Yield - WACC	-1,9%	-1,8%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	6,8%	155,9	6,2x
Central	6,2%	142,2	6,8x
Min	5,6%	128,6	7,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	2,0%	2,2%	2,4%
155,9	61,0	56,4	51,9
142,2	47,3	42,8	38,2
128,6	33,7	29,1	24,5

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	8,8%	8,1%	7,5%
Central	6,8%	6,1%	5,5%
Min	4,8%	4,2%	3,5%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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	104.433,7	29.083,9	25.539,6	14.644,1		814,9	1.646,3	1.186,6		695,6
	Enterprise value (EV)	171.491,6	40.366,0	39.394,7	38.723,3		1.906,7	2.411,8	3.298,1		960,1
Información financiera básica	Total Ingresos	48.381,0	24.486,1	19.458,0	16.556,3		239,6	676,6	565,7		2.499,3
	Cto.Total Ingresos	*9,2%*	*17,0%*	*1,0%*	*8,4%*	*8,9%*	*35,4%*	*27,3%*	*48,6%*	*37,1%*	*25,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,3%*	*-1,1%*	*-1,8%*	*1,7%*	*0,3%*	*22,3%*	*14,0%*	*9,6%*	*15,3%*	*-6,6%*
	EBITDA	16.424,2	5.505,8	5.200,8	4.813,9		206,7	214,6	363,9		127,0
	Cto. EBITDA	*2,7%*	*-6,7%*	*-0,1%*	*12,5%*	*2,1%*	*2,6%*	*56,2%*	*29,8%*	*29,5%*	*10,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,3%*	*1,5%*	*0,4%*	*0,9%*	*2,0%*	*17,3%*	*19,7%*	*9,8%*	*15,6%*	*9,2%*
	EBITDA/Ingresos	*33,9%*	*22,5%*	*26,7%*	*29,1%*	*28,1%*	*86,3%*	*31,7%*	*64,3%*	*60,8%*	*5,1%*
	EBIT	10.572,0	3.274,6	3.393,7	2.948,5		158,1	174,4	255,8		103,4
	Cto. EBIT	*-3,0%*	*-17,1%*	*-7,3%*	*58,7%*	*7,8%*	*0,3%*	*54,1%*	*41,7%*	*32,0%*	*10,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,8%*	*0,9%*	*0,3%*	*0,2%*	*1,8%*	*15,7%*	*13,8%*	*7,9%*	*12,4%*	*9,9%*
	EBIT/Ingresos	*21,9%*	*13,4%*	*17,4%*	*17,8%*	*17,6%*	*66,0%*	*25,8%*	*45,2%*	*45,7%*	*4,1%*
	Beneficio Neto	6.000,3	2.033,7	1.856,4	1.211,6		85,0	116,4	88,4		60,7
	Cto. Beneficio Neto	*6,6%*	*7,7%*	*-3,5%*	*51,3%*	*15,5%*	*-4,1%*	*94,7%*	*-22,5%*	*22,7%*	*0,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,5%*	*1,3%*	*-2,1%*	*-0,3%*	*1,1%*	*14,7%*	*-5,3%*	*-21,1%*	*-3,9%*	*15,8%*
	CAPEX/Ventas	*26,8%*	*13,9%*	*12,1%*	*21,0%*	*18,4%*	*129,8%*	*99,2%*	*53,3%*	*94,1%*	*2,0%*
	Free Cash Flow	626,6	474,3	1.380,1	(88,6)		(244,4)	(486,8)	33,2		6,6
	Deuda financiera Neta	56.874,9	10.723,7	13.884,2	17.551,7		1.321,7	864,7	2.119,0		258,7
	DN/EBITDA (x)	3,5	1,9	2,7	3,6	2,9	6,4	4,0	5,8	5,4	2,0
	Pay-out	*71,3%*	*70,9%*	*82,2%*	*68,7%*	*73,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*24,7%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,2	14,2	13,9	12,2	14,4	9,6	13,7	13,9	12,4	11,5
	P/BV (x)	1,9	3,3	2,6	1,1	2,2	1,2	2,7	1,1	1,7	2,7
	EV/Ingresos (x)	3,5	1,6	2,0	2,3	2,4	8,0	3,6	5,8	5,8	0,4
	EV/EBITDA (x)	10,4	7,3	7,6	8,0	8,3	9,2	11,2	9,1	9,8	7,6
	EV/EBIT (x)	16,2	12,3	11,6	13,1	13,3	12,1	13,8	12,9	12,9	9,3
	ROE	*11,2*	*23,1*	*18,5*	*9,1*	*15,5*	*12,2*	*19,5*	*8,1*	*13,3*	*26,0*
	FCF Yield (%)	*0,6*	*1,6*	*5,4*	*n.a.*	*2,5*	*n.a.*	*n.a.*	*2,8*	*2,8*	*0,9*
	DPA	*0,66*	*1,36*	*1,59*	*0,20*	*0,95*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,03*
	Dvd Yield	*4,1%*	*5,0%*	*6,0%*	*5,8%*	*5,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos				**675,6**	**986,9**	**1.043,8**	**969,3**	**1.683,9**	**2.633,0**	**2.293,2**	**1.987,8**	**2.499,3**	**2.277,7**	**2.182,6**	***50,3%***	***3,2%***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*46,1%*	*5,8%*	*-7,1%*	*73,7%*	*56,4%*	*-12,9%*	*-13,3%*	*25,7%*	*-8,9%*	*-4,2%*		
EBITDA				**37,2**	**44,8**	**68,3**	**50,1**	**46,9**	**54,1**	**96,1**	**115,4**	**127,0**	**142,2**	**151,6**	***18,1%***	***9,5%***
Cto. EBITDA				*103,1%*	*20,6%*	*52,4%*	*-26,7%*	*-6,5%*	*15,5%*	*77,6%*	*20,0%*	*10,0%*	*12,0%*	*6,6%*		
EBITDA/Ingresos				*5,5%*	*4,5%*	*6,5%*	*5,2%*	*2,8%*	*2,1%*	*4,2%*	*5,8%*	*5,1%*	*6,2%*	*6,9%*		
Beneficio neto				**8,3**	**8,4**	**25,4**	**26,4**	**(1,7)**	**3,5**	**29,0**	**60,6**	**60,7**	**73,2**	**81,4**	***40,6%***	***10,3%***
Cto. Beneficio neto				*126,1%*	*2,0%*	*202,5%*	*3,7%*	*-106,5%*	*305,8%*	*720,3%*	*108,6%*	*0,2%*	*20,6%*	*11,1%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	439,6	451,5	453,4	453,4	453,4		
BPA (EUR)				0,06	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,07	0,13	0,13	0,16	0,18	*25,1%*	*10,2%*
Cto. BPA				*n.a.*	*-16,7%*	*17,8%*	*3,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-0,2%*	*20,6%*	*11,1%*		
BPA ord. (EUR)				0,06	0,01	0,05	0,03	0,00	0,01	0,07	0,13	0,13	0,16	0,18	*25,1%*	*10,2%*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*-88,2%*	*n.a.*	*-42,6%*	*-98,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*87,8%*	*-0,2%*	*20,6%*	*11,1%*		
CAPEX				(4,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(50,0)	(50,0)	(60,0)		
CAPEX/Vtas %[1]				*0,6%*	*0,3%*	*3,2%*	*1,7%*	*2,3%*	*1,8%*	*1,4%*	*2,8%*	*2,0%*	*2,2%*	*2,7%*		
Free Cash Flow				**(64,7)**	**(31,4)**	**122,4**	**(59,9)**	**(220,0)**	**82,9**	**117,5**	**43,7**	**6,6**	**42,8**	**46,1**	***23,9%***	***1,8%***
DN/EBITDA (x) [2]				*7,0x*	*6,5x*	*2,5x*	*4,9x*	*10,2x*	*7,3x*	*2,9x*	*2,2x*	*2,0x*	1,6x	1,3x		
PER (x)				*7,3x*	*25,5x*	*36,0x*	*31,6x*	*n.a.*	*91,6x*	*19,3x*	*11,6x*	*11,5x*	9,5x	8,5x		
EV/Vtas (x)				*0,57x*	*0,50x*	*1,08x*	*1,19x*	*0,61x*	*0,26x*	*0,37x*	*0,47x*	*0,38x*	0,42x	0,44x		
EV/EBITDA (x) [2]				*10,3x*	*11,1x*	*16,5x*	*23,1x*	*21,9x*	*12,8x*	*8,8x*	*8,1x*	*7,6x*	6,8x	6,3x		
Comport. Absoluto				*-12,0%*	*192,0%*	*66,5%*	*-9,2%*	*-34,6%*	*-40,5%*	*73,4%*	*21,4%*	*-1,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*-18,1%*	*243,5%*	*48,9%*	*7,4%*	*-39,4%*	*-37,0%*	*41,3%*	*5,7%*	*-18,6%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Axon Partners Group

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software
Precio de Cierre: EUR 13,00 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

Axon Partners Group (APG) es una empresa de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), dedicada a prestar servicios de consultoría e inversión en activos alternativos con foco en tecnología. Con elevada presencia internacional (>90% de los ingresos de consultoría), también dispone de EUR 662Mn de activos bajo gestión en 2024. Está gestionada y controlada por Francisco Velázquez, Alfonso de León y Dimitri Kallinis (84% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	69,0	78,3
EV (Mn EUR y USD)	45,2	51,3
Número de Acciones (Mn)	5,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	18,80 / 15,35 / 13,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	1,7	
Factset / Bloomberg	APG-ES / APG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

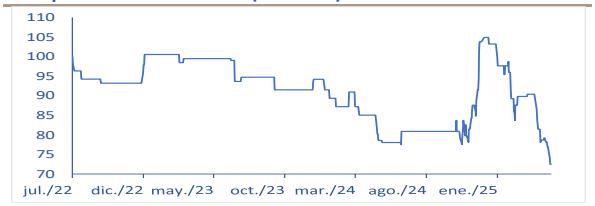
Francisco Velázquez	38,8
Alfonso de León	30,9
Dimitri Kallinis	14,3
Mutualidad Abogacía Española	3,9
Free Float	12,1

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,2	5,3	5,3	5,3
Total Ingresos	22,6	27,4	30,5	32,5
EBITDA Rec.	6,6	9,0	10,3	11,1
% Var.	*14,1*	*35,9*	*15,1*	*7,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*29,2*	*32,8*	*33,9*	*34,2*
% Var EBITDA sector (2)	*3,0*	*13,2*	*16,5*	*12,2*
Beneficio neto	5,3	6,6	7,4	7,8
BPA (EUR)	1,02	1,24	1,40	1,47
% Var.	*27,2*	*21,7*	*12,7*	*5,3*
BPA ord. (EUR)	1,02	1,24	1,40	1,47
% Var.	*27,1*	*21,4*	*12,7*	*5,3*
Free Cash Flow Rec.	6,7	3,3	7,2	7,9
Pay-out (%)	*75,0*	*75,0*	*75,0*	*75,0*
DPA (EUR)	0,77	0,93	1,05	1,11
Deuda financiera neta	-9,8	-8,2	-9,8	-11,8
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,5	-0,9	-0,9	-1,1
ROE (%)	*23,6*	*26,0*	*27,4*	*27,0*
ROCE (%)	*306,1*	*282,2*	*182,2*	*181,1*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	12,7	10,5	9,3	8,8
PER Ordinario	12,7	10,5	9,3	8,8
P/BV	2,8	2,6	2,5	2,3
Dividend Yield (%)	*5,9*	*7,2*	*8,1*	*8,5*
EV/Ventas	2,00	1,65	1,48	1,39
EV/EBITDA Rec.	6,8	5,0	4,4	4,1
EV/EBIT	7,0	5,1	4,4	4,1
FCF Yield (%)	*9,8*	*4,8*	*10,4*	*11,5*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-13,3*	*-24,4*	*-7,7*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2024: Muy buen momentum con crecimiento a doble dígito en consultoría e inversiones. En línea con la tendencia observada desde 2019, APG continúa mostrando un sólido crecimiento en ingresos y rentabilidad. Los ingresos agregados de inversión y consultoría aumentan un +13,7% en 2024, alcanzando los EUR 22,6 Mn. Impulsados principalmente por i) su presencia en Oriente Medio, en consultoría y ii) el incremento de los activos bajo gestión en el área de inversión, que crecen hasta EUR 662Mn (+11,3% vs 2023).

Mientras Finizens alcanza el break even. La plataforma de roboadvisor alcanza por primera vez el punto de equilibrio en 2024, lo que implica que el dividendo de APG debería incrementarse en proporción similar al BN (+13,8% TACC 2024-2027e). Los activos bajo gestión de la plataforma ascienden a EUR 470Mn, con 22.000 clientes.

2025: se mantiene el crecimiento a doble dígito. Para 2025e, esperamos que APG continúe su trayectoria de crecimiento. Proyectamos ingresos de EUR 27,4Mn (+20,9% vs 2024) y un EBITDA Rec. de EUR 9,0Mn (+35,9% vs 2024; mg. EBITDA de 32,8%), impulsados por el apalancamiento operativo en el área de inversión.

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

Atipicidad del modelo de negocio. El c.60% de los ingresos de APG proviene de servicios de consultoría tecnológica (>60% Oriente Medio), mientras que el c.40% proviene del área de inversiones alternativas. La singularidad del modelo de negocio, la diversificación y la ausencia de comparables en el mercado posicionan a APG como una opción "única" en el mercado.

Sinergias teóricas comprobadas. APG ha demostrado en la práctica que la complementariedad entre consultoría e inversión optimiza tanto el crecimiento de ingresos como la reducción de costes mediante economías de escala y los recursos compartidos, lo que mejora la eficiencia operativa global de la compañía.

Finizens. Una plataforma digital dedicada a la gestión pasiva de carteras indexadas, que actualmente gestiona EUR 470Mn en activos. En 2024 alcanzó por primera vez el break-even. APG posee una participación del 24% en Finizens. Para 2024-2027e, estimamos un crecimiento de ingresos a una TACC c.+20%.

Elevada generación de caja y retribución al accionista. La estructura de costos eficiente permite a la compañía lograr una alta conversión de EBITDA en FCF. Además, su sólida posición financiera, con caja neta desde 2019, posibilita que APG adopte un pay-out del 75%. Para 2025e, estimamos un dividendo de EUR 4,9Mn (dividend yield >7%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Capacidad de atracción y retención de personal clave. El principal activo de la consultoría tecnológica es el personal, por lo que la pérdida de empleados y la dificultad para atraer nuevos consultores con conocimientos especializados pueden ralentizar el crecimiento. La capacidad de retener talento y captar nuevas incorporaciones es crucial para mantener la competitividad y el éxito de APG.

Elevada concentración en el sector tecnológico. Tanto el negocio de consultoría como el de inversiones están centrados en el sector tecnológico. Esta concentración aumenta la sensibilidad de la compañía a los cambios y la evolución de la industria, lo que incrementa el riesgo del negocio ante posibles disrupciones o fluctuaciones en la demanda del mercado.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Atipicidad del negocio y la elevada generación de caja, convierten a APG en una opción única en el mercado de tecnología. APG goza de muy buen momentum, con TACC 2024-2027e de ingresos del +13% que el apalancamiento operativo del negocio convierte en +19% en EBITDA Rec. Es decir, un modelo de negocio capaz de alcanzar altos crecimientos (EBITDA TACC -4y c.+40%). Una expectativa de crecimiento que (en base a múltiplos y FCF yield) todavía no cotiza (-26,0% vs Ibex 35 -12m).

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
Inmovilizado material	2,9	2,9	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5
Otros activos no corrientes	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Inmovilizado financiero	8,5	10,2	7,2	14,6	17,9	17,9	17,9	17,9
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	3,0	4,3	5,2	5,2	4,5	7,7	8,6	9,2
Total activo	**15,6**	**18,4**	**13,4**	**20,9**	**23,5**	**26,8**	**27,7**	**28,4**
Patrimonio neto	10,3	14,4	16,9	20,4	24,5	26,2	28,0	30,0
Minoritarios	1,5	3,0	2,3	2,5	2,4	2,4	2,6	2,9
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	1,2	1,4	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	(0,9)	(4,0)	(10,1)	(7,6)	(9,8)	(8,2)	(9,8)	(11,8)
Pasivo circulante	3,4	3,8	3,0	3,9	4,9	4,9	5,5	5,9
Total pasivo	**15,6**	**18,4**	**13,4**	**20,9**	**23,5**	**26,8**	**27,8**	**28,4**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**10,0**	**13,8**	**17,7**	**19,9**	**22,6**	**27,4**	**30,5**	**32,5**	***22,5%***	***12,9%***
Cto.Total Ingresos	*7,5%*	*37,6%*	*28,1%*	*12,4%*	*13,7%*	*20,9%*	*11,6%*	*6,5%*		
Coste de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Margen Bruto	**10,0**	**13,8**	**17,7**	**19,9**	**22,6**	**27,4**	**30,5**	**32,5**	***22,5%***	***12,9%***
Margen Bruto / Ingresos	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*		
Gastos de personal	(3,6)	(4,8)	(5,7)	(7,6)	(8,4)	(10,2)	(11,2)	(11,7)		
Otros costes de explotación	(4,7)	(5,2)	(6,6)	(6,5)	(7,6)	(8,2)	(9,0)	(9,7)		
EBITDA recurrente	**1,7**	**3,8**	**5,4**	**5,8**	**6,6**	**9,0**	**10,3**	**11,1**	***39,6%***	***18,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*36,6%*	*118,3%*	*42,3%*	*7,0%*	*14,1%*	*35,9%*	*15,1%*	*7,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*17,4%*	*27,5%*	*30,6%*	*29,1%*	*29,2%*	*32,8%*	*33,9%*	*34,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
Gastos capitalizados	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
EBITDA	**2,2**	**4,0**	**5,5**	**6,0**	**6,9**	**9,3**	**10,6**	**11,4**	***32,9%***	***18,3%***
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**1,8**	**3,5**	**5,1**	**5,6**	**6,5**	**8,9**	**10,2**	**11,0**	***38,0%***	***19,1%***
Cto.EBIT	*35,7%*	*97,4%*	*43,2%*	*11,4%*	*15,2%*	*37,0%*	*15,0%*	*7,3%*		
EBIT / Ingresos	*17,8%*	*25,6%*	*28,6%*	*28,4%*	*28,7%*	*32,5%*	*33,5%*	*33,8%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,0)	0,1	(0,2)	0,5	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,6**	**3,5**	**5,2**	**5,5**	**7,0**	**8,8**	**10,1**	**10,9**	***43,9%***	***16,1%***
Cto.Beneficio ordinario	*21,8%*	*115,5%*	*48,8%*	*4,7%*	*27,5%*	*26,5%*	*15,2%*	*7,4%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,6**	**3,5**	**5,2**	**5,5**	**7,0**	**8,8**	**10,1**	**10,9**	***43,9%***	***16,1%***
Impuestos	(0,8)	(1,2)	(1,3)	(1,6)	(1,8)	(2,2)	(2,5)	(2,7)		
Tasa fiscal efectiva	*50,0%*	*34,8%*	*24,4%*	*28,9%*	*25,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	0,8	1,1	0,7	0,3	0,1	(0,0)	(0,2)	(0,3)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**1,6**	**3,3**	**4,6**	**4,1**	**5,3**	**6,6**	**7,4**	**7,8**	***34,2%***	***13,8%***
Cto.Beneficio neto	*1,2%*	*104,0%*	*37,3%*	*-9,9%*	*28,4%*	*24,1%*	*12,7%*	*5,3%*		
Beneficio ordinario neto	**2,0**	**3,5**	**4,7**	**4,1**	**5,3**	**6,6**	**7,4**	**7,8**	***28,1%***	***13,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*6,1%*	*79,4%*	*33,7%*	*-12,5%*	*28,4%*	*23,7%*	*12,7%*	*5,3%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**9,0**	**10,3**	**11,1**	***39,6%***	***18,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(3,2)	(0,4)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**5,8**	**10,0**	**10,9**	***20,5%***	***9,1%***
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(2,2)	(2,5)	(2,7)		
Free Cash Flow Recurrente						**3,3**	**7,2**	**7,9**	***14,9%***	***5,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**3,3**	**7,2**	**7,9**	***32,7%***	***5,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(4,9)	(5,6)	(5,9)		
Variación de Deuda financiera neta						**1,6**	**(1,6)**	**(2,0)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**3,8**	**5,4**	**5,8**	**6,6**	**9,0**	**10,3**	**11,1**	***20,2%***	***18,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*118,3%*	*42,3%*	*7,0%*	*14,1%*	*35,9%*	*15,1%*	*7,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*27,5%*	*30,6%*	*29,1%*	*29,2%*	*32,8%*	*33,9%*	*34,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,9)	(1,7)	0,8	1,8	(3,2)	(0,4)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,9**	**3,7**	**6,6**	**8,4**	**5,8**	**10,0**	**10,9**	***42,0%***	***9,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-26,3%*	*25,4%*	*79,5%*	*27,1%*	*-31,4%*	*72,9%*	*9,4%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*21,3%*	*20,8%*	*33,2%*	*37,1%*	*21,1%*	*32,6%*	*33,5%*		
- CAPEX	(0,3)	0,1	(0,1)	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,0)	0,1	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,8)	(1,5)	(1,6)	(1,8)	(2,2)	(2,5)	(2,7)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,8**	**2,3**	**5,1**	**6,7**	**3,3**	**7,2**	**7,9**	***54,0%***	***5,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-52,3%*	*22,6%*	*123,7%*	*33,2%*	*-50,6%*	*115,7%*	*10,3%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*13,4%*	*12,8%*	*25,5%*	*29,8%*	*12,2%*	*23,5%*	*24,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,1)	0,0	(2,6)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,8**	**2,3**	**2,4**	**6,7**	**3,3**	**7,2**	**7,9**	***55,9%***	***5,7%***
Cto. Free Cash Flow	*-18,1%*	*30,0%*	*6,5%*	*173,7%*	*-50,3%*	*115,7%*	*10,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*2,7%*	*3,3%*	*7,3%*	*9,8%*	*4,8%*	*10,4%*	*11,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*2,6%*	*3,3%*	*3,6%*	*9,7%*	*4,8%*	*10,4%*	*11,5%*		

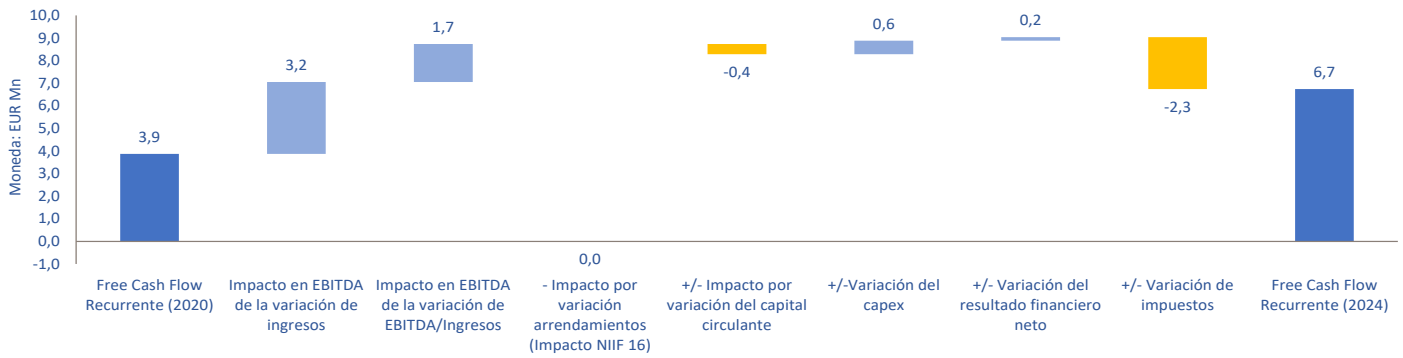
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**3,9**	**1,8**	**2,3**	**5,1**	**6,7**	**3,3**	**7,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	1,1	0,7	0,8	1,4	1,0	0,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,4	0,5	(0,3)	0,0	1,0	0,3	0,1
= Variación EBITDA recurrente	**2,1**	**1,6**	**0,4**	**0,8**	**2,4**	**1,4**	**0,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,1)	(0,9)	2,5	1,0	(5,0)	2,8	0,2
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,0)**	**0,7**	**2,9**	**1,8**	**(2,6)**	**4,2**	**0,9**
+/-Variación del CAPEX	0,3	0,3	(0,1)	0,1	(0,1)	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	0,0	0,1	0,0	(0,2)	-	-
+/- Variación de impuestos	(1,3)	(0,7)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,2)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(2,0)**	**0,4**	**2,8**	**1,7**	**(3,4)**	**3,9**	**0,7**
Free Cash Flow Recurrente	**1,8**	**2,3**	**5,1**	**6,7**	**3,3**	**7,2**	**7,9**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**3,5**	**5,1**	**5,6**	**6,5**	**8,9**	**10,2**	**11,0**	***22,5%***	***19,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*24,4%*	*28,9%*	*25,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,2)	(2,6)	(2,7)		
EBITDA recurrente	**3,8**	**5,4**	**5,8**	**6,6**	**9,0**	**10,3**	**11,1**	***20,2%***	***18,9%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,9)	(1,7)	0,8	1,8	(3,2)	(0,4)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,9**	**3,7**	**6,6**	**8,4**	**5,8**	**10,0**	**10,9**	***42,0%***	***9,1%***
- CAPEX	(0,3)	0,1	(0,1)	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,2)	(2,6)	(2,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**1,6**	**2,5**	**4,9**	**6,8**	**3,4**	**7,3**	**8,0**	***61,7%***	***5,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-43,9%*	*57,0%*	*95,8%*	*37,4%*	*-49,6%*	*113,2%*	*10,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	11,6%	14,2%	24,7%	29,9%	12,4%	23,8%	24,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,1)	0,0	(2,6)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,5**	**2,5**	**2,3**	**6,7**	**3,4**	**7,3**	**8,0**	***64,2%***	***5,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*33,3%*	*67,2%*	*-9,5%*	*192,5%*	*-49,5%*	*113,2%*	*10,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*3,5%*	*5,6%*	*10,9%*	*14,9%*	*7,5%*	*16,0%*	*17,7%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*3,4%*	*5,6%*	*5,1%*	*14,9%*	*7,5%*	*16,0%*	*17,7%*		

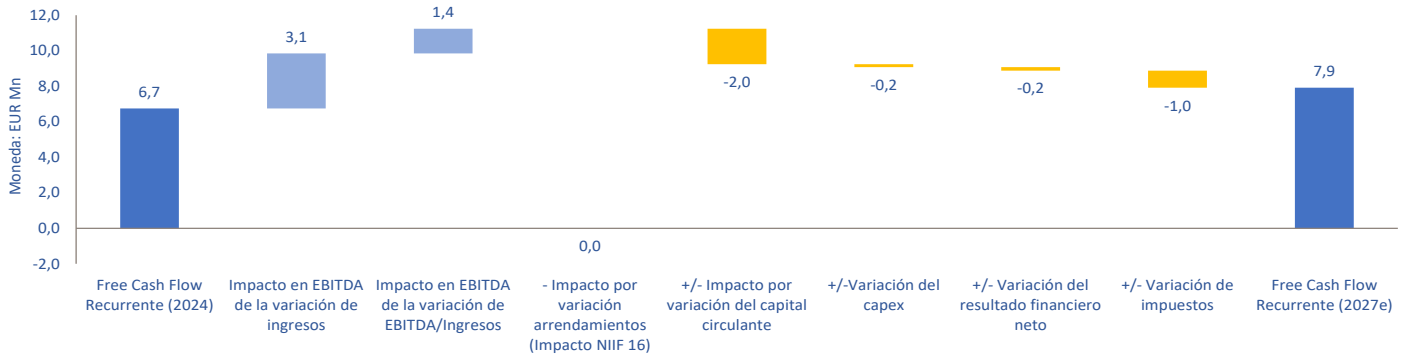
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

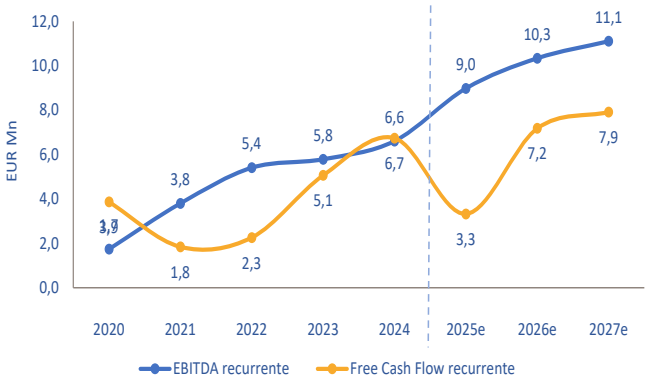
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



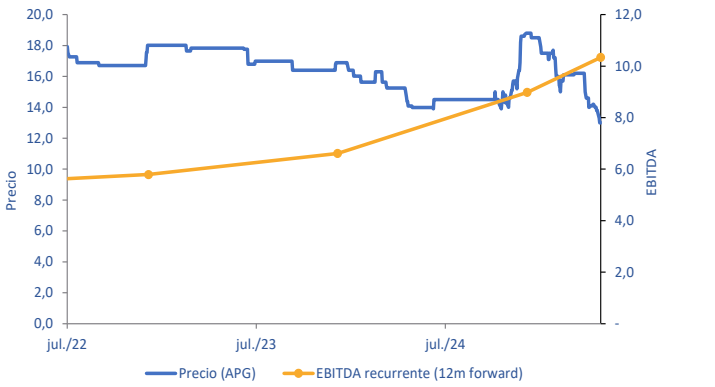
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-13,3	-24,4	-7,7	-30,9	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-18,8	-30,6	-26,0	-43,2	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-17,0	-22,3	-12,7	-36,4	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-20,9	-31,1	-19,1	-44,0	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	-16,8	-28,0	-12,6	-38,9	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-18,3	-26,2	-5,5	-33,6	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-20,7	-18,4	-1,9	-32,3	n.a.	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,4**	**7,3**	**8,0**	**103,7**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**69,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-9,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta	2,8%	3,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**2,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**2,2%**	**2,6%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**10,4%**	**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	**10,4%**	**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	69,0	
+ Minoritarios	2,4	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	(9,8)	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	17,9	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**45,2**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	26,2%	61,3%	100,8%	141,4%	306,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	295,7%	170,7%
FCF Yield - WACC	4,5%	7,3%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	37,3%	11,4	4,0x
Central	33,9%	10,3	4,4x
Min	30,5%	9,3	4,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	0,4%	0,5%	0,6%
11,4	8,2	8,2	8,2
10,3	7,2	7,2	7,1
9,3	6,2	6,1	6,1

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	12,0%	11,9%	11,9%
Central	10,5%	10,4%	10,4%
Min	8,9%	8,9%	8,9%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Consultoría							Private Equity					
	EUR Mn	Accenture	Marsh&Mclennan	CAP Gemini	Booz Allen	Sopra Steria Group	Wavestone	Average	EQT AB	TPG	Bridgepoint Group	Tikehau Capital	Average	APG
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ACN-US	MMC-US	CAP-FR	BAH-US	SOP-FR	WAVE-FR		EQT-SE	TPG-US	BPT-GB	TKO-FR		APG-ES
	País	Ireland	USA	France	USA	France	France		Sweden	USA	UK	France		Spain
	Market cap	170.836,2	99.605,3	25.170,9	12.033,3	3.881,5	1.257,8		31.074,5	15.307,8	2.645,1	3.411,4		69,0
	Enterprise value (EV)	171.277,6	118.132,4	28.007,7	14.972,2	4.570,2	1.308,9		30.758,9	8.315,0	1.030,9	4.655,8		45,2
Información financiera básica	Total Ingresos	60.498,7	23.783,7	21.949,1	11.202,8	5.706,4	955,6		2.615,2	1.861,8	648,0	751,9		27,4
	Cto.Total Ingresos	*5,8%*	*10,5%*	*-0,7%*	*6,1%*	*-1,2%*	*1,2%*	*3,6%*	*-6,9%*	*-39,6%*	*29,3%*	*15,2%*	*-0,5%*	*20,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,3%*	*5,7%*	*3,9%*	*9,6%*	*3,2%*	*n.a.*	*5,7%*	*20,4%*	*22,3%*	*10,4%*	*17,8%*	*17,7%*	*9,0%*
	EBITDA	11.590,6	6.869,5	3.548,1	1.247,4	723,8	134,7		1.534,5	813,8	331,4	391,6		9,3
	Cto. EBITDA	*14,4%*	*13,4%*	*10,8%*	*-14,7%*	*-0,8%*	*4,3%*	*4,6%*	*-7,1%*	*555,9%*	*36,2%*	*n.a.*	*195,0%*	*34,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,0%*	*7,2%*	*3,2%*	*n.a.*	*3,6%*	*n.a.*	*5,0%*	*29,1%*	*30,8%*	*12,7%*	*33,3%*	*26,5%*	*10,9%*
	EBITDA/Ingresos	*19,2%*	*28,9%*	*16,2%*	*11,1%*	*12,7%*	*14,1%*	*17,0%*	*58,7%*	*43,7%*	*51,1%*	*52,1%*	*51,4%*	*33,9%*
	EBIT	9.431,5	5.977,9	2.921,3	1.096,4	551,4	123,2		1.453,3	872,9	301,1	391,9		8,9
	Cto. EBIT	*6,3%*	*10,7%*	*16,0%*	*-16,7%*	*8,1%*	*4,5%*	*4,8%*	*22,1%*	*n.a.*	*50,4%*	*45,1%*	*39,2%*	*37,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,0%*	*9,2%*	*4,5%*	*n.a.*	*2,9%*	*n.a.*	*5,9%*	*29,3%*	*25,4%*	*12,9%*	*31,3%*	*24,7%*	*11,1%*
	EBIT/Ingresos	*15,6%*	*25,1%*	*13,3%*	*9,8%*	*9,7%*	*12,9%*	*14,4%*	*55,6%*	*46,9%*	*46,5%*	*52,1%*	*50,3%*	*32,5%*
	Beneficio Neto	7.108,7	4.175,2	1.975,3	716,6	286,4	82,7		1.036,7	335,4	222,9	266,5		6,6
	Cto. Beneficio Neto	*11,0%*	*16,7%*	*18,2%*	*-12,6%*	*-7,4%*	*8,1%*	*5,7%*	*26,2%*	*n.a.*	*189,1%*	*71,1%*	*95,5%*	*24,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,4%*	*8,0%*	*7,0%*	*11,9%*	*12,0%*	*n.a.*	*9,3%*	*37,0%*	*37,2%*	*16,4%*	*30,9%*	*30,4%*	*9,0%*
	CAPEX/Ventas	*0,9%*	*1,3%*	*1,6%*	*0,8%*	*1,8%*	*0,8%*	*1,2%*	*1,5%*	*1,0%*	*0,7%*	*11,8%*	*3,8%*	*0,5%*
	Free Cash Flow	8.008,6	3.887,6	1.917,4	797,5	331,3	83,1		920,4	721,9	230,6	189,5		3,3
	Deuda financiera Neta	(3.403,2)	14.467,5	1.275,8	2.594,3	360,9	(87,5)		13,5	1.017,6	499,7	1.283,0		(8,2)
	DN/EBITDA (x)	n.a.	2,1	0,4	2,1	0,5	n.a.	1,3	0,0	1,3	1,5	3,3	1,5	(0,9)
	Pay-out	*44,5%*	*35,7%*	*29,9%*	*35,3%*	*36,4%*	*9,3%*	*31,9%*	*46,6%*	*48,3%*	*41,5%*	*58,2%*	*48,7%*	*75,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	24,4	24,0	13,0	15,9	11,0	14,2	17,1	23,2	23,2	14,4	14,4	18,8	10,5
	P/BV (x)	5,9	7,3	1,9	9,4	1,7	1,8	4,7	3,5	7,6	2,4	1,0	3,6	2,6
	EV/Ingresos (x)	2,8	5,0	1,3	1,3	0,8	1,4	2,1	11,8	4,5	1,6	6,2	6,0	1,7
	EV/EBITDA (x)	14,8	17,2	7,9	12,0	6,3	9,7	11,3	20,0	10,2	3,1	11,9	11,3	5,0
	EV/EBIT (x)	18,2	19,8	9,6	13,7	8,3	10,6	13,3	21,2	9,5	3,4	11,9	11,5	5,1
	ROE	*24,4*	*30,7*	*14,9*	*58,9*	*15,6*	*12,6*	*26,2*	*15,0*	*32,8*	*16,7*	*6,9*	*17,9*	*26,0*
	FCF Yield (%)	*4,7*	*3,9*	*7,6*	*6,6*	*8,5*	*6,6*	*6,3*	*3,0*	*4,7*	*8,7*	*5,6*	*5,5*	*4,8*
	DPA	*5,04*	*3,03*	*3,48*	*1,98*	*5,17*	*0,36*	*3,18*	*0,41*	*1,62*	*0,11*	*0,88*	*0,76*	*0,93*
	Dvd Yield	*1,8%*	*1,5%*	*2,4%*	*2,1%*	*2,7%*	*0,7%*	*1,9%*	*1,6%*	*3,9%*	*3,6%*	*4,6%*	*3,4%*	*7,2%*

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López– lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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)	165,1	187,3
EV (Mn EUR y USD)	334,3	379,3
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,10 / 6,82 / 5,72	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	0,5	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

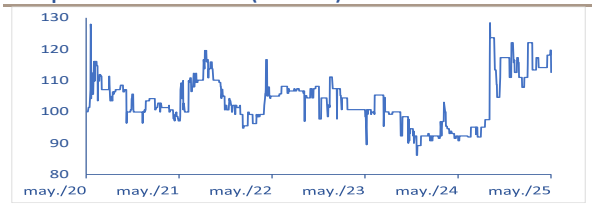
Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Vaqué-Boix	61,7
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,5
Otros	2,4
Free Float	4,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	23,0	25,6	27,9	29,7
EBITDA Rec.	16,7	17,5	19,3	20,8
% Var.	*13,2*	*4,5*	*10,3*	*8,2*
% EBITDA Rec./Ing.	*72,7*	*68,1*	*69,1*	*70,0*
% Var EBITDA sector (2)	*12,1*	*12,5*	*5,6*	*5,6*
Beneficio neto	25,1	11,2	12,5	13,7
BPA (EUR)	1,08	0,48	0,54	0,59
% Var.	*130,1*	*-55,6*	*12,0*	*9,1*
BPA ord. (EUR)	0,42	0,46	0,52	0,56
% Var.	*-7,0*	*9,7*	*11,9*	*9,0*
N Free Cash Flow Rec.	17,4	9,4	9,8	11,2
Pay-out (%)	*20,3*	*51,6*	*49,6*	*48,8*
DPA (EUR)	0,22	0,25	0,27	0,29
Deuda financiera neta	73,0	75,1	79,7	83,4
DN / EBITDA Rec.(x)	4,4	4,3	4,1	4,0
ROE (%)	*6,3*	*2,7*	*3,0*	*3,2*
ROCE (%)	*5,2*	*2,5*	*2,7*	*2,8*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	6,6	14,8	13,2	12,1
PER Ordinario	16,9	15,4	13,8	12,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	*3,1*	*3,5*	*3,8*	*4,0*
EV/Ventas	14,55	13,04	11,99	11,24
EV/EBITDA Rec.	20,0	19,1	17,4	16,0
EV/EBIT	9,4	18,8	17,0	15,7
FCF Yield (%)	*10,5*	*5,7*	*5,9*	*6,8*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-1,4*	*-7,8*	*24,0*	*12,5*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.
(3) Otros: Autocartera 0,4%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Resultados 1T25 en línea, la rentabilidad de la cartera sigue aumentando. CEV cierra el primer trimestre con ingresos por rentas de EUR 5,7Mn (+13,6% respecto al 1T24), un incremento impulsado por la actualización de rentas y la firma de nuevos contratos (+5,3), y un +8,3% adicional de crecimiento inorgánico.

Las entregas del negocio promotor en 2025e son el catalizador a corto plazo. Las escrituras de las últimas 23 viviendas de la promoción de L'Hospitalet se realizarán en 2025e, lo que generará un impacto neto en el EBITDA de EUR 0,6Mn. Proyectamos que la compañía alcanzará ingresos por rentas de EUR 25,6Mn y un EBITDA de EUR 17,5Mn en 2025e.

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

Cartera patrimonial con enfoque diferencial en el sector residencial de Cataluña. CEV es la única inmobiliaria cotizada en el mercado continuo con exposición significativa al sector residencial de Barcelona, enfocado principalmente en vivienda de protección oficial (VPO). Esta especialización le confiere un perfil "extra" defensivo, ya que esta tipología de activos es menos sensible a los ciclos económicos.

Proyecto HMB. CEV, con una participación del 25%, desarrollará y gestionará más de 4.500 viviendas destinadas al alquiler asequible en colaboración con Neinor Homes y el Ayuntamiento de Barcelona. Se ha realizado una inversión de EUR 6Mn y los compromisos adicionales de inversión alcanzan los EUR 29Mn. Se prevé que las primeras unidades entren en operación en 2026e.

Potencial de mejora por actualización de rentas. Actualmente, el 23% de la cartera residencial de CEV cuenta con alquileres de renta antigua muy por debajo del precio de mercado. A partir de este año, gracias al cambio en el régimen legal, la compañía tiene la posibilidad de ajustar estas rentas de forma parcial y paulatinamente al nivel del mercado, lo que permitirá incrementar la rentabilidad de la cartera.

Apalancamiento conservador y dividendo seguro. CEV mantiene un apalancamiento (LTV) del 12,9% con una deuda neta de EUR 77,5Mn en el 1T25 (frente a EUR 49,4Mn en 2023), situándose muy por debajo del c.35-40% promedio del resto de SOCIMIs.

La enorme visibilidad de la cartera patrimonial se junta con las entregas del negocio promotor. La cartera patrimonial, caracterizada por su elevada visibilidad y altos niveles de ocupación (96,7%), proporciona alta recurrencia para los próximos años. Además, las entregas pendientes del negocio promotor, incluidas las escrituras restantes de la promoción de L´Hospitalet, refuerzan aún más esta perspectiva positiva.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. El sector residencial es la tipología de activo con mayor regulación. La Ley de Vivienda restringe la capacidad de actualizar las nuevas rentas de viviendas libres ubicadas en zonas tensionadas, lo que podría afectar a una pequeña parte de la cartera de CEV.

Concentración geográfica. La totalidad de la cartera de CEV está localizada en Barcelona y su área metropolitana, lo que incrementa su dependencia de las normativas y las condiciones macroeconómicas específicas de Cataluña.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Cartera patrimonial con gran visibilidad, aderezada por entregas adicionales del negocio promotor. CEV sigue mostrando su capacidad de aumentar sus rentas manteniendo los elevados niveles de ocupación. El inicio del nuevo ciclo promotor junto con la actualización de rentas antiguas a partir de 2025 son los catalizadores a c/m plazo. CEV se posiciona en el mercado español de Real Estate como una opción conservadora con un riesgo bajo. El comportamiento de la acción -12m +24,0% (+23,0% vs sector) lleva a CEV a cotizar con un descuento del 61,4% frente al NAV. Esperamos que el negocio promotor siga siendo un catalizador adicional en los próximos años, con la entrega de una o dos promociones por año. Asimismo, debido al bajo apalancamiento, no debería sorprender la compra de activos en alquiler en su mercado principal.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,1	1,1	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Inmovilizado material	461,7	479,8	496,5	499,0	549,9	557,2	567,2	577,3
Otros activos no corrientes	4,0	3,4	1,9	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1
Inmovilizado financiero	7,1	10,3	12,2	11,7	11,5	11,5	11,5	11,4
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	26,3	34,3	27,7	33,3	27,1	28,3	30,6	32,6
Total activo	**500,0**	**528,8**	**539,3**	**546,9**	**592,0**	**600,4**	**612,7**	**624,7**
Patrimonio neto	337,2	357,5	383,6	388,2	406,4	411,8	418,1	425,1
Minoritarios	10,5	11,4	12,8	13,5	14,6	15,1	15,6	16,3
Provisiones y otros pasivos a LP	83,7	85,3	89,8	89,8	92,4	92,4	92,4	92,4
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	64,9	69,5	49,6	49,4	73,0	75,1	79,7	83,4
Pasivo circulante	3,7	5,0	3,5	6,1	5,6	6,1	6,8	7,6
Total pasivo	**500,0**	**528,8**	**539,3**	**546,9**	**592,0**	**600,4**	**612,7**	**624,7**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**19,1**	**19,4**	**20,4**	**21,4**	**23,0**	**25,6**	**27,9**	**29,7**	***4,8%***	***9,0%***
Cto.Total Ingresos	*0,6%*	*1,9%*	*5,2%*	*4,5%*	*7,5%*	*11,6%*	*8,7%*	*6,7%*		
Coste de ventas	(0,8)	(1,2)	(1,7)	(1,0)	(0,8)	(1,8)	(1,9)	(2,0)		
Margen Bruto	**18,2**	**18,2**	**18,8**	**20,4**	**22,1**	**23,9**	**26,0**	**27,7**	***5,0%***	***7,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*95,7%*	*93,8%*	*91,9%*	*95,4%*	*96,3%*	*93,1%*	*93,2%*	*93,2%*		
Gastos de personal	(3,1)	(3,4)	(3,8)	(3,9)	(3,6)	(4,1)	(4,2)	(4,3)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(2,3)	(2,5)	(2,6)		
EBITDA recurrente	**13,5**	**13,3**	**13,2**	**14,8**	**16,7**	**17,5**	**19,3**	**20,8**	***5,5%***	***7,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*1,7%*	*-1,4%*	*-0,4%*	*11,6%*	*13,2%*	*4,5%*	*10,3%*	*8,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*70,7%*	*68,3%*	*64,7%*	*69,1%*	*72,7%*	*68,1%*	*69,1%*	*70,0%*		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	(1,0)	0,4	4,4	(0,0)	2,8	0,6	0,6	0,7		
EBITDA	**12,5**	**13,7**	**17,6**	**14,7**	**19,5**	**18,0**	**19,9**	**21,5**	***11,8%***	***3,4%***
Depreciación y provisiones	(0,1)	0,4	(0,1)	0,1	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	0,2	17,9	15,5	0,5	16,4	-	-	-		
EBIT	**12,6**	**32,0**	**33,1**	**15,3**	**35,6**	**17,8**	**19,6**	**21,3**	***29,7%***	***-15,8%***
Cto.EBIT	*-57,7%*	*154,1%*	*3,3%*	*-53,6%*	*132,4%*	*-50,1%*	*10,5%*	*8,4%*		
EBIT / Ingresos	*66,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*71,8%*	*n.a.*	*69,3%*	*70,5%*	*71,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,3)	(1,5)	(1,3)	(1,6)	(2,8)	(3,1)	(3,3)	(3,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario	**11,3**	**30,5**	**31,7**	**13,7**	**32,8**	**14,6**	**16,4**	**17,8**	***30,4%***	***-18,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*-59,8%*	*169,9%*	*3,9%*	*-56,8%*	*139,2%*	*-55,4%*	*12,0%*	*9,1%*		
Extraordinarios	-	-	5,9	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**11,3**	**30,5**	**37,7**	**13,7**	**32,8**	**14,6**	**16,4**	**17,8**	***30,4%***	***-18,3%***
Impuestos	(1,5)	(5,2)	(7,9)	(2,1)	(6,6)	(2,9)	(3,3)	(3,6)		
Tasa fiscal efectiva	*13,2%*	*16,9%*	*21,0%*	*15,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(0,7)	(1,1)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**9,3**	**24,5**	**28,7**	**10,9**	**25,1**	**11,2**	**12,5**	**13,7**	***28,3%***	***-18,3%***
Cto.Beneficio neto	*-57,9%*	*164,8%*	*17,2%*	*-62,0%*	*129,8%*	*-55,4%*	*12,0%*	*9,1%*		
Beneficio ordinario neto	**10,0**	**9,3**	**8,3**	**10,5**	**9,7**	**10,7**	**12,0**	**13,1**	***-0,5%***	***10,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*17,2%*	*-6,4%*	*-11,0%*	*26,5%*	*-7,2%*	*10,2%*	*11,9%*	*9,0%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**17,5**	**19,3**	**20,8**	***5,5%***	***7,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(1,5)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**16,7**	**17,7**	**19,6**	***18,5%***	***-4,4%***
CAPEX						(1,3)	(1,4)	(1,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,1)	(3,3)	(3,4)		
Impuestos						(2,9)	(3,3)	(3,6)		
Free Cash Flow Recurrente						**9,4**	**9,8**	**11,2**	***49,2%***	***-13,8%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,6	0,6	0,7		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(6,3)	(8,8)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**3,6**	**1,6**	**3,0**	***-43,3%***	***31,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(5,8)	(6,2)	(6,7)		
Variación de Deuda financiera neta						**2,1**	**4,6**	**3,6**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

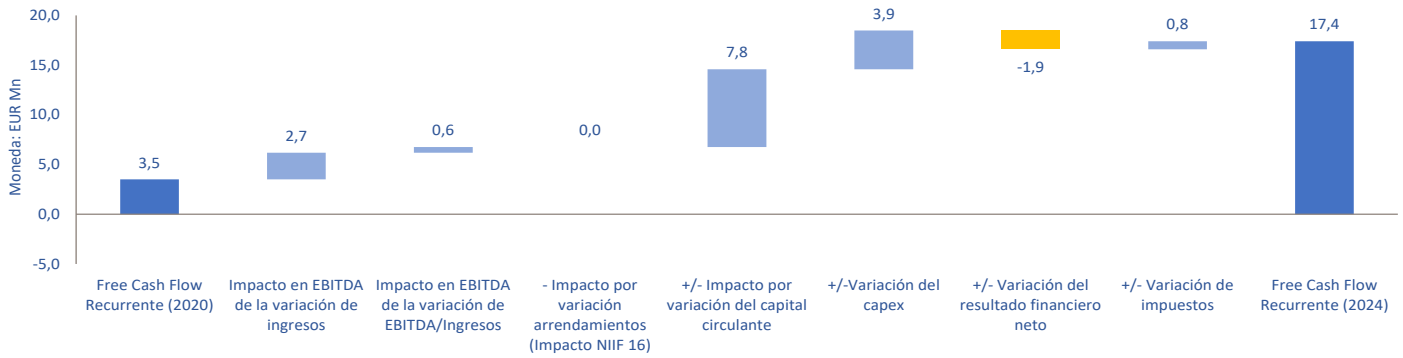
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**13,3**	**13,2**	**14,8**	**16,7**	**17,5**	**19,3**	**20,8**	***8,0%***	***7,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-1,4%*	*-0,4%*	*11,6%*	*13,2%*	*4,5%*	*10,3%*	*8,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*68,3%*	*64,7%*	*69,1%*	*72,7%*	*68,1%*	*69,1%*	*70,0%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(6,8)	5,1	(3,0)	5,7	(0,7)	(1,5)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**6,5**	**18,3**	**11,7**	**22,5**	**16,7**	**17,7**	**19,6**	***51,1%***	***-4,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-42,8%*	*181,8%*	*-36,0%*	*91,2%*	*-25,5%*	*5,9%*	*10,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*33,5%*	*89,7%*	*55,0%*	*97,7%*	*65,2%*	*63,6%*	*66,0%*		
- CAPEX	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(0,7)	(1,3)	(1,4)	(1,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,3)	(3,1)	(3,3)	(3,4)		
- Impuestos	(0,6)	(7,9)	(2,1)	(1,1)	(2,9)	(3,3)	(3,6)		
= Free Cash Flow recurrente	**3,0**	**8,0**	**6,3**	**17,4**	**9,4**	**9,8**	**11,2**	***79,0%***	***-13,8%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-13,6%*	*162,7%*	*-21,6%*	*178,5%*	*-46,1%*	*4,3%*	*13,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*15,6%*	*39,0%*	*29,2%*	*75,7%*	*36,6%*	*35,1%*	*37,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	4,4	(0,0)	2,0	0,6	0,6	0,7		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(9,4)	4,0	-	(31,5)	(6,3)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	6,3	6,3	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(0,0)**	**22,7**	**6,2**	**(12,1)**	**3,6**	**1,6**	**3,0**	***n.a.***	***31,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-100,4%*	*n.a.*	*-72,5%*	*-293,7%*	*130,2%*	*-56,1%*	*89,5%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,8%*	*4,8%*	*3,8%*	*10,5%*	*5,7%*	*5,9%*	*6,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*13,7%*	*3,8%*	*n.a.*	*2,2%*	*1,0%*	*1,8%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**3,5**	**3,0**	**8,0**	**6,3**	**17,4**	**9,4**	**9,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	0,7	0,6	1,1	1,9	1,5	1,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,5)	(0,7)	0,9	0,8	(1,2)	0,3	0,3
= Variación EBITDA recurrente	**(0,2)**	**(0,0)**	**1,5**	**1,9**	**0,8**	**1,8**	**1,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,7)	11,9	(8,1)	8,8	(6,5)	(0,8)	0,3
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(4,9)**	**11,8**	**(6,6)**	**10,7**	**(5,7)**	**1,0**	**1,9**
+/-Variación del CAPEX	3,1	0,3	(0,6)	1,2	(0,6)	(0,1)	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	(0,3)	(1,7)	0,1	(0,1)	(0,1)
+/- Variación de impuestos	1,3	(7,3)	5,8	0,9	(1,8)	(0,3)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(0,5)**	**4,9**	**(1,7)**	**11,2**	**(8,0)**	**0,4**	**1,4**
Free Cash Flow Recurrente	**3,0**	**8,0**	**6,3**	**17,4**	**9,4**	**9,8**	**11,2**

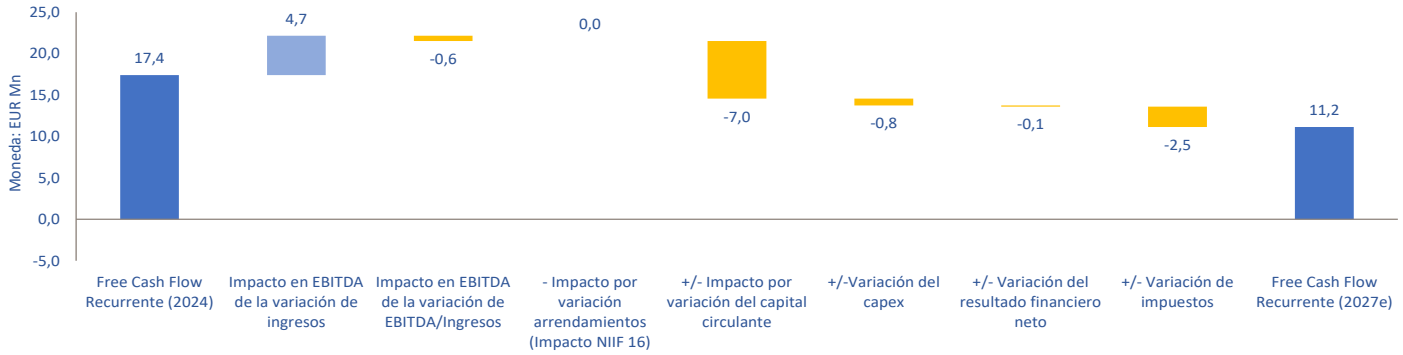
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**32,0**	**33,1**	**15,3**	**35,6**	**17,8**	**19,6**	**21,3**	***3,6%***	***-15,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*16,9%*	*21,0%*	*15,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,4)	(6,9)	(2,3)	(7,1)	(3,6)	(3,9)	(4,3)		
EBITDA recurrente	**13,3**	**13,2**	**14,8**	**16,7**	**17,5**	**19,3**	**20,8**	***8,0%***	***7,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(6,8)	5,1	(3,0)	5,7	(0,7)	(1,5)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**6,5**	**18,3**	**11,7**	**22,5**	**16,7**	**17,7**	**19,6**	***51,1%***	***-4,4%***
- CAPEX	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(0,7)	(1,3)	(1,4)	(1,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,4)	(6,9)	(2,3)	(7,1)	(3,6)	(3,9)	(4,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,4)**	**10,2**	**7,6**	**14,7**	**11,9**	**12,4**	**13,9**	***n.a.***	***-1,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-107,2%*	*n.a.*	*-25,6%*	*92,5%*	*-18,9%*	*4,2%*	*11,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	50,1%	35,7%	63,8%	46,4%	44,5%	46,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(9,4)	4,0	-	(31,5)	(6,3)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	6,3	6,3	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,4)**	**20,6**	**7,6**	**(16,8)**	**5,6**	**3,6**	**5,0**	***-69,8%***	***32,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-148,4%*	*700,0%*	*-63,0%*	*-320,3%*	*133,3%*	*-36,2%*	*41,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*3,1%*	*2,3%*	*4,4%*	*3,6%*	*3,7%*	*4,1%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*6,2%*	*2,3%*	*n.a.*	*1,7%*	*1,1%*	*1,5%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

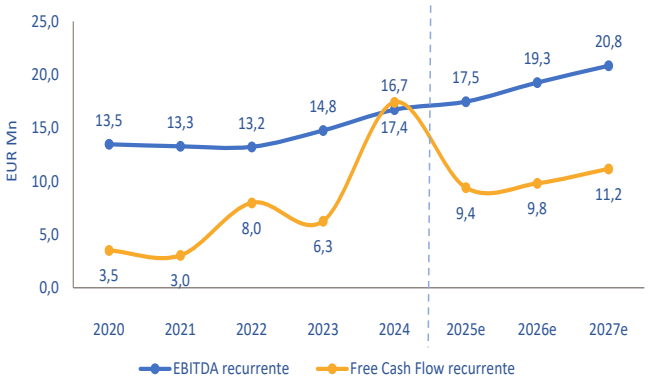
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



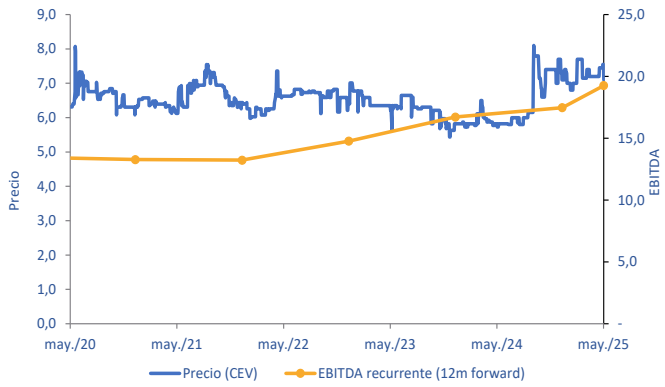
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,4	-7,8	24,0	0,0	7,2	12,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	-7,7	-15,3	-0,5	-17,8	-34,4	-46,6
vs Euro STOXX 50	-5,6	-5,2	17,3	-8,1	-25,4	-38,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-10,1	-15,9	8,7	-19,0	-8,5	-37,3
vs Segmento Micro Cap España (1)	-5,4	-12,0	18,2	-11,4	4,2	-25,7
vs MSCI Europe Micro Cap	-7,1	-10,0	27,1	-4,0	19,2	-13,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	-3,6	-9,0	23,0	-4,0	32,7	22,5

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**5,6**	**3,6**	**5,0**	**262,7**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**165,1**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**77,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	4,4%	Coste de la deuda neta	4,2%	4,7%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,5%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,3%**	**3,7%**
Risk free rate (rf)	3,2%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)	1,0	1,1
Coste del Equity	**9,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	68,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	31,9%	D	=	=
WACC	**7,4%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,0%**	**8,2%**
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	165,1	
+ Minoritarios	14,6	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	87,5	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	77,5	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	10,4	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**334,3**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	2,3%	5,3%	5,0%	2,5%	5,2%

	2022	2027e
ROCE - WACC	-2,2%	-4,6%
FCF Yield - WACC	-3,0%	-3,2%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	72,6%	20,2	16,5x
Central	69,1%	19,3	17,4x
Min	65,6%	18,3	18,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	4,5%	5,0%	5,5%
20,2	10,9	10,8	10,6
19,3	9,9	9,8	9,7
18,3	9,0	8,8	8,7

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	6,6%	6,5%	6,4%
Central	6,0%	5,9%	5,8%
Min	5,4%	5,3%	5,3%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		SOCIMIs			
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Average	CEV
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain		Spain
	Market cap	5.947,3	3.679,4		165,1
	Enterprise value (EV)	9.569,4	9.100,6		334,3
Información financiera básica	Total Ingresos	548,9	413,3		25,6
	Cto.Total Ingresos	*9,1%*	*-19,1%*	*-5,0%*	*11,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,5%*	*6,8%*	*9,2%*	*7,7%*
	EBITDA	407,2	338,0		18,0
	Cto. EBITDA	*8,7%*	*1,9%*	*5,3%*	*-7,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,4%*	*7,5%*	*9,4%*	*9,3%*
	EBITDA/Ingresos	*74,2%*	*81,8%*	*78,0%*	*70,3%*
	EBIT	410,1	335,5		17,8
	Cto. EBIT	*10,8%*	*3,4%*	*7,1%*	*-50,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*13,0%*	*15,1%*	*14,0%*	*9,4%*
	EBIT/Ingresos	*74,7%*	*81,2%*	*78,0%*	*69,3%*
	Beneficio Neto	314,9	213,7		11,2
	Cto. Beneficio Neto	*11,0%*	*-30,5%*	*-9,8%*	*-55,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,2%*	*6,9%*	*7,5%*	*10,5%*
	CAPEX/Ventas	*153,2%*	*30,6%*	*91,9%*	*5,0%*
	Free Cash Flow	(50,5)	166,6		3,6
	Deuda financiera Neta	4.291,4	4.567,5		75,1
	DN/EBITDA (x)	10,5	13,5	12,0	4,3
	Pay-out	*68,8%*	*82,8%*	*75,8%*	*51,6%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,0	17,6	18,3	14,8
	P/BV (x)	0,8	0,6	0,7	0,4
	EV/Ingresos (x)	17,4	22,0	19,7	13,0
	EV/EBITDA (x)	23,5	26,9	25,2	19,1
	EV/EBIT (x)	23,3	27,1	25,2	18,8
	ROE	*4,0*	*3,6*	*3,8*	*2,7*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,5*	*4,5*	*5,7*
	DPA	*0,43*	*0,31*	*0,37*	*0,25*
	Dvd Yield	*4,0%*	*5,2%*	*4,6%*	*3,5%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**19,6**	**17,4**	**16,4**	**13,9**	**14,6**	**16,1**	**19,1**	**19,4**	**20,4**	**21,4**	**23,0**	**25,6**	**27,9**	**29,7**	***1,6%***	***9,0%***
Cto. Total ingresos	*8,1%*	*-11,5%*	*-5,5%*	*-15,5%*	*5,2%*	*10,2%*	*18,3%*	*1,9%*	*5,2%*	*4,5%*	*7,5%*	*11,6%*	*8,7%*	*6,7%*		
EBITDA	**8,0**	**7,3**	**8,5**	**8,6**	**7,9**	**10,0**	**12,5**	**13,7**	**17,6**	**14,7**	**19,5**	**18,0**	**19,9**	**21,5**	***9,3%***	***3,4%***
Cto. EBITDA	*17,7%*	*-9,0%*	*16,1%*	*2,0%*	*-8,1%*	*25,7%*	*25,0%*	*9,3%*	*28,8%*	*-16,2%*	*32,2%*	*-7,5%*	*10,4%*	*8,3%*		
EBITDA/Ingresos	*40,8%*	*42,0%*	*51,5%*	*62,2%*	*54,4%*	*62,0%*	*65,5%*	*70,3%*	*86,0%*	*69,0%*	*84,8%*	*70,3%*	*71,4%*	*72,4%*		
Beneficio neto	**3,0**	**22,6**	**5,6**	**13,0**	**14,5**	**45,0**	**9,3**	**24,5**	**28,7**	**10,9**	**25,1**	**11,2**	**12,5**	**13,7**	***23,6%***	***-18,3%***
Cto. Beneficio neto	*21,3%*	*647,0%*	*-75,3%*	*134,2%*	*11,6%*	*209,4%*	*-79,4%*	*164,8%*	*17,2%*	*-62,0%*	*129,8%*	*-55,4%*	*12,0%*	*9,1%*		
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	0,40	1,06	1,24	0,47	1,08	0,48	0,54	0,59	*23,6%*	*-18,5%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*-75,3%*	*n.a.*	*11,6%*	*n.a.*	*-79,4%*	*n.a.*	*17,0%*	*-62,0%*	*n.a.*	*-55,6%*	*12,0%*	*9,1%*		
BPA ord. (EUR)	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,43	0,40	0,36	0,45	0,42	0,46	0,52	0,56	*12,5%*	*10,2%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*-75,3%*	*n.a.*	*11,6%*	*n.a.*	*-77,9%*	*-6,4%*	*-11,1%*	*26,5%*	*-7,0%*	*9,7%*	*11,9%*	*9,0%*		
CAPEX	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(0,7)	(1,3)	(1,4)	(1,5)		
CAPEX/Vtas %[1]	*9,0%*	*3,2%*	*8,4%*	*31,8%*	*182,4%*	*19,4%*	*24,0%*	*7,5%*	*5,7%*	*8,5%*	*2,9%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*		
Free Cash Flow	**1,5**	**3,8**	**(1,6)**	**(4,5)**	**(21,8)**	**4,3**	**5,4**	**(0,0)**	**22,7**	**6,2**	**(12,1)**	**3,6**	**1,6**	**3,0**	***-26,2%***	***31,1%***
DN/EBITDA (x) [2]	*5,5x*	*7,0x*	*6,5x*	*4,9x*	*7,9x*	*6,8x*	*5,2x*	*5,1x*	*2,8x*	*3,4x*	*3,7x*	*4,2x*	4,0x	3,9x		
PER (x)	*37,3x*	*5,5x*	*32,4x*	*6,7x*	*9,7x*	*4,0x*	*15,8x*	*6,1x*	*5,2x*	*12,4x*	*6,6x*	*14,8x*	13,2x	12,1x		
EV/Vtas (x)	*9,33x*	*11,83x*	*16,74x*	*10,89x*	*15,94x*	*17,59x*	*16,24x*	*16,04x*	*15,23x*	*13,83x*	*13,28x*	*13,04x*	11,99x	11,24x		
EV/EBITDA (x) [2]	*22,9x*	*28,2x*	*32,5x*	*17,5x*	*29,3x*	*28,4x*	*24,8x*	*22,8x*	*17,7x*	*20,1x*	*15,7x*	*18,6x*	16,8x	15,5x		
Comport. Absoluto	*-18,8%*	*10,8%*	*44,5%*	*-51,7%*	*61,5%*	*29,6%*	*-19,7%*	*2,1%*	*0,1%*	*-9,7%*	*22,0%*	*0,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-21,7%*	*19,4%*	*47,5%*	*-55,1%*	*89,9%*	*15,9%*	*-5,1%*	*-5,4%*	*6,0%*	*-26,4%*	*6,3%*	*-17,8%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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)	51,6	58,6
EV (Mn EUR y USD)	66,9	75,9
Número de Acciones (Mn)	14,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,02 / 4,18 / 2,91	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,10	
Rotación(1)	48,4	
Factset / Bloomberg	CLR-ES / CLR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

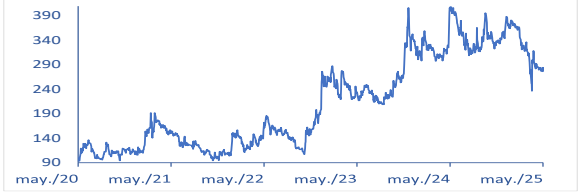
Familia Romero	25,4
Trina World Wide	9,7
Alejandro Clemares Sempere	6,7
Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,1
Free Float	47,1

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	14,5	14,8	14,8	14,8
Total Ingresos	17,5	21,1	294,6	287,0
EBITDA Rec.	-2,1	5,1	77,0	74,5
% Var.	*-147,2*	*343,0*	*n.a.*	*-3,2*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*24,0*	*26,1*	*26,0*
% Var EBITDA sector (2)	*12,1*	*12,5*	*5,6*	*5,6*
Beneficio neto	1,6	1,1	52,6	54,1
BPA (EUR)	0,11	0,07	3,55	3,66
% Var.	*87,7*	*-33,9*	*n.a.*	*2,9*
BPA ord. (EUR)	-0,31	0,07	3,55	3,66
% Var.	*n.a.*	*123,2*	*n.a.*	*2,9*
Free Cash Flow Rec.	-17,5	-21,6	40,3	58,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	13,2	34,8	-5,5	-63,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	6,9	-0,1	-0,9
ROE (%)	*19,2*	*9,9*	*140,4*	*59,6*
ROCE (%)	*19,8*	*8,6*	*99,6*	*88,4*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	32,4	49,1	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	49,1	n.a.	n.a.
P/BV	5,1	4,6	0,8	0,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	3,82	3,16	0,23	0,23
EV/EBITDA Rec.	n.a.	13,2	0,9	0,9
EV/EBIT	16,4	15,2	0,9	0,9
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*78,1*	*113,1*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-0,3*	*-17,7*	*-30,5*	*183,7*

(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%
(*) Variación de ingresos y EBITDA sobre las cifras reexpresadas de 2023 en cuentas anuales de 2024. Las cifras 2023 del Anexo I corresponden a datos no reexpresados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

El año 2024 incluye principalmente el negocio de ejecución de infraestructuras y una venta de suelo en República Dominicana. CLR cerró el año 2024 con unos ingresos de EUR 17,5Mn (+17,0% vs 2023*), incluyendo EUR 1,9 Mn de ingresos de promoción. El margen bruto de la actividad de construcción (76,7%), refleja una caída de 2,5p.p. vs 2023, por el incremento de costes de la industria. El EBITDA 2024 cae hasta EUR 4,7Mn (-26,4% vs 2023*). Este comportamiento negativo se explica por: i) el aumento de los costes de estructura para la puesta en marcha de Larimar, ii) el deterioro de proyectos de difícil recuperabilidad.

Fortísimo salto en ingresos y EBITDA Rec. en 2026e por Larimar. Acelerando el crecimiento en ingresos hasta EUR 295Mn (c.16x la cifra de 2024), y con un EBITDA Rec. 2026e de EUR 77Mn (vs. EUR -2Mn en 2024). Los años 2025e (comercialización) y 2026e (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. La previsión de la cifra de ingresos de la actividad promotora se redujo por un ajuste de fechas de entrega de proyectos, incluyendo entre otros, retrasos de entregas del 2025 al 2026. El nuevo plan de negocio incluye estimaciones de ingresos de EUR 21,3 Mn para 2025e, EUR 302,7 Mn para 2026e y EUR 288,2 Mn para 2027e. CLR espera un EBITDA 2025e de EUR 6,0 Mn, EUR 78,3 Mn en 2026e y EUR 68,8 Mn en 2027e.

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

El proyecto Larimar City & Resorts (LCR) en la República Dominicana, transforma CLR en una promotora turística y residencial desde 2026e. En 2022, CLR adquirió unos terrenos en la RD para el desarrollo de 3,5Mn de m2 de edificaciones residenciales (c.22.000 apartamentos y villas), hoteles, restaurantes, campos de golf. Esto es un punto de inflexión para CLR, transformando el modelo de negocio hacia la promoción inmobiliaria desde la construcción. Con impacto en P&L desde 2026e, aunque con impacto en caja desde 2023 (compra de suelo y gastos de urbanización).

Conseguir la financiación necesaria para realizar la construcción de LCR es la clave del investment case. CLR ha comentado que sus necesidades de financiación para el 2025 son de EUR 44Mn, para financiar la construcción de las viviendas a entregar en el año 2026. En nuestra opinión, el caso base sería obtener deuda, aunque no podamos descartar fuentes de financiación alternativas. El programa de pagarés del MARF asciende a EUR 50Mn, de los cuales se han emitido EUR 6,3Mn.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Ralentización de las entregas, por el retraso en la obtención de la financiación y/o problemas en la ejecución (primer proyecto de desarrollo inmobiliario de gran tamaño fuera del mercado doméstico)**,** lo que impactaría inevitablemente en el plan de negocio de CLR, implicando un mayor consumo de caja y menores márgenes**.**

Disparidad del tamaño del proyecto LCR vs balance actual de CLR (inversión > EUR 300 Mn en dos años). A cierre de 2024, la compañía tenía un patrimonio neto de EUR 10,1Mn. Lo que, puesto en relación con el proyecto de LCR (c.EUR 310Mn de inversión entre 2025e-2026e según nuestros números), implica un riesgo teórico (financiero y contable) por la capacidad de responder a imprevistos (crisis que afecten a la demanda, deterioros).

Cambios en la estructura de capital. Es razonable pensar que la financiación se pueda obtener con un aumento de la DN y la financiación del circulante con proveedores, pero sin descartar una potencial dilución del accionariado actual.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una opción singular y de enorme potencial de crecimiento teórico. La clave está en la velocidad (financiación y ejecución) La teórica reserva de valor por Larimar es evidente, aunque el impacto en la prima de riesgo por la incertidumbre en la obtención de la necesaria financiación y la ejecución del proyecto es elevado. El potencial salto en tamaño es enorme (aspiración de generar c. EUR 582Mn en ingresos en 2026e y 2027e). La evolución del nivel de preventas (EUR 215,3 Mn acumuladas hasta hoy, 33% del objetivo de ingresos 2026e-27e) es clave para mejorar la visibilidad y permitir que Larimar empiece a descontar su potencial. El flujo de noticias sobre la ejecución de LCR es determinante para la cotización (-12m, -30,5%;44,2% vs Ibex 35)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	2,0	2,7	0,8	0,5	0,2	0,8	1,4	2,1
Inmovilizado material	4,2	3,4	3,9	4,5	5,0	4,9	10,2	12,3
Otros activos no corrientes	0,1	0,3	0,1	0,1	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	1,0	0,9	5,5	3,9	3,2	3,2	3,2	3,2
Fondo de comercio y otros intangibles	0,3	0,2	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	9,7	9,2	13,0	29,1	58,0	243,8	273,1	300,5
Total activo	**17,3**	**16,8**	**23,3**	**38,2**	**66,4**	**252,7**	**288,0**	**318,1**
Patrimonio neto	1,9	(2,8)	2,2	6,2	10,1	11,1	63,7	117,8
Minoritarios	0,7	0,1	(0,0)	(0,2)	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,2	3,0	4,3	5,2	5,2	5,2	5,2
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	11,5	15,7	11,7	9,6	13,2	34,8	(5,5)	(63,9)
Pasivo circulante	3,0	3,6	6,4	18,3	37,8	201,5	224,5	258,9
Total pasivo	**17,3**	**16,8**	**23,3**	**38,2**	**66,4**	**252,7**	**288,0**	**318,1**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**10,3**	**6,1**	**14,2**	**17,5**	**17,5**	**21,1**	**294,6**	**287,0**	***14,2%***	***n.a.***
Cto.Total Ingresos	*-26,5%*	*-40,9%*	*133,5%*	*23,0%*	*0,1%*	*20,7%*	*n.a.*	*-2,6%*		
Coste de ventas	(1,9)	(2,7)	(3,3)	(5,9)	(10,5)	(8,0)	(203,2)	(198,0)		
Margen Bruto	**8,3**	**3,4**	**10,9**	**11,6**	**7,0**	**13,1**	**91,3**	**89,0**	***-4,2%***	***n.a.***
Margen Bruto / Ingresos	*81,1%*	*55,2%*	*76,5%*	*66,4%*	*40,1%*	*62,0%*	*31,0%*	*31,0%*		
Gastos de personal	(4,6)	(3,6)	(3,2)	(3,5)	(3,7)	(4,2)	(9,1)	(9,1)		
Otros costes de explotación	(3,3)	(3,6)	(3,5)	(3,7)	(5,4)	(3,8)	(5,3)	(5,3)		
EBITDA recurrente	**0,4**	**(3,8)**	**4,2**	**4,4**	**(2,1)**	**5,1**	**77,0**	**74,5**	***-61,4%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-83,2%*	*-979,3%*	*208,8%*	*6,0%*	*-147,2%*	*343,0%*	*n.a.*	*-3,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*4,2%*	*n.a.*	*29,3%*	*25,2%*	*n.a.*	*24,0%*	*26,1%*	*26,0%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,0	-	1,0	6,8	-	-	-		
EBITDA	**0,4**	**(3,8)**	**4,2**	**5,5**	**4,7**	**5,1**	**77,0**	**74,5**	***84,2%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(2,1)	(3,1)		
Gastos capitalizados	0,8	0,9	0,5	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,2**	**(3,9)**	**3,4**	**5,1**	**4,1**	**4,4**	**75,5**	**72,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.EBIT	*-88,8%*	*n.a.*	*188,9%*	*48,7%*	*-20,0%*	*7,6%*	*n.a.*	*-4,6%*		
EBIT / Ingresos	*2,2%*	*n.a.*	*24,2%*	*29,2%*	*23,3%*	*20,8%*	*25,6%*	*25,1%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,2)	(1,1)	(2,1)	(4,1)	(1,8)	(2,9)	(1,8)	3,8		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(0,9)**	**(5,0)**	**1,4**	**1,0**	**2,3**	**1,5**	**73,7**	**75,9**	***45,1%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-168,2%*	*-427,5%*	*127,4%*	*-26,1%*	*128,0%*	*-35,8%*	*n.a.*	*2,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(0,9)**	**(5,0)**	**1,4**	**1,0**	**2,3**	**1,5**	**73,7**	**75,9**	***45,1%***	***n.a.***
Impuestos	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,8)	(0,4)	(21,1)	(21,7)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*13,6%*	*28,7%*	*32,8%*	*28,7%*	*28,7%*	*28,7%*		
Minoritarios	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	0,2	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,1)**	**(5,0)**	**1,4**	**0,8**	**1,6**	**1,1**	**52,6**	**54,1**	***36,2%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*-211,6%*	*-360,1%*	*127,8%*	*-42,7%*	*96,7%*	*-32,7%*	*n.a.*	*2,9%*		
Beneficio ordinario neto	**(0,9)**	**(4,9)**	**1,2**	**0,0**	**(4,5)**	**1,1**	**52,6**	**54,1**	***-50,6%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-189,8%*	*-466,5%*	*124,9%*	*-96,6%*	*n.a.*	*123,6%*	*n.a.*	*2,9%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**5,1**	**77,0**	**74,5**	***-61,4%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(22,0)	(6,3)	7,0		
Cash Flow operativo recurrente						**-17,0**	**70,7**	**81,5**	***-69,1%***	***n.a.***
CAPEX						(1,3)	(7,4)	(5,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,9)	(1,8)	3,8		
Impuestos						(0,4)	(21,1)	(21,7)		
Free Cash Flow Recurrente						**(21,6)**	**40,3**	**58,4**	***-30,9%***	***74,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(21,6)**	**40,3**	**58,4**	***12,8%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**21,6**	**(40,3)**	**(58,4)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

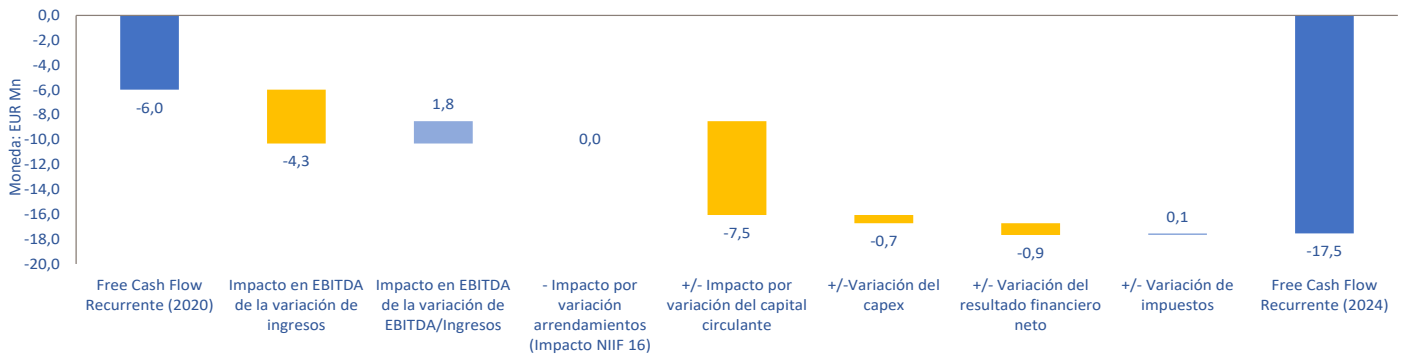
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**(3,8)**	**4,2**	**4,4**	**(2,1)**	**5,1**	**77,0**	**74,5**	***18,3%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-979,3%*	*208,8%*	*6,0%*	*-147,2%*	*343,0%*	*n.a.*	*-3,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*29,3%*	*25,2%*	*n.a.*	*24,0%*	*26,1%*	*26,0%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(0,9)	(4,2)	(9,4)	(22,0)	(6,3)	7,0		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,8)**	**3,3**	**0,2**	**(11,5)**	**(17,0)**	**70,7**	**81,5**	***-59,9%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-99,8%*	*216,0%*	*-94,7%*	*n.a.*	*-47,9%*	*516,3%*	*15,3%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*22,9%*	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*24,0%*	*28,4%*		
- CAPEX	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(4,5)	(1,3)	(7,4)	(5,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(2,1)	(1,7)	(1,4)	(2,9)	(1,8)	3,8		
- Impuestos	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(21,1)	(21,7)		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,9)**	**(1,6)**	**(2,6)**	**(17,5)**	**(21,6)**	**40,3**	**58,4**	***-65,2%***	***74,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*34,9%*	*59,6%*	*-67,6%*	*-565,2%*	*-23,1%*	*286,9%*	*44,8%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*13,7%*	*20,4%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	-	1,0	12,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	1,6	0,2	1,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,2)	-	-	1,0	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(4,1)**	**0,1**	**(1,4)**	**(3,6)**	**(21,6)**	**40,3**	**58,4**	***4,3%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*34,1%*	*101,9%*	*n.a.*	*-159,3%*	*-503,8%*	*286,9%*	*44,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*78,1%*	*113,1%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*0,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*78,1%*	*113,1%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(6,0)**	**(3,9)**	**(1,6)**	**(2,6)**	**(17,5)**	**(21,6)**	**40,3**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	(5,1)	1,0	0,0	(0,4)	65,6	(2,0)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(4,1)	13,1	(0,7)	(6,5)	7,6	6,4	(0,5)
= Variación EBITDA recurrente	**(4,3)**	**8,0**	**0,3**	**(6,5)**	**7,2**	**71,9**	**(2,5)**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,9	(1,9)	(3,3)	(5,1)	(12,7)	15,7	13,3
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,4)**	**6,1**	**(3,1)**	**(11,6)**	**(5,5)**	**87,7**	**10,8**
+/-Variación del CAPEX	3,8	(2,5)	1,6	(3,6)	3,3	(6,1)	2,2
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(1,1)	0,3	0,3	(1,5)	1,1	5,7
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,1)	0,1	0,0	(0,4)	(20,7)	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**2,1**	**2,3**	**(1,1)**	**(14,9)**	**(4,0)**	**61,9**	**18,1**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,9)**	**(1,6)**	**(2,6)**	**(17,5)**	**(21,6)**	**40,3**	**58,4**

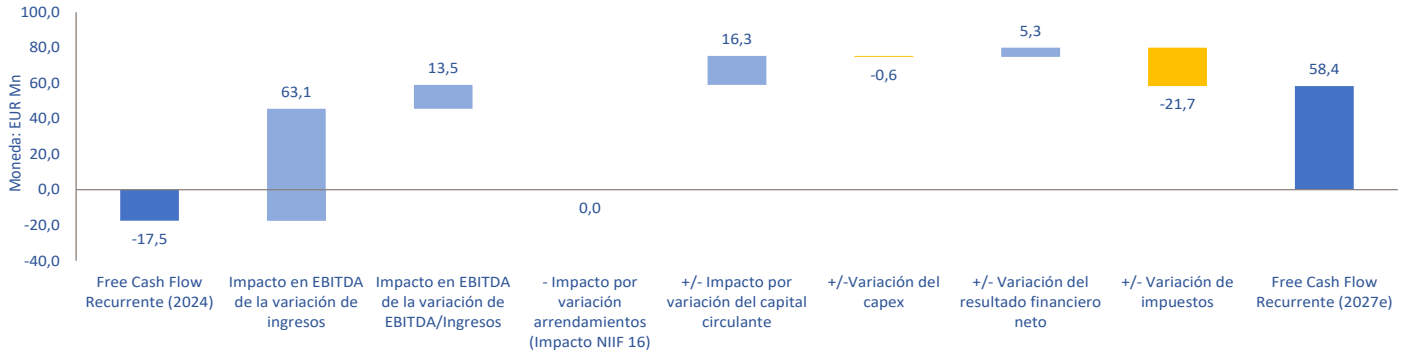
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(3,9)**	**3,4**	**5,1**	**4,1**	**4,4**	**75,5**	**72,0**	***45,1%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*13,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*28,7%*	*28,7%*	*28,7%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,5)	-	-	(1,3)	(21,7)	(20,6)		
EBITDA recurrente	**(3,8)**	**4,2**	**4,4**	**(2,1)**	**5,1**	**77,0**	**74,5**	***18,3%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(0,9)	(4,2)	(9,4)	(22,0)	(6,3)	7,0		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,8)**	**3,3**	**0,2**	**(11,5)**	**(17,0)**	**70,7**	**81,5**	***-59,9%***	***n.a.***
- CAPEX	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(4,5)	(1,3)	(7,4)	(5,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,5)	-	-	(1,3)	(21,7)	(20,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(2,8)**	**0,2**	**(0,8)**	**(16,0)**	**(19,5)**	**41,7**	**55,7**	***-78,2%***	***76,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*46,3%*	*107,6%*	*-466,5%*	*n.a.*	*-21,8%*	*313,6%*	*33,6%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	1,5%	n.a.	n.a.	n.a.	14,1%	19,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	1,6	0,2	1,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,2)	-	-	1,0	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,1)**	**1,9**	**(0,6)**	**(14,1)**	**(19,5)**	**41,7**	**55,7**	***-66,3%***	***81,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*44,2%*	*160,9%*	*-130,9%*	*n.a.*	*-38,5%*	*313,6%*	*33,6%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*0,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*62,3%*	*83,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*2,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*62,3%*	*83,2%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

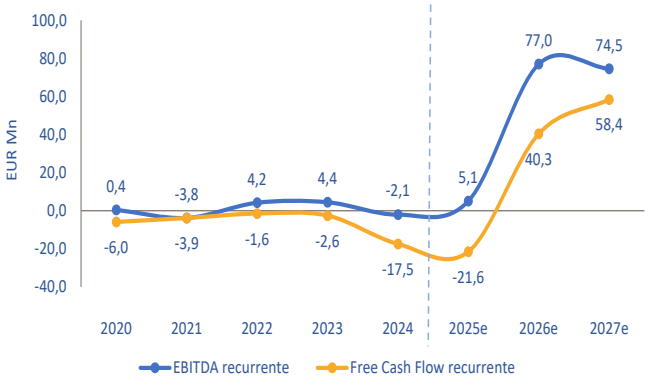
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



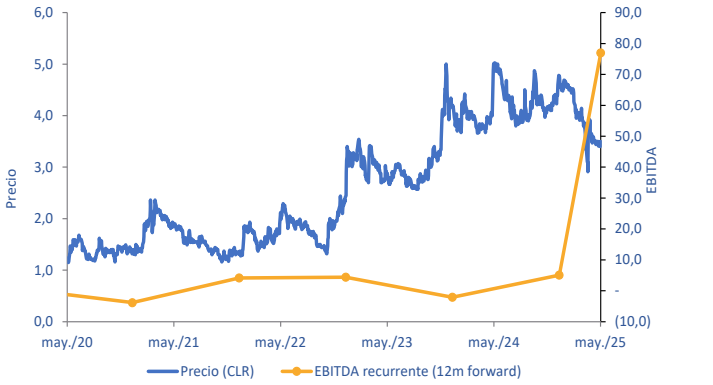
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,3	-17,7	-30,5	-26,8	64,6	183,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,6	-24,4	-44,2	-39,9	0,7	34,7
vs Euro STOXX 50	-4,5	-15,4	-34,2	-32,7	14,6	54,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-9,0	-24,9	-39,1	-40,7	40,5	58,0
vs Segmento Micro Cap España (1)	-4,3	-21,6	-34,2	-35,3	57,6	85,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,0	-19,7	-28,8	-29,8	83,1	117,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	-2,5	-18,7	-31,1	-29,7	103,8	209,0

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(19,5)**	**41,7**	**55,7**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**51,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**13,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	79,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	20,4%	D	=	=
WACC	**9,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,3%**	**10,3%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	51,6	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	5,2	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	13,2	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	3,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**66,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	2,0%	n.a.	25,1%	37,4%	19,8%

	2024	2027e
ROCE - WACC	10,5%	79,2%
FCF Yield - WACC	n.a.	73,9%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	28,7%	84,7	0,8x
Central	26,1%	77,0	0,9x
Min	23,5%	69,3	1,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	2,2%	2,5%	2,8%
84,7	48,9	48,0	47,1
77,0	41,2	40,3	39,5
69,3	33,6	32,7	31,8

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	94,7%	93,0%	91,2%
Central	79,8%	78,1%	76,4%
Min	65,0%	63,3%	61,6%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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	1.653,3	1.282,6	1.458,4	212,8		9.788,8	12.830,1	16.232,0		51,6
	Enterprise value (EV)	1.859,1	1.783,9	2.172,9	414,2		6.193,2	15.341,8	17.544,0		66,9
Información financiera básica	Total Ingresos	693,8	1.024,3	790,6	249,6		19.201,6	35.330,8	45.660,7		21,1
	Cto.Total Ingresos	*5,1%*	*-4,0%*	*-4,6%*	*50,0%*	*11,6%*	*10,2%*	*6,1%*	*9,7%*	*8,7%*	*20,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,6%*	*0,8%*	*2,7%*	*-9,3%*	*-0,8%*	*2,2%*	*4,2%*	*5,2%*	*3,9%*	*n.a.*
	EBITDA	85,7	160,0	210,8	49,5		1.533,4	2.174,8	3.060,0		5,1
	Cto. EBITDA	*91,0%*	*-0,9%*	*0,3%*	*82,9%*	*43,4%*	*12,8%*	*97,2%*	*81,0%*	*63,7%*	*8,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,7%*	*0,2%*	*7,7%*	*-10,7%*	*1,0%*	*5,3%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,5%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*12,4%*	*15,6%*	*26,7%*	*19,8%*	*18,6%*	*8,0%*	*6,2%*	*6,7%*	*6,9%*	*24,0%*
	EBIT	79,8	156,2	117,8	43,9		898,3	1.440,7	2.004,3		4,4
	Cto. EBIT	*65,5%*	*-4,9%*	*-16,4%*	*93,9%*	*34,5%*	*15,3%*	*182,7%*	*143,1%*	*113,7%*	*7,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,8%*	*0,2%*	*22,3%*	*-11,5%*	*4,4%*	*6,0%*	*6,3%*	*6,7%*	*6,3%*	*n.a.*
	EBIT/Ingresos	*11,5%*	*15,3%*	*14,9%*	*17,6%*	*14,8%*	*4,7%*	*4,1%*	*4,4%*	*4,4%*	*20,8%*
	Beneficio Neto	40,7	109,3	49,9	29,5		626,6	731,1	811,4		1,1
	Cto. Beneficio Neto	*156,2%*	*0,6%*	*-23,3%*	*43,1%*	*44,2%*	*-23,9%*	*-5,7%*	*-2,0%*	*-10,5%*	*-32,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,3%*	*-2,4%*	*39,2%*	*-15,7%*	*7,1%*	*2,3%*	*9,8%*	*9,4%*	*7,2%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*3,7%*	*18,7%*	*14,3%*	*48,5%*	*21,3%*	*5,6%*	*2,1%*	*1,2%*	*3,0%*	*6,0%*
	Free Cash Flow	129,4	109,7	(22,7)	9,7		58,3	761,8	1.229,3		(21,6)
	Deuda financiera Neta	315,3	335,0	761,3	164,1		(1.888,2)	966,3	1.421,2		34,8
	DN/EBITDA (x)	3,7	2,1	3,6	3,3	3,2	n.a.	0,4	0,5	0,5	6,9
	Pay-out	*285,1%*	*94,6%*	*0,0%*	*35,5%*	*103,8%*	*42,0%*	*62,1%*	*70,5%*	*58,2%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	35,2	11,9	28,7	7,8	20,9	15,9	17,7	20,1	17,9	49,1
	P/BV (x)	1,1	1,3	3,0	1,2	1,6	1,9	8,9	3,1	4,6	4,6
	EV/Ingresos (x)	2,7	1,7	2,7	1,7	2,2	0,3	0,4	0,4	0,4	3,2
	EV/EBITDA (x)	21,7	11,1	10,3	8,4	12,9	4,0	7,1	5,7	5,6	13,2
	EV/EBIT (x)	23,3	11,4	18,4	9,4	15,7	6,9	10,6	8,8	8,8	15,2
	ROE	*3,1*	*10,7*	*10,5*	*15,5*	*9,9*	*11,8*	*50,4*	*15,4*	*25,9*	*9,9*
	FCF Yield (%)	*7,8*	*8,6*	*n.a.*	*4,6*	*7,0*	*0,6*	*5,9*	*7,6*	*4,7*	*n.a.*
	DPA	*0,77*	*2,40*	*0,00*	*0,57*	*0,93*	*2,35*	*6,03*	*2,23*	*3,54*	*0,00*
	Dvd Yield	*7,0%*	*8,2%*	*0,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*2,8%*	*3,7%*	*3,7%*	*3,4%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos				**5,3**	**10,6**	**14,0**	**10,3**	**6,1**	**14,2**	**17,5**	**17,5**	**21,1**	**294,6**	**287,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*101,3%*	*31,9%*	*-26,5%*	*-40,9%*	*133,5%*	*23,0%*	*0,1%*	*20,7%*	*n.a.*	*-2,6%*		
EBITDA				**1,0**	**1,7**	**2,6**	**0,4**	**(3,8)**	**4,2**	**5,5**	**4,7**	**5,1**	**77,0**	**74,5**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*67,8%*	*50,8%*	*-84,3%*	*n.a.*	*210,0%*	*31,0%*	*-14,0%*	*8,0%*	*n.a.*	*-3,2%*		
EBITDA/Ingresos				*19,5%*	*16,2%*	*18,5%*	*4,0%*	*n.a.*	*29,3%*	*31,2%*	*26,8%*	*24,0%*	*26,1%*	*26,0%*		
Beneficio neto				**0,1**	**0,8**	**1,0**	**(1,1)**	**(5,0)**	**1,4**	**0,8**	**1,6**	**1,1**	**52,6**	**54,1**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*744,4%*	*19,9%*	*-211,6%*	*-360,1%*	*127,8%*	*-42,7%*	*96,7%*	*-32,7%*	*n.a.*	*2,9%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				9,9	-	-	-	10,0	11,7	13,9	14,5	14,8	14,8	14,8		
BPA (EUR)				0,01	n.a.	n.a.	n.a.	-0,50	0,12	0,06	0,11	0,07	3,55	3,66	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-51,6%*	*87,7%*	*-33,9%*	*n.a.*	*2,9%*		
BPA ord. (EUR)				0,01	n.a.	n.a.	n.a.	-0,49	0,10	0,00	-0,31	0,07	3,55	3,66	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-97,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,9%*		
CAPEX				(0,6)	(2,1)	(2,1)	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(4,5)	(1,3)	(7,4)	(5,2)		
CAPEX/Vtas %[1]				*10,9%*	*20,0%*	*14,8%*	*37,6%*	*0,4%*	*18,1%*	*5,5%*	*26,0%*	*6,0%*	*2,5%*	*1,8%*		
Free Cash Flow				**0,0**	**(0,6)**	**(3,2)**	**(6,2)**	**(4,1)**	**0,1**	**(1,4)**	**(3,6)**	**(21,6)**	**40,3**	**58,4**	***n.a.***	***n.a.***
DN/EBITDA (x) [2]				*1,7x*	*1,3x*	*2,1x*	*28,2x*	*n.a.*	*2,8x*	*1,8x*	*2,8x*	*6,9x*	-0,1x	-0,9x		
PER (x)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,3x*	*73,2x*	*44,3x*	*49,1x*	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)				*2,66x*	*1,72x*	*1,89x*	*2,40x*	*4,73x*	*2,60x*	*3,39x*	*4,90x*	*3,16x*	0,23x	0,23x		
EV/EBITDA (x) [2]				*13,7x*	*10,6x*	*10,2x*	*n.a.*	*n.a.*	*8,9x*	*10,9x*	*18,3x*	*13,2x*	0,9x	0,9x		
Comport. Absoluto				*-24,3%*	*9,8%*	*22,0%*	*-12,0%*	*3,0%*	*77,2%*	*74,3%*	*13,6%*	*-26,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*-29,5%*	*29,2%*	*9,1%*	*4,1%*	*-4,5%*	*87,6%*	*42,0%*	*-1,1%*	*-39,9%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Cuatroochenta (480S), es una compañía tecnológica dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud (bajo modelo SaaS) y ciberseguridad, con productos propios enfocados a la optimización de procesos específicos del entorno empresarial. Sus ingresos fuera de España representan c. del 47% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth.

Market Data

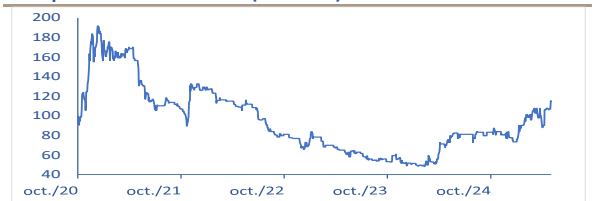
Market Cap (Mn EUR y USD)	44,8	50,8
EV (Mn EUR y USD)	46,9	53,2
Número de Acciones (Mn)	2,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	16,50 / 12,39 / 10,40	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	5,8	
Factset / Bloomberg	480S-ES / 480S SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Montesinos	18,6
Alfredo Cebrián Fuertes	16,8
Sergio Aguado Gonzalez	16,7
Grupo Pavasal	6,3
Free Float	36,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,7	2,7	2,7	2,7
Total Ingresos	27,7	33,5	37,5	41,2
EBITDA Rec.	2,5	3,1	3,7	4,4
% Var.	*177,4*	*22,8*	*19,1*	*18,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*9,2*	*9,3*	*9,9*	*10,7*
% Var EBITDA sector (2)	*17,8*	*3,0*	*13,2*	*16,5*
Beneficio neto	1,1	2,0	2,7	3,2
BPA (EUR)	0,43	0,72	0,98	1,17
% Var.	*555,4*	*69,0*	*35,4*	*19,1*
BPA ord. (EUR)	0,36	0,66	0,91	1,10
% Var.	*538,5*	*83,8*	*39,1*	*21,0*
Free Cash Flow Rec.	3,3	4,9	2,1	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	4,0	-1,1	-3,5	-6,0
DN / EBITDA Rec.(x)	1,6	-0,4	-0,9	-1,4
ROE (%)	*10,6*	*16,2*	*18,4*	*18,3*
ROCE (%)	*7,6*	*13,0*	*19,5*	*23,0*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	38,3	22,7	16,7	14,1
PER Ordinario	46,0	25,0	18,0	14,9
P/BV	4,0	3,4	2,8	2,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,69	1,40	1,25	1,14
EV/EBITDA Rec.	18,5	15,0	12,6	10,7
EV/EBIT	31,7	22,1	17,0	13,5
FCF Yield (%)	*7,5*	*11,0*	*4,8*	*5,0*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*30,2*	*21,5*	*51,9*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Gimenos 111 Estudio de comunicación 3,3%, Inveready 1,4%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

1T 2025: se mantiene el fuerte crecimiento en ingresos... Las ventas crecen un +26,5% (EUR 8,2Mn vs EUR 6,5Mn 1T24). Destacando dos puntos: i) se mantiene el crecimiento de doble digito de los ingresos anuales recurrentes (+ 14% vs dic-24), con un impacto muy positivo en visibilidad del P/L a largo plazo, y ii) la comparativa vs el 4T24 estanco es favorable, con un crecimiento en ingresos del +8,2%.

…y el alto crecimiento en EBITDA (pese a la presión en margen bruto). Bajada del margen bruto (-3,5 p.p.; +24,5%) que es más que compensada vía apalancamiento operativo, diluyendo costes de estructura en un entorno de alto crecimiento.

2025: más de lo mismo. Lo visto en 1T 2025 refleja lo esperado para el año: i) crecimiento de ingresos por encima del +20%, ii) presión en margen bruto (-2.4 p.p vs 2024) por incremento en el mix del negocio basado (en mayor o menor grado) en producto de terceros y iii) ligera mejora de margen EBITDA por dilución de costes de estructura. Estas tres tendencias son claras: son las que explican los resultados -4y de 480S. Y esperamos se mantengan en los próximos 3 años. Incluso se intensifiquen: especialmente la mejora de márgenes por apalancamiento operativo (margen EBITDA 2024, 9,2%; 9,3% 2025; 9,9% 2026; 10,7% 2027).

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

Negocio diversificado. Por geografía, en 2024 los ingresos procedentes de fuera de España aumentaron hasta el 47% (vs 35% en 2023 y 26% en 2022). Y por línea de negocio, destaca ciberseguridad (Sofistic) con un 42% del mix de negocio. Además, sólo el c.30% de las ventas están concentradas en los primeros 15 clientes. La diversificación reduce el riesgo del modelo de negocio.

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 (ARR) se han situado en EUR 19,3Mn en el 2024 (c.70% s/Ingresos Totales). El crecimiento del ARR es una fortaleza estructural de 480S

La combinación de alto crecimiento en ingresos y mejora de márgenes asegura la generación de FCF positivo. En el periodo 2024-2027e, deberíamos ver el EBITDA Rec., creciendo a una TACC del c.+20% (lo que favorece la generación de FCF Rec. positivo) como resultado de: (i) la continuidad de crecimientos de doble dígito en ingresos (+14,2% TACC 24-27e) y (ii) el efecto del apalancamiento operativo. Que permite aspirar a un margen EBITDA Rec. del c. 10% en 2026e (vs c.9,2% 2024).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento. 480s cerró 2024 con una DN de EUR 4,0Mn (excl. impacto por NIIF 16). Que supone un múltiplo de DN/EBITDA Rec. de 1,6x. La mejora estimada del EBITDA Rec. empujaría la generación de FCF Rec. y permite aspirar a Caja Neta ya en 2025e. Pero una ralentización del crecimiento deteriorar los ratios de deuda.

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.38% s/Ingresos 2024) implica dependencia de la "macro" y crecimiento de la región.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El equity story sigue siendo la rentabilización del alto crecimiento en ingresos. La capacidad de crecer a doble dígito en ingresos genera una mejora márgenes que debe tener continuidad en 2025e-2027e. EV/Vtas. 1,7x, todavía muy por debajo de su sector. Y que explica el comportamiento de la acción -12m (+52%; +61% vs sector). Objetivamente, una micro cap del sector tecnológico sin "fisuras".

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	3,9	8,1	8,8	8,1	7,5	6,8	6,2	5,5
Inmovilizado material	0,2	0,4	0,5	0,8	1,0	1,4	1,8	2,3
Otros activos no corrientes	0,5	0,5	1,9	2,3	2,7	2,7	2,7	2,7
Inmovilizado financiero	1,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,5	2,0	2,4
Fondo de comercio y otros intangibles	5,1	7,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Activo circulante	2,8	4,3	8,0	8,4	15,0	11,2	11,7	12,4
Total activo	**13,6**	**20,6**	**28,0**	**28,7**	**35,5**	**31,8**	**32,6**	**33,6**
Patrimonio neto	5,4	4,6	10,2	10,4	11,2	13,2	15,9	19,0
Minoritarios	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	1,7	1,9	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Otros pasivos no corrientes	-	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Deuda financiera neta	3,5	7,5	6,6	6,9	4,0	(1,1)	(3,5)	(6,0)
Pasivo circulante	3,3	5,8	8,2	8,9	18,0	17,4	17,9	18,2
Total pasivo	**13,6**	**20,6**	**28,0**	**28,7**	**35,5**	**31,9**	**32,6**	**33,6**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**11,8**	**13,9**	**18,7**	**22,5**	**27,7**	**33,5**	**37,5**	**41,2**	***23,7%***	***14,2%***
Cto.Total Ingresos	*99,3%*	*17,3%*	*34,5%*	*20,5%*	*23,0%*	*21,0%*	*12,0%*	*10,0%*		
Coste de ventas	(3,1)	(3,8)	(5,4)	(7,4)	(10,1)	(13,0)	(14,8)	(16,4)		
Margen Bruto	**8,7**	**10,1**	**13,3**	**15,1**	**17,6**	**20,5**	**22,7**	**24,8**	***19,2%***	***12,1%***
Margen Bruto / Ingresos	*73,7%*	*72,6%*	*71,3%*	*67,0%*	*63,5%*	*61,1%*	*60,6%*	*60,1%*		
Gastos de personal	(5,7)	(7,4)	(9,9)	(11,1)	(12,1)	(13,5)	(14,7)	(15,7)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(1,7)	(2,6)	(3,0)	(3,0)	(3,9)	(4,3)	(4,7)		
EBITDA recurrente	**1,5**	**0,9**	**0,7**	**0,9**	**2,5**	**3,1**	**3,7**	**4,4**	***14,0%***	***20,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*31,2%*	*-38,1%*	*-23,0%*	*27,7%*	*177,4%*	*22,8%*	*19,1%*	*18,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*12,7%*	*6,7%*	*3,8%*	*4,1%*	*9,2%*	*9,3%*	*9,9%*	*10,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	(0,1)	(0,2)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2		
Gastos capitalizados	0,1	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5		
EBITDA	**1,3**	**1,4**	**1,3**	**2,1**	**3,3**	**3,9**	**4,4**	**5,1**	***26,0%***	***16,1%***
Depreciación y provisiones	(0,7)	(1,1)	(1,5)	(1,2)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,3)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	**0,6**	**0,1**	**(0,4)**	**0,4**	**1,5**	**2,1**	**2,8**	**3,5**	***23,0%***	***32,9%***
Cto.EBIT	*-10,3%*	*-91,3%*	*-894,2%*	*197,8%*	*237,3%*	*43,3%*	*30,1%*	*25,9%*		
EBIT / Ingresos	*5,5%*	*0,4%*	*n.a.*	*1,9%*	*5,3%*	*6,3%*	*7,3%*	*8,4%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,3)	(0,1)	0,1		
Resultados por puesta en equivalencia	-	(0,0)	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5		
Beneficio ordinario	**0,5**	**(0,1)**	**(0,7)**	**0,3**	**1,3**	**2,3**	**3,2**	**4,0**	***26,7%***	***43,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*-22,7%*	*-124,9%*	*-415,9%*	*143,3%*	*363,3%*	*72,6%*	*35,4%*	*26,5%*		
Extraordinarios	(0,3)	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,2**	**(0,1)**	**(0,7)**	**0,3**	**1,3**	**2,3**	**3,2**	**4,0**	***58,9%***	***43,5%***
Impuestos	0,0	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,8)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*40,6%*	*12,6%*	*15,0%*	*15,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	0,0	0,0	0,0	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	(0,5)	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,2**	**(0,2)**	**(1,1)**	**0,2**	**1,1**	**2,0**	**2,7**	**3,2**	***47,3%***	***40,6%***
Cto.Beneficio neto	*n.a.*	*-184,1%*	*-436,9%*	*116,0%*	*551,5%*	*72,3%*	*35,4%*	*19,1%*		
Beneficio ordinario neto	**0,8**	**(0,0)**	**(0,5)**	**(0,2)**	**1,0**	**1,8**	**2,5**	**3,0**	***3,7%***	***46,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*75,1%*	*-104,0%*	*n.a.*	*53,8%*	*535,8%*	*87,4%*	*39,1%*	*21,0%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**3,1**	**3,7**	**4,4**	***14,0%***	***20,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						3,3	(0,1)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						**6,0**	**3,2**	**3,6**	***19,0%***	***-7,3%***
CAPEX						(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,1)	0,1		
Impuestos						(0,3)	(0,5)	(0,8)		
Free Cash Flow Recurrente						**4,9**	**2,1**	**2,3**	***18,8%***	***-12,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**5,1**	**2,4**	**2,5**	***45,4%***	***-11,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(5,1)**	**(2,4)**	**(2,5)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**0,9**	**0,7**	**0,9**	**2,5**	**3,1**	**3,7**	**4,4**	***39,7%***	***20,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-38,1%*	*-23,0%*	*27,7%*	*177,4%*	*22,8%*	*19,1%*	*18,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*6,7%*	*3,8%*	*4,1%*	*9,2%*	*9,3%*	*9,9%*	*10,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(1,4)	0,4	2,4	3,3	(0,1)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,7**	**(1,0)**	**0,9**	**4,5**	**6,0**	**3,2**	**3,6**	***37,6%***	***-7,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-22,9%*	*-155,8%*	*192,5%*	*404,6%*	*32,7%*	*-46,2%*	*11,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*12,6%*	*n.a.*	*4,0%*	*16,4%*	*18,0%*	*8,6%*	*8,8%*		
- CAPEX	(0,8)	(1,3)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,3)	(0,1)	0,1		
- Impuestos	(0,2)	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,8)		
= Free Cash Flow recurrente	**0,6**	**(2,6)**	**(0,1)**	**3,3**	**4,9**	**2,1**	**2,3**	***77,0%***	***-12,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-64,1%*	*-531,7%*	*96,8%*	*n.a.*	*47,1%*	*-56,5%*	*5,6%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*4,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*12,1%*	*14,7%*	*5,7%*	*5,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,2)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,8)	(3,2)	0,0	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,7)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(3,3)**	**(6,0)**	**(0,3)**	**3,6**	**5,1**	**2,4**	**2,5**	***45,4%***	***-11,4%***
Cto. Free Cash Flow	*-129,8%*	*-80,8%*	*95,5%*	*n.a.*	*44,2%*	*-54,0%*	*5,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*7,5%*	*11,0%*	*4,8%*	*5,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,0%*	*11,5%*	*5,3%*	*5,5%*		

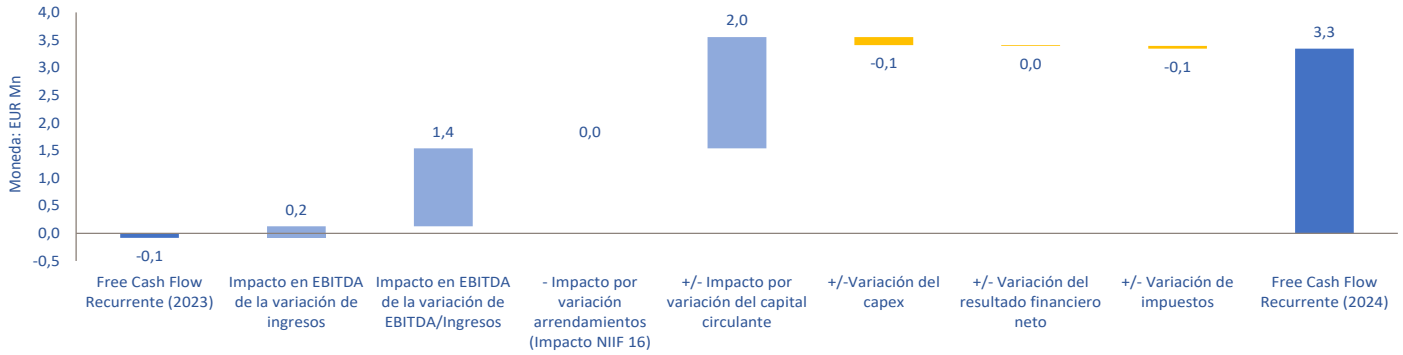
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**1,7**	**0,6**	**(2,6)**	**(0,1)**	**3,3**	**4,9**	**2,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,8)	(0,5)	0,1	1,4	0,0	0,2	0,3
= Variación EBITDA recurrente	**(0,6)**	**(0,2)**	**0,2**	**1,6**	**0,6**	**0,6**	**0,7**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,3	(2,4)	1,7	2,0	0,9	(3,4)	(0,3)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,5)**	**(2,7)**	**1,9**	**3,6**	**1,5**	**(2,8)**	**0,4**
+/-Variación del CAPEX	(0,5)	(0,4)	1,0	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,3)	(0,2)	(0,0)	0,3	0,2	0,1
+/- Variación de impuestos	(0,0)	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(1,1)**	**(3,2)**	**2,5**	**3,4**	**1,6**	**(2,8)**	**0,1**
Free Cash Flow Recurrente	**0,6**	**(2,6)**	**(0,1)**	**3,3**	**4,9**	**2,1**	**2,3**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**0,1**	**(0,4)**	**0,4**	**1,5**	**2,1**	**2,8**	**3,5**	***n.a.***	***32,9%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*12,6%*	*15,0%*	*15,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,7)		
EBITDA recurrente	**0,9**	**0,7**	**0,9**	**2,5**	**3,1**	**3,7**	**4,4**	***39,7%***	***20,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(1,4)	0,4	2,4	3,3	(0,1)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,7**	**(1,0)**	**0,9**	**4,5**	**6,0**	**3,2**	**3,6**	***37,6%***	***-7,3%***
- CAPEX	(0,8)	(1,3)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,9**	**(2,2)**	**0,6**	**3,9**	**5,2**	**2,3**	**2,3**	***61,6%***	***-16,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-52,8%*	*-340,1%*	*127,4%*	*540,8%*	*32,7%*	*-56,5%*	*1,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	6,7%	n.a.	2,7%	14,2%	15,5%	6,0%	5,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,8)	(3,2)	0,0	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,7)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,9)**	**(5,4)**	**(0,1)**	**3,9**	**5,2**	**2,3**	**2,3**	***49,6%***	***-16,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-240,4%*	*-86,4%*	*98,4%*	*n.a.*	*32,7%*	*-56,5%*	*1,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*2,0%*	*n.a.*	*1,3%*	*8,4%*	*11,1%*	*4,8%*	*4,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,4%*	*11,1%*	*4,8%*	*4,9%*		

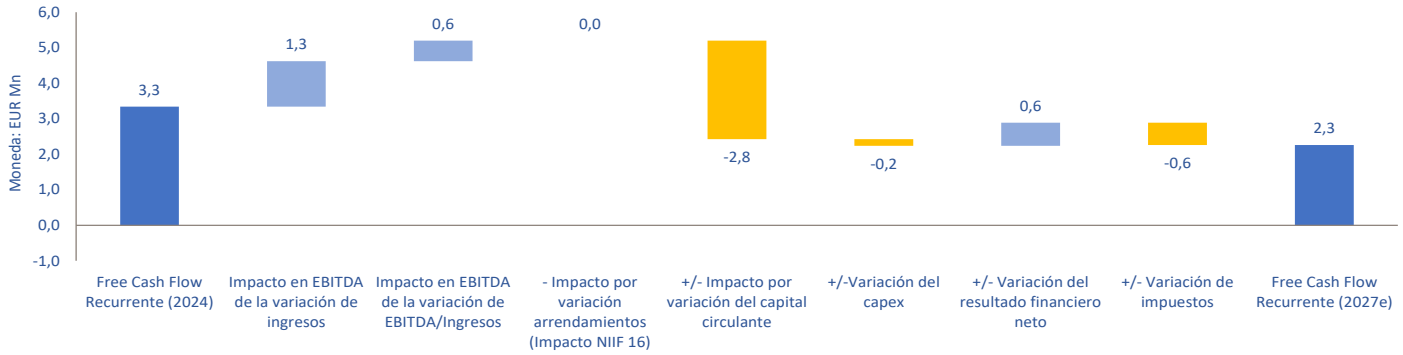
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

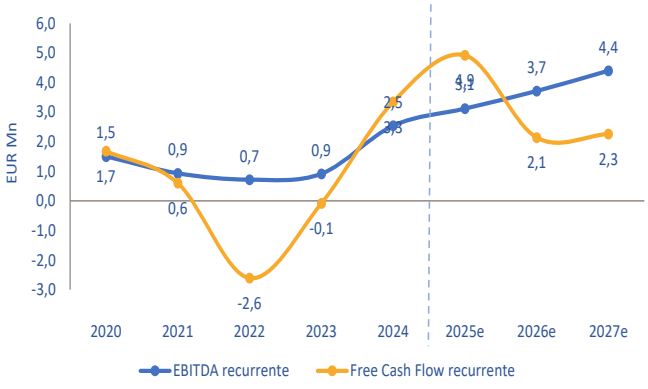
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



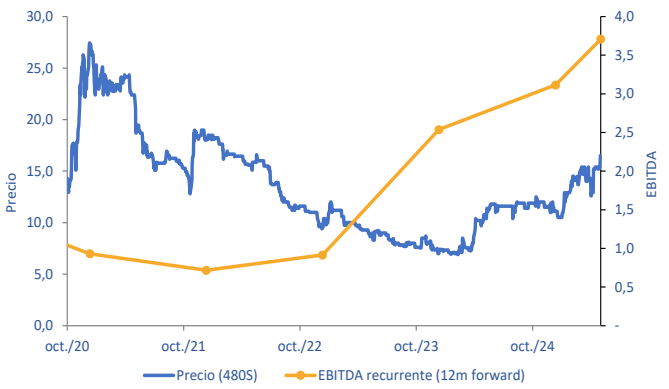
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	30,2	21,5	51,9	47,7	5,3	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	21,9	11,6	21,8	21,5	-35,6	n.a.
vs Euro STOXX 50	24,6	24,9	43,6	35,8	-26,7	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	18,7	10,8	33,1	19,7	-10,1	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	24,9	15,7	43,8	30,6	0,8	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	22,7	18,6	55,6	41,8	17,1	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	19,0	31,2	61,4	44,7	-24,5	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**5,2**	**2,3**	**2,3**	**n.a.**

Market Cap	**44,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**3,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
			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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	92,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	7,6%	D	=	=
WACC	**9,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,8%**	**11,1%**
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	44,8	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	3,7	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	3,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**46,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	9,1%	0,5%	n.a.	2,4%	7,6%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-2,3%	13,1%
FCF Yield - WACC	-1,6%	-5,0%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	10,9%	4,1	11,5x
Central	9,9%	3,7	12,6x
Min	8,9%	3,3	14,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	1,3%	1,5%	1,7%
4,1	2,6	2,5	2,4
3,7	2,2	2,1	2,1
3,3	1,8	1,8	1,7

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	5,8%	5,6%	5,4%
Central	4,9%	4,8%	4,6%
Min	4,1%	3,9%	3,8%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Software			Cybersecurity	
	EUR Mn		Appfolio	Average	CrowdStrike	480S
Datos Mercado	Ticker (Factset)	DSG-CA	APPF-US		CRWD-US	480S-ES
	País	Canada	USA		USA	Spain
	Market cap	8.691,1	7.158,3		96.258,4	44,8
	Enterprise value (EV)	8.478,6	7.005,1		93.113,2	46,9
Información financiera básica	Total Ingresos	654,2	836,2		4.309,6	33,5
	Cto.Total Ingresos	*13,4%*	*17,0%*	*15,2%*	*21,1%*	*21,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,8%*	*n.a.*	*11,8%*	*22,7%*	*11,0%*
	EBITDA	294,1	226,4		987,5	3,9
	Cto. EBITDA	*31,8%*	*60,0%*	*45,9%*	*n.a.*	*17,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*12,3%*	*n.a.*	*12,3%*	*31,7%*	*15,4%*
	EBITDA/Ingresos	*45,0%*	*27,1%*	*36,0%*	*22,9%*	*11,5%*
	EBIT	208,7	141,4		880,3	2,1
	Cto. EBIT	*33,2%*	*15,8%*	*24,5%*	*912,2%*	*43,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*21,7%*	*n.a.*	*21,7%*	*39,4%*	*28,0%*
	EBIT/Ingresos	*31,9%*	*16,9%*	*24,4%*	*20,4%*	*6,3%*
	Beneficio Neto	152,2	169,9		791,8	2,0
	Cto. Beneficio Neto	*19,9%*	*-7,5%*	*6,2%*	*n.a.*	*72,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*17,0%*	*n.a.*	*17,0%*	*36,2%*	*27,0%*
	CAPEX/Ventas	*0,9%*	*0,6%*	*0,7%*	*6,7%*	*1,5%*
	Free Cash Flow	240,8	188,5		1.059,3	5,1
	Deuda financiera Neta	(331,9)	(175,5)		(4.184,0)	(1,1)
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0,4)
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	58,8	42,2	50,5	n.a.	22,7
	P/BV (x)	n.a.	12,8	12,8	n.a.	3,4
	EV/Ingresos (x)	13,0	8,4	10,7	n.a.	1,4
	EV/EBITDA (x)	28,8	30,9	29,9	n.a.	15,0
	EV/EBIT (x)	40,6	49,5	45,1	n.a.	22,1
	ROE	*n.a.*	*30,2*	*30,2*	*21,1*	*16,2*
	FCF Yield (%)	*2,8*	*2,6*	*2,7*	*1,1*	*11,0*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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. 35% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

Market Data

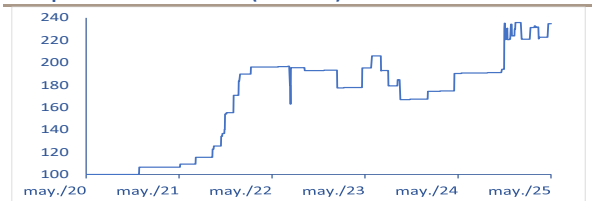
Market Cap (Mn EUR y USD)	27,7	31,4
EV (Mn EUR y USD)	38,6	43,8
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	15,57 / 13,83 / 12,56	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	2,2	
Factset / Bloomberg	DESA-ES / DESA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Maden	29,6
SARM	19,4
Gestión Ixua	16,0
Miembros del Consejo	12,6
Free Float	22,4

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	47,9	49,9	51,9	53,7
EBITDA Rec.	5,1	5,4	5,8	6,1
% Var.	*6,1*	*6,8*	*7,1*	*5,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*10,6*	*10,8*	*11,2*	*11,4*
% Var EBITDA sector (2)	*2,0*	*15,2*	*18,4*	*12,5*
Beneficio neto	2,4	3,1	3,4	3,6
BPA (EUR)	1,36	1,71	1,88	2,03
% Var.	*14,1*	*25,1*	*10,0*	*8,2*
BPA ord. (EUR)	1,48	1,71	1,88	2,03
% Var.	*12,7*	*15,7*	*10,0*	*8,2*
Free Cash Flow Rec.	3,9	1,8	2,9	3,1
Pay-out (%)	*82,4*	*65,6*	*74,5*	*68,8*
DPA (EUR)	1,12	1,12	1,40	1,40
Deuda financiera neta	7,5	7,7	7,3	6,8
DN / EBITDA Rec.(x)	1,5	1,4	1,3	1,1
ROE (%)	*12,5*	*15,1*	*15,9*	*16,4*
ROCE (%)	*9,0*	*11,2*	*11,9*	*12,5*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	11,4	9,1	8,3	7,6
PER Ordinario	10,5	9,1	8,3	7,6
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2
Dividend Yield (%)	*7,2*	*7,2*	*9,0*	*9,0*
EV/Ventas	0,81	0,77	0,74	0,72
EV/EBITDA Rec.	7,6	7,1	6,7	6,3
EV/EBIT	10,3	8,9	8,1	7,6
FCF Yield (%)	*14,2*	*6,5*	*10,4*	*11,2*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*5,4*	*6,3*	*23,4*	*134,8*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Buen inicio de año motivado por el negocio internacional. DESA cierra el 1T24 con un crecimiento en ingresos del +4,8%, alcanzando los EUR 13,5 Mn (vs EUR 12,9 Mn en 1T24), apoyado en (i) el mayor número de días de venta sobre el mismo periodo del ejercicio anterior (por localización en el calendario de la Semana Santa) y (ii) el buen desempeño de las exportaciones del "Tomsystem". El margen bruto se mantiene estable en el 43%. El mantenimiento de la ocupación de la capacidad productiva y el control de costes permiten mantener también el Mg. EBITDA en 12,9% (vs 13,1 en 1T24). DESA consolida la senda de crecimiento de rentabilidad experimentada desde el ejercicio 2019-2020 (Mg. EBITDA 2019 del 5,8%)

En 2025e esperamos la vuelta del crecimiento en ingresos. Tras un 2023 marcado por la inestabilidad y un 2024 marcado por la mejora de márgenes, estimamos un crecimiento en ingresos del 4,3% en 2025e, junto a una mejora del Mg. EBITDA Rec. hasta el 10,8% (+0,2 p.p. vs 2024), que amplificará el crecimiento en EBITDA (+12,9%). En una compañía relativamente al margen de la crisis comercial global.

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

Negocio diversificado. DESA cuenta con una exposición diversificada por sectores: industrial (34%), construcción (32%), retail (14%) y agricultura (20%). Que, sumado a una amplia base de clientes y el elevado tamaño de estos, resta ciclicidad al negocio.

Posicionamiento en la industria agraria y exposición al sector construcción. DESA es un referente en sistemas de fijación para plantas de invernadero (con producto propio, desarrollado internamente). Se trata del principal driver de crecimiento y rentabilidad del negocio a largo plazo. Asimismo, la reducción de tipos de interés y la estabilización de costes han contribuido a unas mejores perspectivas del sector de la construcción en España en 2025 (superiores a la evolución esperada del PIB).

El crecimiento esperado de ingresos se amplificará en términos de EBITDA. Estimamos unos ingresos de EUR 53,7 Mn en 2027e (TACC 24-27e del 3,9%) que se traducirían en un EBITDA de EUR 6,1 Mn (TACC 24-27e del 8,5%) debido al mantenimiento del foco en la eficiencia y la mejora del Mg. EBITDA (11,4% 2027e).

Con capacidad de generación de caja (conversión de c.45% del EBITDA en FCF). Que, junto a un nivel de endeudamiento razonable (DN/EBITDA 2024: 1,5x) permitirán acometer las inversiones necesarias y continuar el reparto de dividendos. También se abre la puerta al crecimiento inorgánico: la muy probable integración de Vallés supondría un salto significativo en ingresos (+36%) y EBITDA (+40%) vs 2024 (ver nota).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de divisa. En 2024, el c.40% de las compras se realizaron en USD. DESA asegura mayoritariamente las operaciones en USD mediante seguros de tipo de cambio. Una variación del tipo de cambio EUR/USD del +/-5% tendría un impacto aproximado en el beneficio neto de EUR +/-0,5 Mn.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Negocio industrial de bajo riesgo con importante generación de caja (FCF Yield c.7%) y cotizando a PER 9,1x. Reducido riesgo operativo (diversificación sectorial, geográfica y por producto; sin riesgo arancelario directo con USA) y financiero (bajo apalancamiento). Que, junto a la capacidad de generación de caja, se refleja en la política de dividendos y su estabilidad. Dividend yield 2025e 7,2% y 2026e 9,0%. Cotizando a unos múltiplos 2025e de EV/EBITDA 7,1x, PER 9,1x el valor ha incrementado su visibilidad y la cotización lo empieza a reflejar (-12m, +23,4%; +18,5% vs sector). DESA ofrece una buena opción para buscar exposición al sector industrial en condiciones objetivas de bajo riesgo. El cierre de la compra de Valles supondría un catalizador adicional en el 2S25.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	0,5	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Inmovilizado material	13,9	12,3	13,2	11,8	11,2	11,4	11,3	11,2
Otros activos no corrientes	1,5	2,7	3,2	3,9	2,7	2,7	2,7	2,7
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	19,5	26,3	25,9	24,0	25,4	27,0	28,0	29,0
Total activo	**35,4**	**41,8**	**43,1**	**40,7**	**40,4**	**42,1**	**43,0**	**44,0**
Patrimonio neto	13,4	15,6	18,8	19,3	19,6	20,7	21,6	22,7
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	0,7	1,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Otros pasivos no corrientes	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Deuda financiera neta	11,4	11,5	13,0	10,7	7,5	7,7	7,3	6,8
Pasivo circulante	9,6	13,5	9,6	9,0	11,3	11,8	12,2	12,6
Total pasivo	**35,4**	**41,8**	**43,1**	**40,7**	**40,4**	**42,1**	**43,0**	**44,0**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**39,7**	**48,1**	**50,4**	**47,7**	**47,9**	**49,9**	**51,9**	**53,7**	***4,8%***	***3,9%***
Cto.Total Ingresos	*-6,7%*	*21,3%*	*4,8%*	*-5,5%*	*0,5%*	*4,3%*	*3,9%*	*3,5%*		
Coste de ventas	(23,8)	(28,8)	(31,4)	(28,9)	(27,7)	(29,2)	(30,3)	(31,3)		
Margen Bruto	**15,9**	**19,3**	**19,0**	**18,8**	**20,1**	**20,8**	**21,6**	**22,3**	***6,2%***	***3,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*40,0%*	*40,2%*	*37,6%*	*39,4%*	*42,1%*	*41,6%*	*41,6%*	*41,6%*		
Gastos de personal	(7,3)	(7,7)	(7,8)	(7,9)	(8,2)	(8,4)	(8,7)	(8,9)		
Otros costes de explotación	(5,3)	(5,8)	(6,0)	(6,1)	(6,8)	(6,9)	(7,1)	(7,3)		
EBITDA recurrente	**3,3**	**5,8**	**5,2**	**4,8**	**5,1**	**5,4**	**5,8**	**6,1**	***11,1%***	***6,5%***
Cto.EBITDA recurrente	*33,9%*	*75,8%*	*-11,7%*	*-7,7%*	*6,1%*	*6,8%*	*7,1%*	*5,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*8,4%*	*12,2%*	*10,3%*	*10,0%*	*10,6%*	*10,8%*	*11,2%*	*11,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	-	-	(0,3)	(0,3)	-	-	-		
EBITDA	**2,8**	**5,8**	**5,2**	**4,5**	**4,8**	**5,4**	**5,8**	**6,1**	***14,0%***	***8,5%***
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,2)	(1,1)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	**1,4**	**4,6**	**4,0**	**3,4**	**3,7**	**4,4**	**4,7**	**5,1**	***27,4%***	***10,8%***
Cto.EBIT	*15,6%*	*222,0%*	*-12,8%*	*-15,3%*	*10,9%*	*16,8%*	*8,8%*	*7,0%*		
EBIT / Ingresos	*3,6%*	*9,5%*	*7,9%*	*7,1%*	*7,8%*	*8,7%*	*9,1%*	*9,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,2**	**4,3**	**3,7**	**2,9**	**3,4**	**4,1**	**4,5**	**4,8**	***28,1%***	***13,0%***
Cto.Beneficio ordinario	*17,0%*	*248,7%*	*-15,9%*	*-20,3%*	*15,3%*	*21,1%*	*10,0%*	*8,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,2**	**4,3**	**3,7**	**2,9**	**3,4**	**4,1**	**4,5**	**4,8**	***28,1%***	***13,0%***
Impuestos	(0,3)	(0,6)	(0,9)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	*27,4%*	*13,4%*	*23,9%*	*27,0%*	*27,7%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,9**	**3,8**	**2,8**	**2,1**	**2,4**	**3,1**	**3,4**	**3,6**	***28,0%***	***14,4%***
Cto.Beneficio neto	*11,6%*	*315,6%*	*-26,1%*	*-23,5%*	*14,1%*	*25,6%*	*10,0%*	*8,2%*		
Beneficio ordinario neto	**1,3**	**3,8**	**2,8**	**2,3**	**2,6**	**3,1**	**3,4**	**3,6**	***20,1%***	***11,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*42,4%*	*198,0%*	*-26,1%*	*-16,3%*	*12,7%*	*16,2%*	*10,0%*	*8,2%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**5,4**	**5,8**	**6,1**	***11,1%***	***6,5%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(1,1)	(0,6)	(0,6)		
Cash Flow operativo recurrente						**4,1**	**5,0**	**5,4**	***-3,1%***	***-2,2%***
CAPEX						(1,0)	(0,7)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Impuestos						(1,0)	(1,1)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**1,8**	**2,9**	**3,1**	***-0,8%***	***-7,8%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**1,8**	**2,9**	**3,1**	***6,0%***	***-14,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,0)	(2,5)	(2,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**0,2**	**(0,4)**	**(0,6)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**5,8**	**5,2**	**4,8**	**5,1**	**5,4**	**5,8**	**6,1**	***-4,7%***	***6,5%***
Cto.EBITDA recurrente	*75,8%*	*-11,7%*	*-7,7%*	*6,1%*	*6,8%*	*7,1%*	*5,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*12,2%*	*10,3%*	*10,0%*	*10,6%*	*10,8%*	*11,2%*	*11,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(2,9)	(3,5)	1,3	0,9	(1,1)	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,8**	**1,5**	**5,9**	**5,7**	**4,1**	**5,0**	**5,4**	***26,9%***	***-2,2%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-56,8%*	*-46,5%*	*290,2%*	*-2,1%*	*-27,8%*	*20,8%*	*7,3%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*5,8%*	*3,0%*	*12,3%*	*12,0%*	*8,3%*	*9,7%*	*10,0%*		
- CAPEX	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
- Impuestos	(0,5)	(0,4)	(0,5)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,5**	**(0,0)**	**3,7**	**3,9**	**1,8**	**2,9**	**3,1**	***39,3%***	***-7,8%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-64,1%*	*-103,1%*	*n.a.*	*5,2%*	*-54,6%*	*61,1%*	*7,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*3,0%*	*n.a.*	*7,9%*	*8,2%*	*3,6%*	*5,6%*	*5,8%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,3)	(0,3)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	1,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,5**	**(0,0)**	**3,5**	**4,9**	**1,8**	**2,9**	**3,1**	***49,4%***	***-14,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-62,1%*	*-103,1%*	*n.a.*	*40,3%*	*-63,3%*	*61,1%*	*7,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*5,3%*	*n.a.*	*13,5%*	*14,2%*	*6,5%*	*10,4%*	*11,2%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*5,3%*	*n.a.*	*12,5%*	*17,6%*	*6,5%*	*10,4%*	*11,2%*		

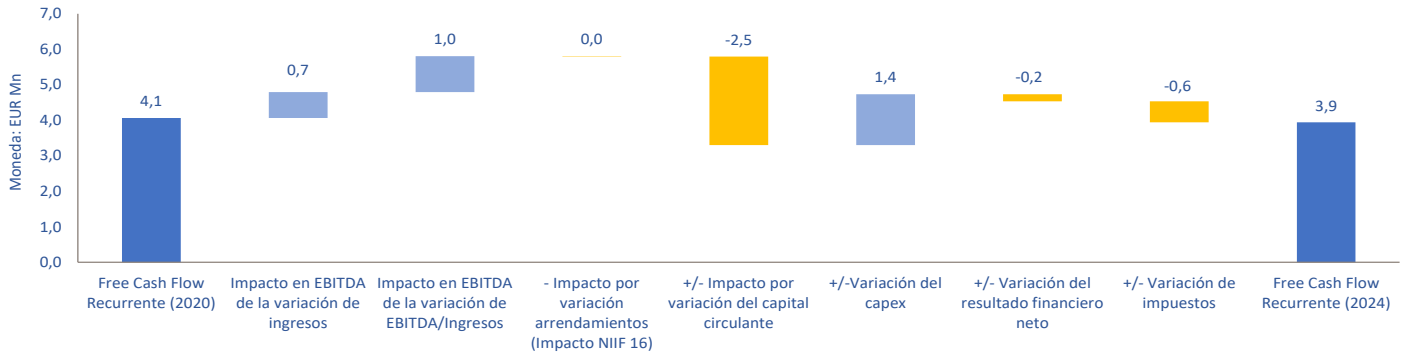
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**4,1**	**1,5**	**(0,0)**	**3,7**	**3,9**	**1,8**	**2,9**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	0,3	(0,3)	0,0	0,2	0,2	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,8	(1,0)	(0,1)	0,3	0,1	0,2	0,1
= Variación EBITDA recurrente	**2,5**	**(0,7)**	**(0,4)**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	(0,1)	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,3)	(0,6)	4,8	(0,4)	(1,9)	0,5	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(3,7)**	**(1,3)**	**4,4**	**(0,1)**	**(1,6)**	**0,9**	**0,4**
+/-Variación del CAPEX	1,2	(0,2)	(0,3)	0,7	(0,6)	0,3	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,1	0,1	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,0	(0,0)	(0,5)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(2,6)**	**(1,5)**	**3,8**	**0,2**	**(2,2)**	**1,1**	**0,2**
Free Cash Flow Recurrente	**1,5**	**(0,0)**	**3,7**	**3,9**	**1,8**	**2,9**	**3,1**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**4,6**	**4,0**	**3,4**	**3,7**	**4,4**	**4,7**	**5,1**	***-6,4%***	***10,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*13,4%*	*23,9%*	*27,0%*	*27,7%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	**5,8**	**5,2**	**4,8**	**5,1**	**5,4**	**5,8**	**6,1**	***-4,7%***	***6,5%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(2,9)	(3,5)	1,3	0,9	(1,1)	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,8**	**1,5**	**5,9**	**5,7**	**4,1**	**5,0**	**5,4**	***26,9%***	***-2,2%***
- CAPEX	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**1,5**	**(0,3)**	**3,8**	**4,2**	**2,0**	**3,1**	**3,3**	***41,7%***	***-8,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-64,6%*	*-122,7%*	*n.a.*	*12,1%*	*-52,3%*	*53,6%*	*5,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	3,1%	n.a.	7,9%	8,8%	4,0%	5,9%	6,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	1,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,5**	**(0,3)**	**3,8**	**5,4**	**2,0**	**3,1**	**3,3**	***54,0%***	***-15,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-66,8%*	*-122,7%*	*n.a.*	*44,1%*	*-62,9%*	*53,6%*	*5,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*3,8%*	*n.a.*	*9,7%*	*10,9%*	*5,2%*	*8,0%*	*8,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*3,8%*	*n.a.*	*9,7%*	*14,0%*	*5,2%*	*8,0%*	*8,5%*		

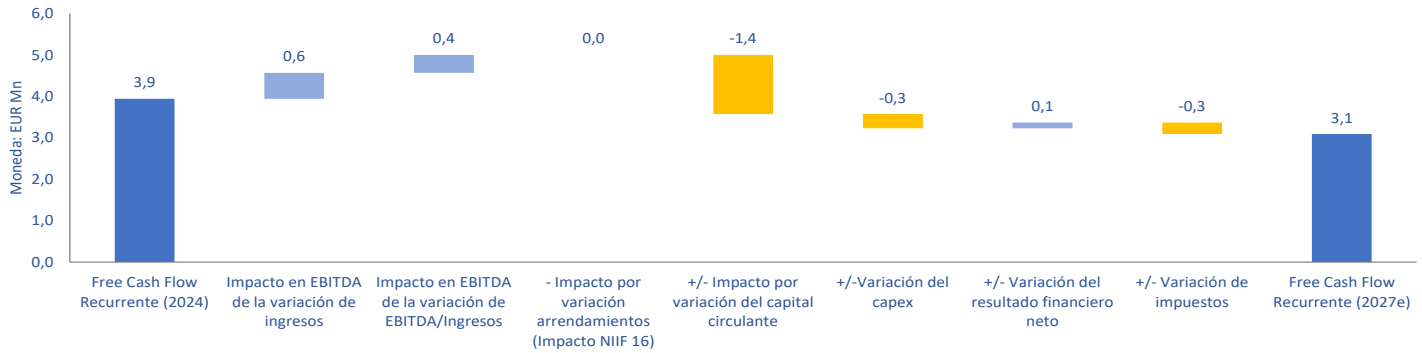
Nota : DESA anunció un precontrato para la adquisición de Terrers Logística, S.L. (Terrers) y Rafael Vallés Arándiga, S.L. (Vallés), compañías dedicadas a la fabricación y comercialización de productos para la fijación de tabiquería seca (pladur). La operación se prevé cerrar por un Enterprise Value de EUR c.12 Mn (c.6x EV/EBITDA y c.0,7x EV/Ventas 2024). durante el 2S25. Operación con implicaciones relevantes a tres niveles: estratégico, operativo y financiero, que permitiría un salto significativo en ingresos y EBITDA (+36% y +40% vs 2024, respectivamente). Ver más detalles aquí.

Analítica del Free Cash Flow (II)

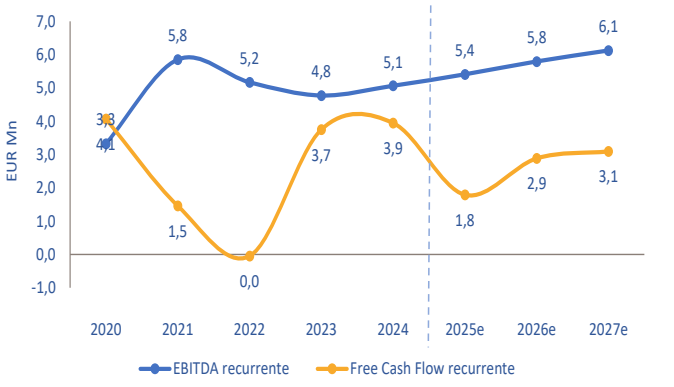
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



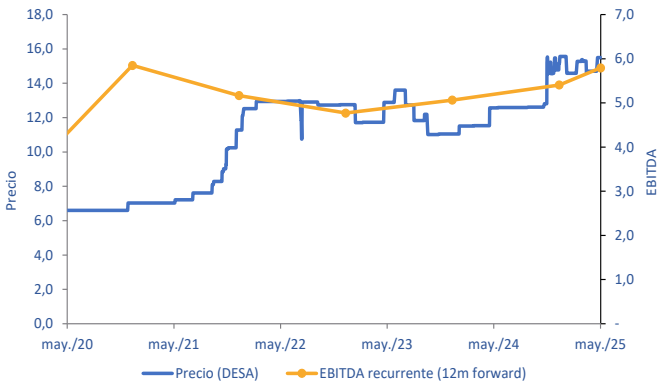
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	5,4	6,3	23,4	2,1	19,7	134,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,3	-2,4	-1,0	-16,0	-26,8	11,5
vs Euro STOXX 50	0,9	9,3	16,7	-6,1	-16,6	28,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-3,8	-3,0	8,1	-17,2	2,2	30,7
vs Segmento Micro Cap España (1)	1,2	1,3	16,8	-9,7	14,6	53,4
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,6	3,7	26,4	-2,0	33,2	79,8
vs Sector						
vs Factset Europe Industrial Machinery	-2,4	4,6	18,5	-10,0	-18,9	6,7

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**2,0**	**3,1**	**3,3**	**50,6**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**27,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**9,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	74,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	25,6%	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	27,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	Rdos. 3m 2025
+ Deuda financiera neta	9,5	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 3m 2025
+/- Otros		Rdos. 3m 2025
Enterprise Value (EV)	**38,6**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	3,8%	14,8%	9,9%	7,7%	9,0%

	2024	2027e
ROCE - WACC	0,5%	3,9%
FCF Yield - WACC	2,4%	-0,1%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	12,3%	6,4	6,1x
Central	11,2%	5,8	6,7x
Min	10,1%	5,2	7,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	1,3%	1,4%	1,5%
6,4	3,5	3,5	3,4
5,8	2,9	2,9	2,8
5,2	2,4	2,3	2,3

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	12,7%	12,5%	12,3%
Central	10,6%	10,4%	10,2%
Min	8,5%	8,3%	8,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Actores con amplia gama de productos				Actores especializados en alta tecnología					
	EUR Mn	Norma Group SE	Granges AB	Trifast Plc	Average	Georg Fischer AG	Bossard Holding AG	Bufab AB	SFS Group AG	Average	DESA
Datos Mercado	Ticker (Factset)	NOEJ-DE	GRNG-SE	TRI-GB		GF-CH	BOSN-CH	BUFAB-SE	SFSN-CH		DESA-ES
	País	Germany	Sweden	UK		Switzerland	Switzerland	Sweden	Switzerland		Spain
	Market cap	369,6	1.197,5	112,4		5.532,9	1.607,4	1.388,1	4.776,6		27,7
	Enterprise value (EV)	713,5	1.663,4	151,7		7.622,9	1.822,6	1.674,9	5.151,0		38,6
Información financiera básica	Total Ingresos	1.139,3	2.546,8	291,0		4.289,2	1.168,5	762,2	3.332,4		49,9
	Cto.Total Ingresos	*-1,4%*	*17,4%*	*6,1%*	*7,4%*	*2,7%*	*10,4%*	*2,5%*	*2,4%*	*4,5%*	*4,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*4,2%*	*6,6%*	*n.a.*	*5,4%*	*-2,8%*	*4,6%*	*4,9%*	*2,8%*	*2,4%*	*3,7%*
	EBITDA	125,9	252,2	30,6		592,4	154,8	115,4	537,8		5,4
	Cto. EBITDA	*-15,2%*	*15,0%*	*20,7%*	*6,8%*	*12,0%*	*14,1%*	*12,6%*	*10,0%*	*12,2%*	*12,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*16,0%*	*8,6%*	*n.a.*	*12,3%*	*3,4%*	*8,0%*	*8,5%*	*4,9%*	*6,2%*	*6,4%*
	EBITDA/Ingresos	*11,0%*	*9,9%*	*10,5%*	*10,5%*	*13,8%*	*13,2%*	*15,1%*	*16,1%*	*14,6%*	*10,8%*
	EBIT	41,1	166,8	22,3		440,6	124,7	91,7	395,1		4,4
	Cto. EBIT	*-22,1%*	*19,3%*	*27,7%*	*8,3%*	*21,1%*	*16,0%*	*19,6%*	*13,0%*	*17,4%*	*16,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*52,1%*	*11,1%*	*n.a.*	*31,6%*	*5,8%*	*9,0%*	*10,4%*	*6,0%*	*7,8%*	*7,9%*
	EBIT/Ingresos	*3,6%*	*6,5%*	*7,7%*	*5,9%*	*10,3%*	*10,7%*	*12,0%*	*11,9%*	*11,2%*	*8,7%*
	Beneficio Neto	20,3	111,2	12,7		328,3	88,2	59,9	293,6		3,1
	Cto. Beneficio Neto	*38,2%*	*18,6%*	*37,2%*	*31,3%*	*70,9%*	*13,6%*	*17,4%*	*13,3%*	*28,8%*	*25,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*61,9%*	*16,5%*	*n.a.*	*39,2%*	*1,3%*	*10,0%*	*14,1%*	*5,7%*	*7,8%*	*9,1%*
	CAPEX/Ventas	*4,5%*	*2,7%*	*2,2%*	*3,2%*	*2,2%*	*3,0%*	*0,8%*	*5,0%*	*2,7%*	*2,1%*
	Free Cash Flow	61,3	159,4	29,6		634,3	34,1	80,7	246,6		1,8
	Deuda financiera Neta	286,2	309,8	14,5		1.270,6	281,0	254,4	196,9		7,7
	DN/EBITDA (x)	2,3	1,2	0,5	1,3	2,1	1,8	2,2	0,4	1,6	1,4
	Pay-out	*47,5%*	*34,9%*	*31,1%*	*37,8%*	*37,9%*	*40,6%*	*34,4%*	*39,3%*	*38,1%*	*65,6%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,1	10,8	8,6	10,8	19,5	17,4	22,1	16,1	18,8	9,1
	P/BV (x)	0,5	1,1	n.a.	0,8	n.a.	3,4	3,5	2,6	3,2	1,3
	EV/Ingresos (x)	0,6	0,7	0,5	0,6	1,8	1,6	2,2	1,5	1,8	0,8
	EV/EBITDA (x)	5,7	6,6	5,0	5,7	12,9	11,8	14,5	9,6	12,2	7,1
	EV/EBIT (x)	17,4	10,0	6,8	11,4	17,3	14,6	18,3	13,0	15,8	8,9
	ROE	*4,0*	*10,4*	*n.a.*	*7,2*	*n.a.*	*19,8*	*15,7*	*16,1*	*17,2*	*15,1*
	FCF Yield (%)	*16,6*	*13,3*	*26,4*	*18,8*	*11,5*	*2,1*	*5,8*	*5,2*	*6,1*	*6,5*
	DPA	*0,30*	*0,36*	*0,03*	*0,23*	*1,52*	*4,66*	*0,11*	*2,96*	*2,31*	*1,12*
	Dvd Yield	*2,6%*	*3,2%*	*3,6%*	*3,1%*	*2,3%*	*2,3%*	*1,5%*	*2,4%*	*2,1%*	*7,2%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**32,2**	**34,1**	**34,6**	**38,1**	**41,1**	**42,5**	**39,7**	**48,1**	**50,4**	**47,7**	**47,9**	**49,9**	**51,9**	**53,7**	***4,0%***	***3,9%***
Cto. Total ingresos	*1,1%*	*5,7%*	*1,7%*	*9,9%*	*7,8%*	*3,5%*	*-6,7%*	*21,3%*	*4,8%*	*-5,5%*	*0,5%*	*4,3%*	*3,9%*	*3,5%*		
EBITDA	**1,2**	**1,2**	**1,9**	**2,2**	**2,6**	**2,4**	**2,8**	**5,8**	**5,2**	**4,5**	**4,8**	**5,4**	**5,8**	**6,1**	***14,8%***	***8,5%***
Cto. EBITDA	*177,4%*	*-1,8%*	*62,4%*	*15,7%*	*15,3%*	*-6,8%*	*18,8%*	*106,3%*	*-11,7%*	*-13,0%*	*6,6%*	*12,9%*	*7,1%*	*5,7%*		
EBITDA/Ingresos	*3,7%*	*3,5%*	*5,5%*	*5,8%*	*6,2%*	*5,6%*	*7,1%*	*12,2%*	*10,3%*	*9,4%*	*10,0%*	*10,8%*	*11,2%*	*11,4%*		
Beneficio neto	**(1,7)**	**(0,1)**	**0,6**	**0,8**	**1,2**	**0,8**	**0,9**	**3,8**	**2,8**	**2,1**	**2,4**	**3,1**	**3,4**	**3,6**	***13,2%***	***14,4%***
Cto. Beneficio neto	*-193,4%*	*92,1%*	*590,0%*	*28,8%*	*46,8%*	*-33,8%*	*11,6%*	*315,6%*	*-26,1%*	*-23,5%*	*14,1%*	*25,6%*	*10,0%*	*8,2%*		
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)	-0,94	-0,07	0,36	0,47	0,69	0,46	0,51	2,11	1,56	1,20	1,36	1,71	1,88	2,03	*13,2%*	*14,2%*
Cto. BPA	*n.a.*	*92,1%*	*n.a.*	*29,1%*	*46,9%*	*-33,8%*	*11,5%*	*n.a.*	*-25,9%*	*-23,5%*	*14,1%*	*25,1%*	*10,0%*	*8,2%*		
BPA ord. (EUR)	-0,94	0,00	0,32	0,47	0,69	0,50	0,71	2,11	1,56	1,31	1,48	1,71	1,88	2,03	*13,6%*	*11,3%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*47,7%*	*46,9%*	*-27,7%*	*42,3%*	*n.a.*	*-25,9%*	*-16,3%*	*12,7%*	*15,7%*	*10,0%*	*8,2%*		
CAPEX	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(0,8)		
CAPEX/Vtas %[1]	*1,6%*	*2,3%*	*3,1%*	*2,8%*	*3,0%*	*5,9%*	*4,9%*	*1,5%*	*1,8%*	*2,5%*	*1,0%*	*2,1%*	*1,4%*	*1,6%*		
Free Cash Flow	**(0,7)**	**(0,5)**	**(1,4)**	**0,6**	**(1,2)**	**(1,1)**	**3,9**	**1,5**	**(0,0)**	**3,5**	**4,9**	**1,8**	**2,9**	**3,1**	***24,8%***	***-14,1%***
DN/EBITDA (x) [2]	*9,2x*	*10,1x*	*6,9x*	*5,7x*	*5,2x*	*6,5x*	*4,0x*	*2,0x*	*2,5x*	*2,4x*	*1,6x*	*1,4x*	1,3x	1,1x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*25,4x*	*19,1x*	*8,7x*	*14,5x*	*13,8x*	*5,3x*	*8,2x*	*9,2x*	*11,1x*	*9,1x*	8,3x	7,6x		
EV/Vtas (x)	*1,06x*	*1,03x*	*1,04x*	*0,91x*	*0,69x*	*0,74x*	*0,71x*	*0,76x*	*0,80x*	*0,70x*	*0,76x*	*0,77x*	0,74x	0,72x		
EV/EBITDA (x) [2]	*28,3x*	*29,6x*	*18,8x*	*15,7x*	*11,1x*	*13,1x*	*9,9x*	*6,2x*	*7,8x*	*7,4x*	*7,6x*	*7,1x*	6,7x	6,3x		
Comport. Absoluto	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*-3,2%*	*-33,1%*	*10,5%*	*6,5%*	*60,3%*	*13,2%*	*-13,4%*	*37,4%*	*2,1%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-3,5%*	*7,7%*	*2,1%*	*-9,9%*	*-21,3%*	*-1,2%*	*26,0%*	*48,6%*	*19,8%*	*-29,5%*	*19,7%*	*-16,0%*				

(1) Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Endurance Motive

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Electrical Equipment

Precio de Cierre: EUR 1,64 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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 y el almacenamiento. En movilidad, los sectores en los que se enfoca son i) industrial, ii) naval y iii) movilidad urbana. El equipo fundador controla el 48% del total del accionariado.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	18,5	21,0
EV (Mn EUR y USD)	22,8	25,9
Número de Acciones (Mn)	11,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,92 / 1,23 / 1,03	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	35,0	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Carlos Navarro	26,2
Andrés Muelas	21,7
Free Float	52,1

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,1	11,3	11,3	11,3
Total Ingresos	6,3	10,5	20,9	26,7
EBITDA Rec.	-1,3	-0,2	1,2	1,9
% Var.	*-429,1*	*86,9*	*804,7*	*49,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*5,9*	*7,0*
% Var EBITDA sector (2)	*-2,2*	*24,7*	*23,0*	*13,1*
Beneficio neto	-1,2	-0,4	0,6	1,0
BPA (EUR)	-0,12	-0,04	0,05	0,09
% Var.	*-295,6*	*70,1*	*236,7*	*78,3*
BPA ord. (EUR)	-0,16	-0,05	0,05	0,09
% Var.	*-199,9*	*71,2*	*209,3*	*78,3*
Free Cash Flow Rec.	-1,2	-1,6	-1,5	0,7
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	2,3	3,9	5,4	4,7
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	4,4	2,5
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*35,7*	*42,6*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*15,0*	*18,7*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	32,5	18,2
PER Ordinario	n.a.	n.a.	32,5	18,2
P/BV	10,7	14,2	9,9	6,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	3,65	2,17	1,09	0,86
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	18,4	12,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	19,4	13,1
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,9*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*52,1*	*26,7*	*12,8*	*n.a.*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Disminución de ingresos en 2024 (c. -40%), en un año de transición. END facturó EUR 6,3 Mn en 2024 (97% por la división de Movilidad). Contribución de la división de Estacionario todavía irrelevante, pero que condiciona el P&L. La caída de ingresos se explica por la ralentización de la demanda doméstica, parcialmente compensada por el buen desempeño en cliente aeroportuario. La orientación hacia clientes de mayor tamaño protege la rentabilidad (margen bruto del 41,9% vs 38,2% en 2023).

2025e: recuperación de la facturación (EUR 10,5Mn) y preparación para el "salto" en ingresos en 2026e. Prevemos unos ingresos 2025e de EUR 10,5 Mn (+67,9% vs 2024), volviendo a cifras 2023. Impulsados por el área de Movilidad (contribución creciente del sector aeroportuario) y con un mayor peso del negocio Estacionario (c.10%/vtas). Y manteniendo margen bruto (38,1%), lo que permitirá a END situarse cerca de breakeven en EBITDA rec.

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

El área de Movilidad "garantiza" un suelo de ingresos. END ha construido un negocio recurrente en el área de Movilidad, que en 2024 facturó EUR 6,1 Mn. Con la previsión de recuperar los EUR 10 Mn en 2025e (ya alcanzados en 2023). Lo que aporta mayor visibilidad. El margen bruto de esta división (c. 40%) permite financiar parte del giro estratégico hacia el negocio Estacionario.

La apuesta estratégica está en Estacionario (Storage), pero el reto es validar la demanda. El almacenamiento energético emerge como solución crítica en la transición energética: descarbonización, integración renovable y flexibilidad de red. En 2024 se instalaron 21,9 GWh de almacenamiento en Europa, y se espera alcanzar 250 GWh acumulados en 2029 (escenario conservador; c. 400 GWh en 2029 en el escenario base). Sobre el papel, el potencial es enorme.

Lo que permite pensar en un despegue de ingresos en 2026e (+95% vs 2025e). Estimamos que el área Estacionario alcance EUR 10 Mn en ingresos en 2026e, impulsando las ventas consolidadas hasta EUR 20,9 Mn (+99,3% vs 2025e) y en beneficios (EUR 0,6 Mn). Esta hipótesis se basa en tres pilares: (i) el fuerte driver sectorial, (ii) las capacidades industriales existentes de END (experiencia y capacidad instalada) y (iii) su posicionamiento en segmentos de <50 MWh.

2027e, digestión del crecimiento. Proyectamos una continuación del crecimiento, aunque a ritmo más moderado (+27,4% vs 2026e), con una mejora de márgenes (EBITDA rec. de EUR 1,9 Mn, margen del 7,0%) por apalancamiento operativo (red comercial y líneas de producción). El FCF seguiría en negativo hasta 2027e. Estimamos consumo adicional de caja de c. EUR 3,1 Mn para 2025e-2026e.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de demanda y regulatorio. La rentabilidad del almacenamiento es cuestionable sin mecanismos de remuneración específicos (incentivos regulatorios, subastas, ingresos adicionales por capacidad/flexibilidad). La demanda real 2025e es el principal catalizador a seguir. La regulación es crítica y puede ralentizar el proceso.

Riesgo de ejecución. Los proyectos de Estacionario (de mayor tamaño) requieren capacidades técnicas, solvencia (avales) y tiempos de entrega exigentes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La velocidad del crecimiento de storage es la clave. El equity story de END es sectorial (transición energética: movilidad y almacenamiento). Pero el sector de Storage es incipiente, lo que implica riesgo. 2025e se presenta como año clave (recuperación de ingresos en Movilidad y adjudicación de primeros proyectos en Estacionario) para validar si la apuesta estratégica hacia Estacionario es factible y, sobre todo, a qué velocidad. Cotizando a múltiplo EV/Ventas 2025e de 2,17x vs 0,6x comparables.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	0,6	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,6	0,8
Otros activos no corrientes	0,3	0,3	0,3	-	-	0,1	0,1	0,1
Inmovilizado financiero	0,1	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	1,5	3,1	4,5	3,8	3,1	4,2	6,6	6,8
Total activo	**2,7**	**4,9**	**6,7**	**6,0**	**5,3**	**6,7**	**9,4**	**9,8**
Patrimonio neto	0,9	0,9	1,1	1,1	1,7	1,3	1,9	2,9
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	-	0,4	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	1,1	2,3	3,0	3,0	2,3	3,9	5,4	4,7
Pasivo circulante	0,8	1,3	1,7	1,2	0,8	1,1	1,7	1,7
Total pasivo	**2,7**	**4,9**	**6,7**	**6,0**	**5,3**	**6,7**	**9,4**	**9,8**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**22-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**2,3**	**4,7**	**6,1**	**10,2**	**6,3**	**10,5**	**20,9**	**26,7**	***1,6%***	***62,1%***
Cto.Total Ingresos	*613,8%*	*107,3%*	*29,3%*	*68,7%*	*-38,8%*	*67,9%*	*99,3%*	*27,4%*		
Coste de ventas	(1,8)	(3,5)	(4,8)	(6,3)	(3,6)	(6,5)	(14,9)	(19,3)		
Margen Bruto	**0,5**	**1,2**	**1,3**	**3,9**	**2,6**	**4,0**	**6,0**	**7,4**	***43,5%***	***41,1%***
Margen Bruto / Ingresos	*22,1%*	*25,5%*	*21,0%*	*38,2%*	*41,9%*	*38,1%*	*28,9%*	*27,6%*		
Gastos de personal	(0,8)	(1,7)	(2,2)	(2,5)	(2,4)	(2,5)	(2,9)	(3,3)		
Otros costes de explotación	(0,7)	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(1,5)	(1,7)	(1,9)	(2,2)		
EBITDA recurrente	**(1,0)**	**(1,7)**	**(2,4)**	**(0,3)**	**(1,3)**	**(0,2)**	**1,2**	**1,9**	***25,6%***	***50,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-85,9%*	*-63,1%*	*-42,9%*	*89,6%*	*-429,1%*	*86,9%*	*804,7%*	*49,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,9%*	*7,0%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,0)	0,3	0,1	0,3	-	-	-		
EBITDA	**(1,2)**	**(1,7)**	**(2,1)**	**(0,2)**	**(1,1)**	**(0,2)**	**1,2**	**1,9**	***28,8%***	***55,4%***
Depreciación y provisiones	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)		
Gastos capitalizados	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(0,7)**	**(1,3)**	**(1,7)**	**(0,1)**	**(1,0)**	**(0,2)**	**1,2**	**1,7**	***22,9%***	***54,6%***
Cto.EBIT	*-51,3%*	*-73,4%*	*-37,0%*	*92,9%*	*-734,8%*	*82,3%*	*745,4%*	*48,2%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,6%*	*6,6%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(0,8)**	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(0,5)**	**0,7**	**1,3**	***16,6%***	***43,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*-54,8%*	*-73,5%*	*-44,7%*	*76,2%*	*-192,8%*	*60,9%*	*236,7%*	*78,3%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(0,8)**	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(0,5)**	**0,7**	**1,3**	***16,6%***	***43,5%***
Impuestos	0,2	-	-	0,2	0,1	0,1	(0,1)	(0,3)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,6)**	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,3)**	**(1,2)**	**(0,4)**	**0,6**	**1,0**	***19,4%***	***41,2%***
Cto.Beneficio neto	*-54,8%*	*-130,6%*	*-44,7%*	*84,3%*	*-314,4%*	*66,4%*	*236,7%*	*78,3%*		
Beneficio ordinario neto	**(0,6)**	**(1,3)**	**(2,3)**	**(0,5)**	**(1,6)**	**(0,5)**	**0,6**	**1,0**	***15,3%***	***38,0%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-30,4%*	*-98,1%*	*-75,2%*	*77,2%*	*-214,2%*	*67,7%*	*209,3%*	*78,3%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**22-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**(0,2)**	**1,2**	**1,9**	***25,6%***	***50,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,8)	(1,8)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**(1,0)**	**(0,6)**	**1,8**	***46,3%***	***56,0%***
CAPEX						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,5)	(0,5)		
Impuestos						-	(0,1)	(0,3)		
Free Cash Flow Recurrente						**(1,6)**	**(1,5)**	**0,7**	***41,8%***	***37,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(1,6)**	**(1,5)**	**0,7**	***41,7%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**1,6**	**1,5**	**(0,7)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**(1,7)**	**(2,4)**	**(0,3)**	**(1,3)**	**(0,2)**	**1,2**	**1,9**	***7,6%***	***50,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-63,1%*	*-42,9%*	*89,6%*	*-429,1%*	*86,9%*	*804,7%*	*49,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,9%*	*7,0%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,1)	(1,0)	0,1	0,4	(0,8)	(1,8)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,8)**	**(3,4)**	**(0,2)**	**(1,0)**	**(1,0)**	**(0,6)**	**1,8**	***29,3%***	***56,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-98,7%*	*-22,1%*	*94,8%*	*-458,7%*	*1,0%*	*37,4%*	*390,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,6%*		
- CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos	-	-	-	0,2	-	(0,1)	(0,3)		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,0)**	**(3,6)**	**(0,5)**	**(1,2)**	**(1,6)**	**(1,5)**	**0,7**	***25,7%***	***37,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-100,4%*	*-21,1%*	*85,4%*	*-131,9%*	*-28,6%*	*2,7%*	*148,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	0,3	0,1	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,0)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	0,9	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(3,0)**	**(3,2)**	**(0,5)**	**0,0**	**(1,6)**	**(1,5)**	**0,7**	***26,1%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*-88,4%*	*-8,3%*	*85,6%*	*104,5%*	*n.a.*	*2,7%*	*148,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,9%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,9%*		

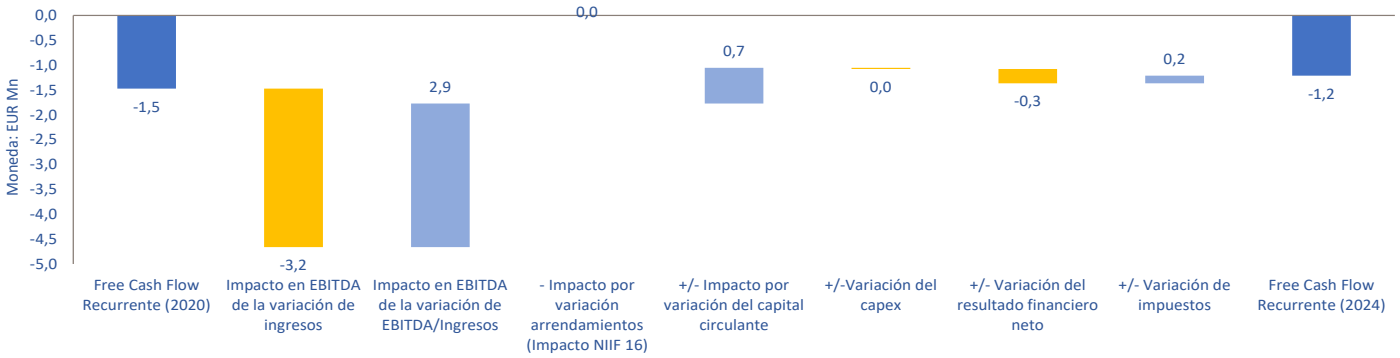
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(1,5)**	**(3,0)**	**(3,6)**	**(0,5)**	**(1,2)**	**(1,6)**	**(1,5)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,1)	(0,5)	(1,7)	0,1	(0,9)	(0,2)	0,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,5	(0,2)	3,8	(1,2)	2,1	1,6	0,3
= Variación EBITDA recurrente	**(0,7)**	**(0,7)**	**2,2**	**(1,1)**	**1,2**	**1,4**	**0,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,7)	0,1	1,0	0,3	(1,2)	(1,1)	1,8
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,4)**	**(0,6)**	**3,2**	**(0,8)**	**0,0**	**0,4**	**2,4**
+/-Variación del CAPEX	(0,1)	0,1	0,0	(0,0)	(0,2)	(0,1)	-
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,0)
+/- Variación de impuestos	-	-	-	0,2	(0,2)	(0,1)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(1,5)**	**(0,6)**	**3,1**	**(0,7)**	**(0,3)**	**0,0**	**2,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,0)**	**(3,6)**	**(0,5)**	**(1,2)**	**(1,6)**	**(1,5)**	**0,7**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(1,3)**	**(1,7)**	**(0,1)**	**(1,0)**	**(0,2)**	**1,2**	**1,7**	***6,6%***	***54,6%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,3)		
EBITDA recurrente	**(1,7)**	**(2,4)**	**(0,3)**	**(1,3)**	**(0,2)**	**1,2**	**1,9**	***7,6%***	***50,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,1)	(1,0)	0,1	0,4	(0,8)	(1,8)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,8)**	**(3,4)**	**(0,2)**	**(1,0)**	**(1,0)**	**(0,6)**	**1,8**	***29,3%***	***56,0%***
- CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(2,9)**	**(3,5)**	**(0,2)**	**(1,0)**	**(1,2)**	**(1,1)**	**1,1**	***28,9%***	***45,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-101,6%*	*-18,8%*	*94,5%*	*-447,8%*	*-16,8%*	*6,3%*	*197,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,0)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	0,9	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,9)**	**(3,5)**	**(0,2)**	**(0,1)**	**(1,2)**	**(1,1)**	**1,1**	***68,2%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-101,6%*	*-18,8%*	*94,4%*	*51,5%*	*n.a.*	*6,3%*	*197,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,9%*		

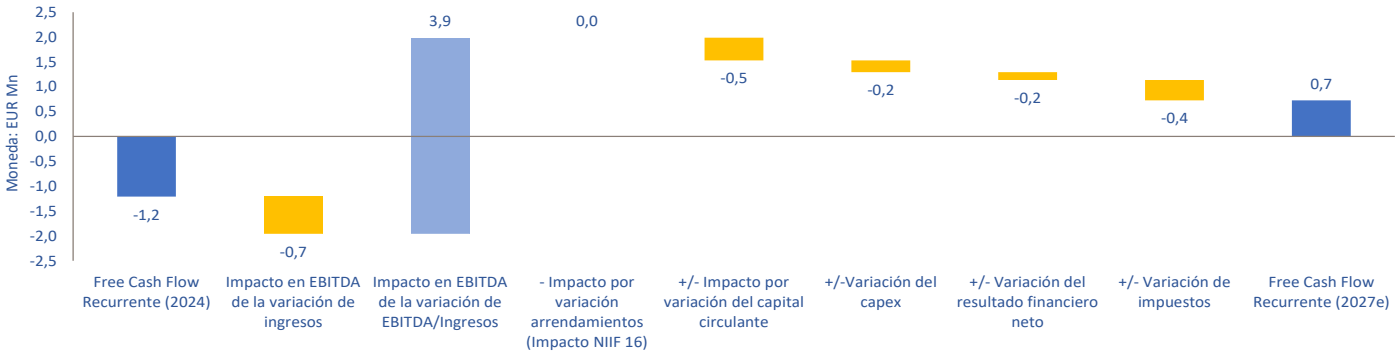
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

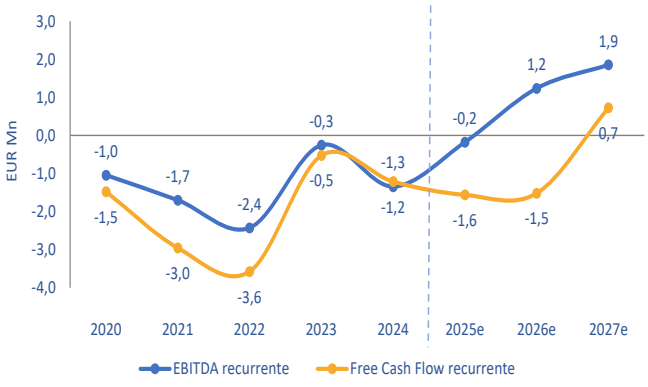
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



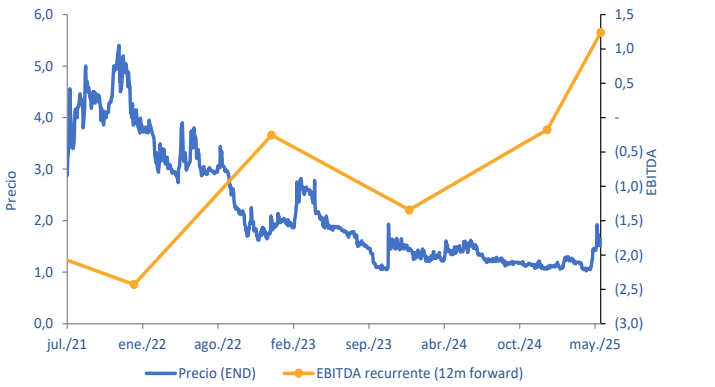
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	52,1	26,7	12,8	54,2	-46,4	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	42,4	16,4	-9,6	26,8	-67,2	n.a.
vs Euro STOXX 50	45,6	30,3	6,6	41,8	-62,7	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	38,7	15,6	-1,2	25,0	-54,2	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	45,9	20,7	6,7	36,4	-48,7	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	43,4	23,7	15,5	48,0	-40,4	n.a.
vs Sector						
vs Factset Europe Electrical Products	39,1	24,2	4,4	38,1	-68,2	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,2)**	**(1,1)**	**1,1**	**15,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**18,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**4,0**	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,7%	D	=	=
WACC	**9,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,7%**	**10,8%**
G "Razonable"	**2,5%**		**2,5%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	18,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	4,0	Lighthouse
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 6m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**22,8**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	9,0%
FCF Yield - WACC	n.a.	-4,8%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	6,5%	1,4	16,7x
Central	5,9%	1,2	18,4x
Min	5,3%	1,1	20,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	1,3%	1,4%	1,5%
1,4	(1,4)	(1,4)	(1,4)
1,2	(1,5)	(1,5)	(1,5)
1,1	(1,6)	(1,6)	(1,7)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Lithium batteries				
	EUR Mn	Enersys	Fluence	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ENS-US	FLNC-US	FLUX-US		END-ES
	País	USA	USA	USA		Spain
	Market cap	2.772,4	783,8	25,4		18,5
	Enterprise value (EV)	3.532,7	498,8	37,0		22,8
Información financiera básica	Total Ingresos	3.262,0	2.437,2	58,4		10,5
	Cto.Total Ingresos	*2,3%*	*2,5%*	*8,9%*	*2,4%*	*67,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*25,6%*	*17,2%*	*25,6%*	*59,3%*
	EBITDA	526,6	9,4	(2,4)		(0,2)
	Cto. EBITDA	*0,9%*	*n.a.*	*51,4%*	*0,9%*	*83,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*16,1%*	*0,4%*	*n.a.*	*8,3%*	*n.a.*
	EBIT	435,0	(28,1)	(4,6)		(0,2)
	Cto. EBIT	*0,5%*	*n.a.*	*21,3%*	*0,5%*	*82,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*n.a.*	*77,1%*	*n.a.*	*n.a.*
	EBIT/Ingresos	*13,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*13,3%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	332,9	(31,6)	(6,0)		(0,4)
	Cto. Beneficio Neto	*3,8%*	*n.a.*	*18,9%*	*3,8%*	*66,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*95,8%*	*61,4%*	*95,8%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*3,6%*	*0,9%*	*1,2%*	*2,3%*	*2,4%*
	Free Cash Flow	290,6	(238,4)	(1,2)		(1,6)
	Deuda financiera Neta	n.a.	(233,5)	10,3		3,9
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Pay-out	*10,2%*	*0,0%*	*n.a.*	*5,1%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,1	n.a.	n.a.	8,1	n.a.
	P/BV (x)	1,4	1,5	n.a.	1,5	14,2
	EV/Ingresos (x)	1,1	0,2	0,6	0,6	2,2
	EV/EBITDA (x)	6,7	n.a.	n.a.	6,7	n.a.
	EV/EBIT (x)	8,1	n.a.	n.a.	8,1	n.a.
	ROE	*17,5*	*n.a.*	*n.a.*	*17,5*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*10,5*	*n.a.*	*n.a.*	*10,5*	*n.a.*
	DPA	*0,86*	*0,00*	*n.a.*	*0,43*	*0,00*
	Dvd Yield	*1,2%*	*0,0%*	*n.a.*	*0,6%*	*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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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 opera +13 MW y cuenta con un pipeline de 4,8 GW fotovoltaicos y 13,2 GWh de BESS (Battery Energy Storage System) 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)	110,9	125,8
EV (Mn EUR y USD)	184,0	208,8
Número de Acciones (Mn)	39,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,20 / 3,32 / 2,25	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación(1)	3,6	
Factset / Bloomberg	ENRS-ES / ENRS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

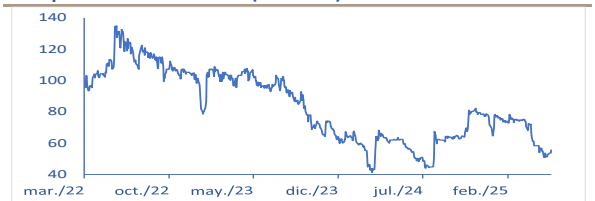
Estructura Accionarial (%)(3)

Joatham Grange	13,6
Antoni Gasch	13,5
Jordi Berini	12,1
Alejandro Alorda	8,9
Free Float	32,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	38,9	39,0	39,0	39,0
Total Ingresos	3,1	2,5	3,7	4,9
EBITDA Rec.	-6,8	-5,1	-4,4	-3,8
% Var.	*81,5*	*24,7*	*12,6*	*14,2*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*3,9*	*10,8*	*5,7*	*5,2*
Beneficio neto	-23,0	-13,4	-5,8	-6,1
BPA (EUR)	-0,59	-0,34	-0,15	-0,16
% Var.	*43,1*	*41,8*	*56,7*	*-5,5*
BPA ord. (EUR)	-0,63	-0,42	-0,45	-0,45
% Var.	*41,3*	*33,3*	*-6,6*	*-1,8*
Free Cash Flow Rec.	-35,8	-29,2	-27,5	-28,5
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	56,2	82,5	98,4	115,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	*n.a.*	*108,1*	*26,4*	*21,9*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*4,0*	*3,8*

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	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	*2,9*	*-26,0*	*-3,6*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.
(3) Otros: Tomás Casanovas 8,3%, Alternative Green Energy 6,1%, Javier García - Mateo 5,1%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Un 2024 marcado el abandono del negocio de EPC. Con unos ingresos 2024 de EUR 3,1 Mn (-81,0% vs 2023; excluyendo la venta de activos por EUR 2,1 Mn). 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. Se reducen significativamente las pérdidas a nivel EBIT (EUR -8,9 Mn vs EUR -29,6 Mn 2023) debido (esencialmente) a una reducción de costes de estructura.

Con unos ingresos estimados en 2025e de EUR 2,5 Mn…, 100% procedentes del negocio de generación (IPP). Para cierre de 2025e estimamos una cartera de 20 MW en operación vs 13 MW a cierre de 2024. Estimamos un impacto de EUR 2,9 Mn en P&L por venta de activos (reconocido como ingreso no recurrente).

… y un EBIT de EUR -5,6 Mn, 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 todavía, 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 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 4,8 GW solares y 13,2 GWh de almacenamiento. Actualmente, en varias fases de desarrollo, distribuidos en Latam (Brasil, Chile; 34% pipeline) y Europa (España e Italia; 66%). De la cartera de proyectos el 7% está en operación, el 24% en backlog, 43% en estado avanzado y el 27% en early stage.

Sector tendente a la concentración y sujeto a la volatilidad del precio de la energía. Desajustes temporales de oferta y demanda originan una mayor volatilidad de los precios (en la actualidad se aprecia un número creciente de horas con precio cero en el mercado mayorista). Pudiendo acelerar la concentración en el sector.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento muy elevado. A cierre de 2024, la deuda neta de ENRS se situó en EUR 56,2 Mn (vs EUR 47,6 Mn en 2023 y EUR 16,3 Mn en 2022). Que supone un múltiplo DN/Patrimonio neto (incluyendo minoritarios) 2024 de 6,8x. ENRS ha anunciado la (i) refinanciación de EUR 15 Mn, (ii) entrada en el accionariado de Laurion Group (c.13% del capital), (iii) ampliación de capital por EUR c.4 Mn y (iv) nueva póliza de crédito por EUR 25 Mn para financiar y continuar con el plan de negocio (Plan Impulsa y nuevo plan estratégico 2025-2028). Debido al interés en acelerar el plan de negocio, no descartan recurrir a los mercados de deuda y equity en el corto plazo (lo que, inevitablemente, implicaría 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) y (ii) la estrategia de rotación de activos (de menor recurrencia).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Todo pivota sobre la ejecución. La evolución del pipeline de generación y la rotación de activos serán los principales catalizadores para la acción. Único modo de justificar e incrementar la cotización actual. ENRS entra en una nueva etapa tras abandonar EPC, con un P&L más reducido, pero potencialmente más rentable. El mercado sigue penalizando el valor (-12m: -3,6 % absoluto, -22,7% vs IBEX 35), reflejo de la incertidumbre por las pérdidas acumuladas, el cambio de modelo y la debilidad sectorial. En 2025e, el newsflow sobre avances en generación será determinante.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial			0,2	0,5	0,4	0,6	0,8	1,1
Inmovilizado material			21,3	29,2	27,0	28,2	31,2	33,9
Otros activos no corrientes			3,6	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero			3,5	3,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	-	-	-	-
Activo circulante			47,8	41,0	58,1	71,0	79,3	88,7
Total activo			**76,4**	**73,9**	**86,0**	**100,4**	**111,9**	**124,2**
Patrimonio neto			44,2	6,5	(5,7)	(19,1)	(25,0)	(31,1)
Minoritarios			(0,0)	(0,0)	14,0	14,0	14,0	13,9
Provisiones y otros pasivos a LP			1,2	2,7	3,5	3,5	3,5	3,5
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta			16,3	47,6	56,2	82,5	98,4	115,3
Pasivo circulante			14,7	17,2	18,1	19,6	21,1	22,6
Total pasivo			**76,4**	**73,9**	**86,0**	**100,4**	**111,9**	**124,2**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 22-24	TACC 24-27e
Total Ingresos			**31,9**	**16,5**	**3,1**	**2,5**	**3,7**	**4,9**	***-68,6%***	***16,0%***
Cto.Total Ingresos			*n.a.*	*-48,2%*	*-81,0%*	*-21,9%*	*50,0%*	*33,3%*		
OPEX			(45,9)	(53,0)	(9,9)	(7,5)	(8,1)	(8,7)		
EBITDA recurrente			**(14,0)**	**(36,5)**	**(6,8)**	**(5,1)**	**(4,4)**	**(3,8)**	***30,5%***	***17,4%***
Cto.EBITDA recurrente			*n.a.*	*-160,9%*	*81,5%*	*24,7%*	*12,6%*	*14,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(2,3)	2,9	1,3	2,9	11,6	11,6		
EBITDA			**(16,3)**	**(33,6)**	**(5,4)**	**(2,2)**	**7,1**	**7,8**	***42,3%***	***50,8%***
Depreciación y provisiones			(2,8)	(4,0)	(3,7)	(3,7)	(4,0)	(4,4)		
Gastos capitalizados			4,9	8,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			**(14,1)**	**(29,6)**	**(8,9)**	**(5,6)**	**3,4**	**3,6**	***20,5%***	***34,0%***
Cto.EBIT			*n.a.*	*-109,1%*	*69,8%*	*36,9%*	*159,9%*	*6,9%*		
EBIT / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*91,9%*	*73,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,9)	(7,3)	(14,2)	(7,8)	(9,2)	(9,8)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			**(15,1)**	**(36,9)**	**(23,1)**	**(13,5)**	**(5,8)**	**(6,2)**	***-23,8%***	***35,7%***
Cto.Beneficio ordinario			*n.a.*	*-144,9%*	*37,4%*	*41,7%*	*56,7%*	*-5,5%*		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			**(15,1)**	**(36,9)**	**(23,1)**	**(13,5)**	**(5,8)**	**(6,2)**	***-23,8%***	***35,7%***
Impuestos			1,4	(1,9)	0,1	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios			0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			**(13,7)**	**(38,8)**	**(23,0)**	**(13,4)**	**(5,8)**	**(6,1)**	***-29,5%***	***35,6%***
Cto.Beneficio neto			*n.a.*	*-182,8%*	*40,7%*	*41,6%*	*56,7%*	*-5,5%*		
Beneficio ordinario neto			**(12,7)**	**(39,8)**	**(24,4)**	**(16,3)**	**(17,4)**	**(17,7)**	***-38,4%***	***10,1%***
Cto. Beneficio ordinario neto			*n.a.*	*-213,1%*	*38,8%*	*33,0%*	*-6,6%*	*-1,8%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 22-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**(5,1)**	**(4,4)**	**(3,8)**	***30,5%***	***17,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(11,4)	(6,8)	(7,9)		
Cash Flow operativo recurrente						**-16,5**	**-11,3**	**-11,7**	***30,0%***	***20,2%***
CAPEX						(4,9)	(7,0)	(7,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(7,8)	(9,2)	(9,8)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(29,2)**	**(27,5)**	**(28,5)**	***25,9%***	***7,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						2,9	11,6	11,6		
Free Cash Flow						**(26,3)**	**(15,9)**	**(16,9)**	***55,4%***	***-17,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**26,3**	**15,9**	**16,9**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

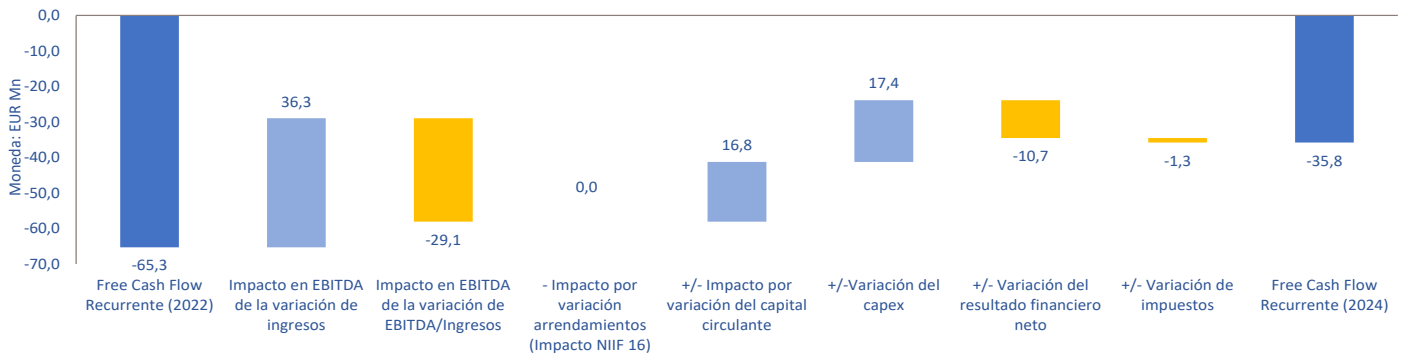
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 22-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente		**(14,0)**	**(36,5)**	**(6,8)**	**(5,1)**	**(4,4)**	**(3,8)**	***30,5%***	***17,4%***
Cto.EBITDA recurrente		*n.a.*	*-160,9%*	*81,5%*	*24,7%*	*12,6%*	*14,2%*		
EBITDA rec. / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(33,1)	9,4	(16,3)	(11,4)	(6,8)	(7,9)		
= Cash Flow operativo recurrente		**(47,1)**	**(27,1)**	**(23,1)**	**(16,5)**	**(11,3)**	**(11,7)**	***30,0%***	***20,2%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente		*n.a.*	*42,5%*	*14,7%*	*28,7%*	*31,6%*	*-4,1%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- CAPEX		(18,6)	(4,2)	(1,2)	(4,9)	(7,0)	(7,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,9)	(4,2)	(11,6)	(7,8)	(9,2)	(9,8)		
- Impuestos		1,4	(1,9)	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente		**(65,3)**	**(37,4)**	**(35,8)**	**(29,2)**	**(27,5)**	**(28,5)**	***25,9%***	***7,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente		*n.a.*	*42,8%*	*4,1%*	*18,5%*	*5,9%*	*-3,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros		-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		(1,3)	0,2	2,7	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		14,3	6,0	22,7	2,9	11,6	11,6		
= Free Cash Flow		**(52,3)**	**(31,2)**	**(10,4)**	**(26,3)**	**(15,9)**	**(16,9)**	***55,4%***	***-17,5%***
Cto. Free Cash Flow		*n.a.*	*40,5%*	*66,6%*	*-152,6%*	*39,6%*	*-6,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		**-**	**(65,3)**	**(37,4)**	**(35,8)**	**(29,2)**	**(27,5)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		n.a.	6,7	29,6	1,5	(2,5)	(1,5)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		n.a.	(29,3)	0,2	0,2	3,2	2,1
= Variación EBITDA recurrente		**n.a.**	**(22,5)**	**29,7**	**1,7**	**0,6**	**0,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante		(33,1)	42,5	(25,8)	5,0	4,6	(1,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		**(33,1)**	**20,0**	**4,0**	**6,6**	**5,2**	**(0,5)**
+/-Variación del CAPEX		(18,6)	14,3	3,1	(3,7)	(2,1)	-
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,9)	(3,3)	(7,4)	3,8	(1,4)	(0,6)
+/- Variación de impuestos		1,4	(3,2)	1,9	(0,1)	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente		**(51,3)**	**27,9**	**1,5**	**6,6**	**1,7**	**(1,0)**
Free Cash Flow Recurrente		**(51,3)**	**(37,4)**	**(35,8)**	**(29,2)**	**(27,5)**	**(28,5)**

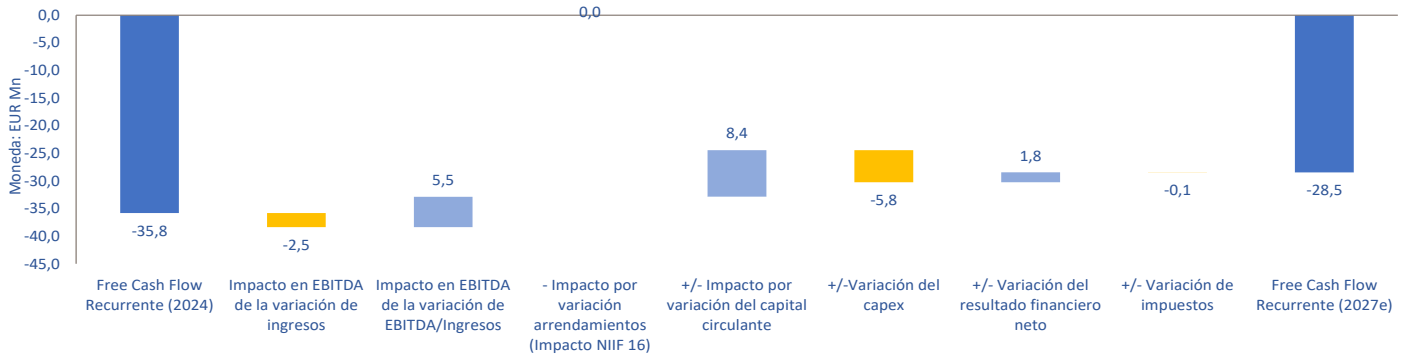
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 22-24	TACC 24-27e
EBIT		**(14,1)**	**(29,6)**	**(8,9)**	**(5,6)**	**3,4**	**3,6**	***20,5%***	***34,0%***
** Tasa fiscal teórica*		*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		**(14,0)**	**(36,5)**	**(6,8)**	**(5,1)**	**(4,4)**	**(3,8)**	***30,5%***	***17,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(33,1)	9,4	(16,3)	(11,4)	(6,8)	(7,9)		
= Cash Flow operativo recurrente		**(47,1)**	**(27,1)**	**(23,1)**	**(16,5)**	**(11,3)**	**(11,7)**	***30,0%***	***20,2%***
- CAPEX		(18,6)	(4,2)	(1,2)	(4,9)	(7,0)	(7,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		**(65,7)**	**(31,3)**	**(24,3)**	**(21,4)**	**(18,3)**	**(18,7)**	***39,2%***	***8,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente		*n.a.*	*52,3%*	*22,5%*	*12,0%*	*14,6%*	*-2,5%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones		(1,3)	0,2	2,7	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		14,3	6,0	22,7	2,9	11,6	11,6		
= Free Cash Flow "To the Firm"		**(52,7)**	**(25,1)**	**1,1**	**(18,5)**	**(6,7)**	**(7,1)**	***42,2%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)		*n.a.*	*52,4%*	*104,5%*	*n.a.*	*63,9%*	*-6,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)		*n.a.*	*n.a.*	*0,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

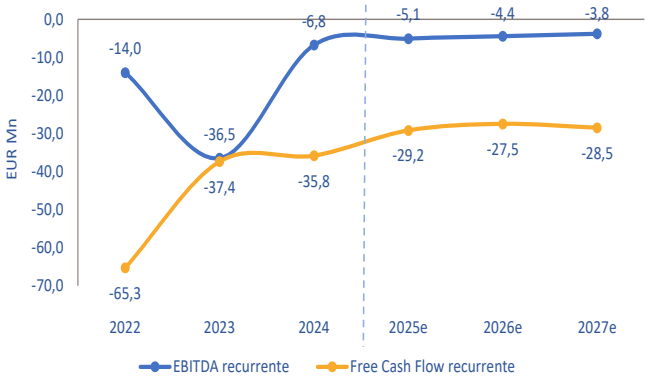
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



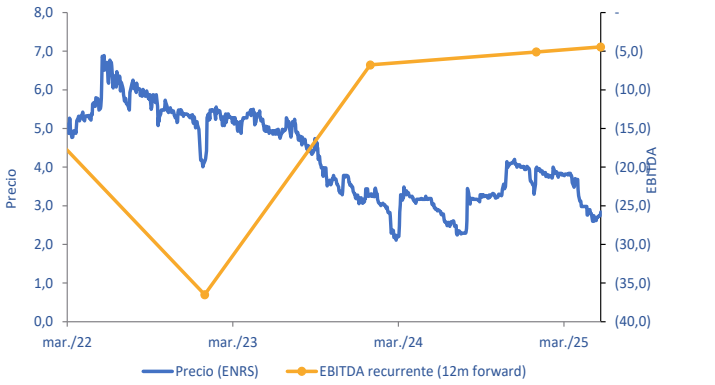
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,9	-26,0	-3,6	-28,3	-58,2	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,6	-32,1	-22,7	-41,0	-74,4	n.a.
vs Euro STOXX 50	-1,5	-24,0	-8,8	-34,1	-70,9	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,1	-32,5	-15,5	-41,9	-64,3	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	-1,3	-29,5	-8,8	-36,6	-60,0	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,0	-27,8	-1,3	-31,2	-53,5	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-1,6	-36,2	-17,0	-38,6	-62,1	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(18,5)**	**(6,7)**	**(7,1)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**110,9**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**56,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	66,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,6%	D	=	=
WACC	**8,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,0%**	**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	110,9	
+ Minoritarios	14,0	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,5	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	56,2	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**184,0**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	-5,0%
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	-133,0%	(4,9)	-37,6x
Central	-120,9%	(4,4)	-41,4x
Min	-108,8%	(4,0)	-46,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	171,3%	190,3%	209,3%
(4,9)	(27,2)	(27,9)	(28,6)
(4,4)	(26,8)	(27,5)	(28,2)
(4,0)	(26,3)	(27,0)	(27,7)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Renovables españolas				Renovables internacionales con presencia emergentes			
	EUR Mn	Solaria	Grenergy	Ecoener	Average	Voltalia	Scatec	Average	ENRS
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SLR-ES	GRE-ES	ENER-ES		VLTSA-FR	SCATC-NO		ENRS-ES
	País	Spain	Spain	Spain		France	Norway		Spain
	Market cap	814,9	1.646,3	264,8		1.072,2	1.186,6		110,9
	Enterprise value (EV)	1.906,7	2.411,8	700,5		3.069,6	3.298,1		184,0
Información financiera básica	Total Ingresos	239,6	676,6	111,8		583,5	565,7		2,5
	Cto.Total Ingresos	*35,4%*	*27,3%*	*36,7%*	*33,1%*	*6,7%*	*48,6%*	*27,7%*	*-21,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*22,3%*	*14,0%*	*26,7%*	*21,0%*	*15,4%*	*9,6%*	*12,5%*	*41,4%*
	EBITDA	206,7	214,6	63,8		243,8	363,9		(2,2)
	Cto. EBITDA	*2,6%*	*56,2%*	*83,9%*	*47,6%*	*13,4%*	*29,8%*	*21,6%*	*59,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*17,3%*	*19,7%*	*33,9%*	*23,6%*	*23,1%*	*9,8%*	*16,5%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*86,3%*	*31,7%*	*57,1%*	*58,4%*	*41,8%*	*64,3%*	*53,0%*	*n.a.*
	EBIT	158,1	174,4	45,6		121,5	255,8		(5,6)
	Cto. EBIT	*0,3%*	*54,1%*	*172,9%*	*75,8%*	*35,8%*	*41,7%*	*38,8%*	*36,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*15,7%*	*13,8%*	*32,0%*	*20,5%*	*32,7%*	*7,9%*	*20,3%*	*62,5%*
	EBIT/Ingresos	*66,0%*	*25,8%*	*40,8%*	*44,2%*	*20,8%*	*45,2%*	*33,0%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	85,0	116,4	15,6		5,3	88,4		(13,4)
	Cto. Beneficio Neto	*-4,1%*	*94,7%*	*60,4%*	*50,3%*	*125,2%*	*-22,5%*	*51,4%*	*41,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*14,7%*	*-5,3%*	*32,2%*	*13,9%*	*n.a.*	*-21,1%*	*-21,1%*	*32,4%*
	CAPEX/Ventas	*129,8%*	*99,2%*	*161,2%*	*130,1%*	*87,5%*	*53,3%*	*70,4%*	*199,8%*
	Free Cash Flow	(244,4)	(486,8)	(147,8)		(402,0)	33,2		(26,3)
	Deuda financiera Neta	1.321,7	864,7	643,1		2.331,1	2.119,0		82,5
	DN/EBITDA (x)	6,4	4,0	10,1	6,8	9,6	5,8	7,7	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*13,7%*	*4,6%*	*60,6%*	*0,0%*	*30,3%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	9,6	13,7	13,8	12,3	n.a.	13,9	13,9	n.a.
	P/BV (x)	1,2	2,7	1,8	1,9	1,0	1,1	1,1	n.a.
	EV/Ingresos (x)	8,0	3,6	6,3	5,9	5,3	5,8	5,5	n.a.
	EV/EBITDA (x)	9,2	11,2	11,0	10,5	12,6	9,1	10,8	n.a.
	EV/EBIT (x)	12,1	13,8	15,4	13,7	25,3	12,9	19,1	n.a.
	ROE	*12,2*	*19,5*	*12,7*	*14,8*	*0,3*	*8,1*	*4,2*	*108,1*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,8*	*2,8*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,04*	*0,01*	*0,02*	*0,00*	*0,01*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*0,8%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,0%*	*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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	275,2	312,2
EV (Mn EUR y USD)	427,9	485,5
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,94 / 3,45 / 2,73	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,21	
Rotación(1)	19,3	
Factset / Bloomberg	ECR-ES / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

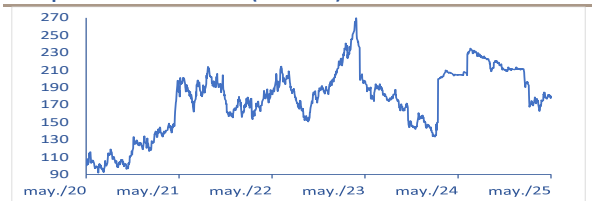
Estructura Accionarial (%)(3)

Joan Casas Galofre	6,0
Víctor Manuel Rodríguez Martin	6,1
Dimensional Fund Advisors, L.P.	5,0
Montserrat Garcia Pruns	3,6
Free Float	76,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	91,4	91,4	91,4	91,4
Total Ingresos	692,8	685,8	787,1	802,6
EBITDA Rec.	28,0	10,0	58,9	62,1
% Var.	*-40,6*	*-64,2*	*487,7*	*5,3*
% EBITDA Rec./Ing.	*4,0*	*1,5*	*7,5*	*7,7*
% Var EBITDA sector (2)	*-1,4*	*8,3*	*11,7*	*5,2*
Beneficio neto	-11,7	-21,8	16,8	19,3
BPA (EUR)	-0,13	-0,24	0,18	0,21
% Var.	*-143,4*	*-85,9*	*177,5*	*14,6*
BPA ord. (EUR)	-0,14	-0,30	0,18	0,21
% Var.	*-250,6*	*-109,1*	*162,0*	*14,6*
Free Cash Flow Rec.	-47,9	-15,6	7,1	11,2
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*33,0*	*33,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,06	0,07
Deuda financiera neta	121,6	137,2	130,0	124,4
DN / EBITDA Rec.(x)	4,3	13,7	2,2	2,0
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*5,1*	*5,6*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*4,4*	*4,7*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	16,3	14,3
PER Ordinario	n.a.	n.a.	16,3	14,3
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*2,0*	*2,3*
EV/Ventas	0,62	0,62	0,54	0,53
EV/EBITDA Rec.	15,3	42,7	7,3	6,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	15,8	14,3
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*2,6*	*4,1*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-1,5*	*-7,4*	*-12,4*	*79,4*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.
(3) Otros: Samson Rock Event Driven Fund 1,4%, Blackrock INC 1,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

1T 2025: continua la caída de ingresos por el pésimo momentum del sector. Las ventas alcanzan los EUR 184,5Mn (-2,2%). Por divisiones destaca la caída del -5,0% de derivados del cloro (56% del mix) y -2,1% en química intermedia (27% del mix). Solo farma (+15,7%) crece con claridad. Malos resultados explicados exclusivamente por la debilidad de la demanda (especialmente en construcción y autos) que en un contexto de exceso de oferta no permite crecer (caída del volumen del -8,2%).

2025 será un mal año: "casi igual" a 2024. La caída de ingresos en un contexto de altos costes de las materias primas y, muy especialmente, de la energía (1T 2025: electricidad, +42,0% y gas, +10,2%) lleva a un desplome del EBITDA 1T25 que cae a break even (vs EUR 14,3Mn 1T24). Y arrastra el Beneficio Neto a pérdidas de EUR -12,2Mn (vs EUR 3,1Mn 1T24). Tanto la debilidad de la demanda como la presión en costes y márgenes tendrán continuidad en el resto del ejercicio. Haciendo de 2025 un año "valle" absoluto, prolongando/agravando las pérdidas de 2024. La recuperación se retrasa, al menos, a 2026.

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

Diversificación y generación de FCF. ECR es una compañía con alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro. Aunque cuenta con un plan de inversión orientado a potenciar la división de química intermedia y farmacia, y el segmento de potabilización de aguas (lo que reducirá la fuerte dependencia del ciclo cloro-sosa). Fuera de años "valle" (2024-2025), la capacidad de generación de EBITDA y de conversión en FCF es muy elevada.

OPA´s en vigor. En marzo de 2024 Bondalti Ibérica (química portuguesa) lanza una OPA por el 100% de ECR y un objetivo mínimo del 75% al precio de EUR 3,505/acc. Contra OPA posterior de Esseco (química italiana) en las mismas condiciones y precio de EUR 3,745/acc. Ambas OPA´s determinan la cotización actual y el futuro de ECR. En lo esencial, ponen de manifiesto el atractivo de ECR como alternativa de crecimiento no orgánico para otras compañías del sector. ECR es un valor escaso y ese factor es estructural y siempre favorable para la cotización. Es decir: en el caso (improbable) de fracaso de las OPA´s actuales, la "escasez" (*scarcity*) de ECR seguirá cotizando.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevada sensibilidad del negocio a la fluctuación de precios de determinadas materias primas. En los ingresos, destaca la sensibilidad a variaciones en el precio del PVC y la sosa, y en los costes, el precio de la electricidad, el EDC, el etileno y el metanol. Riesgos que explican el "valle" de resultados del período 2024-2025.

Retirada o fracaso de las OPA´s presentadas. La cotización hoy depende de la vigencia de las OPA´s de Bondalti y Esseco. Nuestro escenario central es el éxito de una de las dos. Pero su retirada o fracaso tendría un efecto muy negativo en la cotización.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Pese al pésimo momentum de negocio solo importan las OPA´s. 2025 es un *annus horribilis* para el sector químico global. Pero la acción de ECR no lo cotizará y seguirá "sujeta" por las OPA´s de Bondalti (EUR 3,505/acc.) y Esseco (EUR 3,745/acc.). Con la acción cotizando un c.-20% por debajo de la mejor oferta.

Mejora de las actuales ofertas. Tras el paso de ambas OPA´s a fase 2 en la autoridad de la competencia (CNMC) todo el proceso se ralentiza. Sería esperable un dictamen de CNMC en julio o septiembre. Tras el que deberá dar su autorización la CNMV. En un proceso que podría prolongarse hasta el 1T26. El pésimo momentum del sector incrementa el atractivo de las ofertas (pese a que estas siguen lejos del valor fundamental de ECR en base a su potencial en el punto medio del ciclo, y que estimamos en EUR 4,7/acc.). Y el escenario central sigue siendo el de una "guerra de OPA´s" con mejora de las actuales ofertas.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	16,1	17,7	31,3	29,2	30,6	31,4	32,2	33,0
Inmovilizado material	311,3	324,5	341,5	345,1	343,6	346,9	352,0	356,7
Otros activos no corrientes	38,9	35,7	34,4	40,6	41,5	41,5	41,5	41,5
Inmovilizado financiero	28,8	29,0	39,2	57,0	37,9	39,5	41,1	42,7
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	148,6	248,9	239,9	170,2	208,9	192,5	210,4	213,8
Total activo	**543,6**	**655,8**	**686,2**	**642,1**	**662,4**	**651,9**	**677,2**	**687,7**
Patrimonio neto	284,2	331,6	360,7	363,1	341,2	319,5	336,3	350,1
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	55,8	67,6	86,6	83,6	75,6	75,6	75,6	75,6
Otros pasivos no corrientes	9,1	6,2	12,3	9,3	14,0	14,0	14,0	14,0
Deuda financiera neta	75,7	59,6	62,8	80,8	121,6	137,2	130,0	124,4
Pasivo circulante	118,8	190,8	163,8	105,3	110,0	105,6	121,2	123,6
Total pasivo	**543,6**	**655,8**	**686,2**	**642,1**	**662,4**	**651,8**	**677,2**	**687,7**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**579,3**	**811,8**	**1.052,5**	**755,4**	**692,8**	**685,8**	**787,1**	**802,6**	***4,6%***	***5,0%***
Cto.Total Ingresos	*-14,6%*	*40,1%*	*29,6%*	*-28,2%*	*-8,3%*	*-1,0%*	*14,8%*	*2,0%*		
Coste de ventas	(348,3)	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(442,7)	(462,9)	(504,5)	(514,5)		
Margen Bruto	**230,9**	**286,3**	**359,9**	**260,8**	**250,1**	**222,9**	**282,6**	**288,1**	***2,0%***	***4,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*39,9%*	*35,3%*	*34,2%*	*34,5%*	*36,1%*	*32,5%*	*35,9%*	*35,9%*		
Gastos de personal	(84,3)	(83,6)	(89,6)	(91,6)	(101,0)	(95,6)	(97,1)	(98,1)		
Otros costes de explotación	(98,4)	(109,4)	(128,2)	(122,0)	(121,1)	(117,3)	(126,5)	(127,9)		
EBITDA recurrente	**48,2**	**93,3**	**142,1**	**47,1**	**28,0**	**10,0**	**58,9**	**62,1**	***-12,7%***	***30,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*-16,9%*	*93,4%*	*52,3%*	*-66,8%*	*-40,6%*	*-64,2%*	*487,7%*	*5,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*8,3%*	*11,5%*	*13,5%*	*6,2%*	*4,0%*	*1,5%*	*7,5%*	*7,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,9)	(0,4)	(20,2)	(3,8)	0,7	-	-	-		
EBITDA	**47,3**	**92,9**	**121,9**	**43,3**	**28,7**	**10,0**	**58,9**	**62,1**	***-11,8%***	***29,3%***
Depreciación y provisiones	(27,4)	(25,2)	(23,4)	(23,5)	(25,0)	(24,6)	(25,0)	(25,3)		
Gastos capitalizados	2,3	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,3)	(6,3)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(7,5)	(7,7)	(7,6)		
EBIT	**14,9**	**61,8**	**92,2**	**13,0**	**(3,2)**	**(21,3)**	**27,1**	**29,9**	***-22,0%***	***n.a.***
Cto.EBIT	*-52,1%*	*314,0%*	*49,0%*	*-85,9%*	*-124,5%*	*-566,2%*	*227,2%*	*10,3%*		
EBIT / Ingresos	*2,6%*	*7,6%*	*8,8%*	*1,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,4%*	*3,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(8,5)	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(10,7)	(7,5)	(7,7)	(7,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,5	0,6	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6		
Beneficio ordinario	**7,0**	**59,3**	**88,0**	**5,0**	**(12,3)**	**(27,2)**	**21,1**	**24,1**	***-39,3%***	***58,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*-72,2%*	*749,1%*	*48,3%*	*-94,3%*	*-344,3%*	*-121,1%*	*177,5%*	*14,6%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**7,0**	**59,3**	**88,0**	**5,0**	**(12,3)**	**(27,2)**	**21,1**	**24,1**	***-39,3%***	***58,2%***
Impuestos	(0,7)	(9,9)	(17,3)	23,8	0,6	5,4	(4,2)	(4,8)		
Tasa fiscal efectiva	*10,4%*	*16,7%*	*19,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-	-		
Beneficio neto	**6,3**	**43,3**	**63,0**	**27,6**	**(11,7)**	**(21,8)**	**16,8**	**19,3**	***-40,3%***	***54,0%***
Cto.Beneficio neto	*-79,8%*	*592,0%*	*45,5%*	*-56,2%*	*-142,4%*	*-85,9%*	*177,5%*	*14,6%*		
Beneficio ordinario neto	**7,1**	**49,7**	**86,9**	**8,8**	**(13,0)**	**(27,2)**	**16,8**	**19,3**	***-40,0%***	***51,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-65,8%*	*603,6%*	*74,7%*	*-89,8%*	*-247,1%*	*-109,2%*	*162,0%*	*14,6%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**10,0**	**58,9**	**62,1**	***-12,7%***	***30,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,5)	(7,7)	(7,6)		
Var.capital circulante						12,0	(2,3)	(1,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**14,5**	**49,0**	**53,4**	***-21,5%***	***80,7%***
CAPEX						(28,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(7,5)	(7,7)	(7,4)		
Impuestos						5,4	(4,2)	(4,8)		
Free Cash Flow Recurrente						**(15,6)**	**7,1**	**11,2**	***-37,2%***	***30,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(15,6)**	**7,1**	**11,2**	***-35,2%***	***30,8%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	(5,6)		
Variación de Deuda financiera neta						**15,6**	**(7,1)**	**(5,6)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

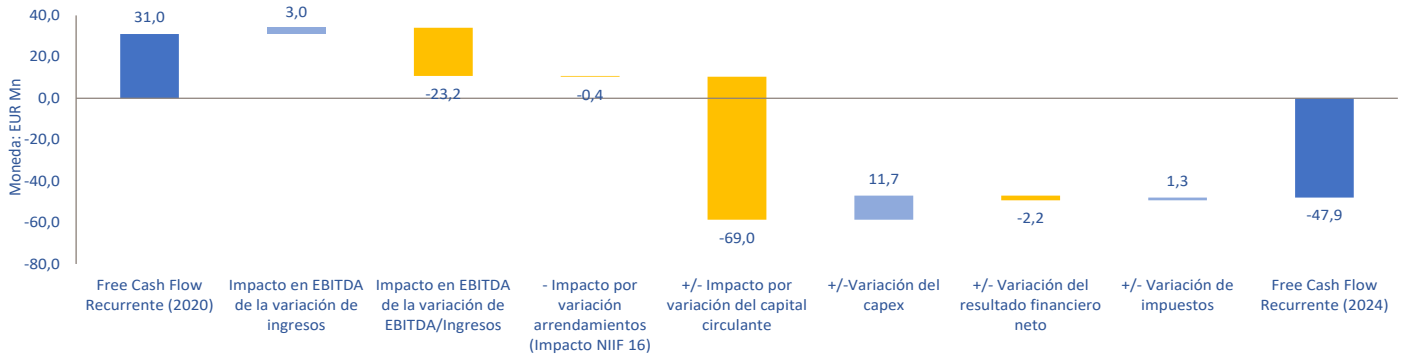
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**93,3**	**142,1**	**47,1**	**28,0**	**10,0**	**58,9**	**62,1**	***-33,0%***	***30,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*93,4%*	*52,3%*	*-66,8%*	*-40,6%*	*-64,2%*	*487,7%*	*5,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*11,5%*	*13,5%*	*6,2%*	*4,0%*	*1,5%*	*7,5%*	*7,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,7)	(7,5)	(7,7)	(7,6)		
+/- Var. Capital circulante	(28,3)	(18,0)	11,2	(34,0)	12,0	(2,3)	(1,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**58,7**	**117,0**	**50,2**	**(13,7)**	**14,5**	**49,0**	**53,4**	***-30,7%***	***80,7%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-22,7%*	*99,4%*	*-57,1%*	*-127,2%*	*205,8%*	*238,4%*	*9,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*7,2%*	*11,1%*	*6,6%*	*n.a.*	*2,1%*	*6,2%*	*6,7%*		
- CAPEX	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(24,1)	(28,0)	(30,0)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(10,7)	(7,5)	(7,7)	(7,4)		
- Impuestos	(9,9)	(17,3)	(5,3)	0,6	5,4	(4,2)	(4,8)		
= Free Cash Flow recurrente	**6,0**	**41,4**	**11,4**	**(47,9)**	**(15,6)**	**7,1**	**11,2**	***n.a.***	***30,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-80,5%*	*585,0%*	*-72,5%*	*-520,4%*	*67,5%*	*145,7%*	*57,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*0,7%*	*3,9%*	*1,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,9%*	*1,4%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	16,5	(22,0)	(3,8)	0,7	-	-	-		
= Free Cash Flow	**22,6**	**19,4**	**6,4**	**(47,2)**	**(15,6)**	**7,1**	**11,2**	***-59,9%***	***30,8%***
Cto. Free Cash Flow	*-35,9%*	*-14,0%*	*-67,2%*	*-839,9%*	*67,0%*	*145,7%*	*57,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*2,2%*	*15,1%*	*4,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*4,1%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*8,2%*	*7,1%*	*2,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*4,1%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**31,0**	**6,0**	**41,4**	**11,4**	**(47,9)**	**(15,6)**	**7,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	19,4	27,7	(40,1)	(3,9)	(0,3)	1,5	1,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	25,7	21,1	(54,9)	(15,2)	(17,7)	47,4	2,0
= Variación EBITDA recurrente	**45,1**	**48,8**	**(95,0)**	**(19,1)**	**(18,0)**	**48,9**	**3,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	1,0	(0,8)	(1,0)	0,4	0,2	(0,1)	0,0
+/- Impacto por variación del capital circulante	(63,3)	10,3	29,2	(45,2)	45,9	(14,3)	1,2
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(17,3)**	**58,3**	**(66,8)**	**(63,9)**	**28,2**	**34,5**	**4,4**
+/-Variación del CAPEX	(3,8)	(13,6)	29,2	(0,1)	(3,9)	(2,0)	-
+/- Variación del resultado financiero neto	5,3	(1,9)	(4,5)	(1,1)	3,2	(0,2)	0,3
+/- Variación de impuestos	(9,2)	(7,4)	12,0	5,9	4,8	(9,7)	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(24,9)**	**35,4**	**(30,0)**	**(59,3)**	**32,3**	**22,7**	**4,1**
Free Cash Flow Recurrente	**6,0**	**41,4**	**11,4**	**(47,9)**	**(15,6)**	**7,1**	**11,2**

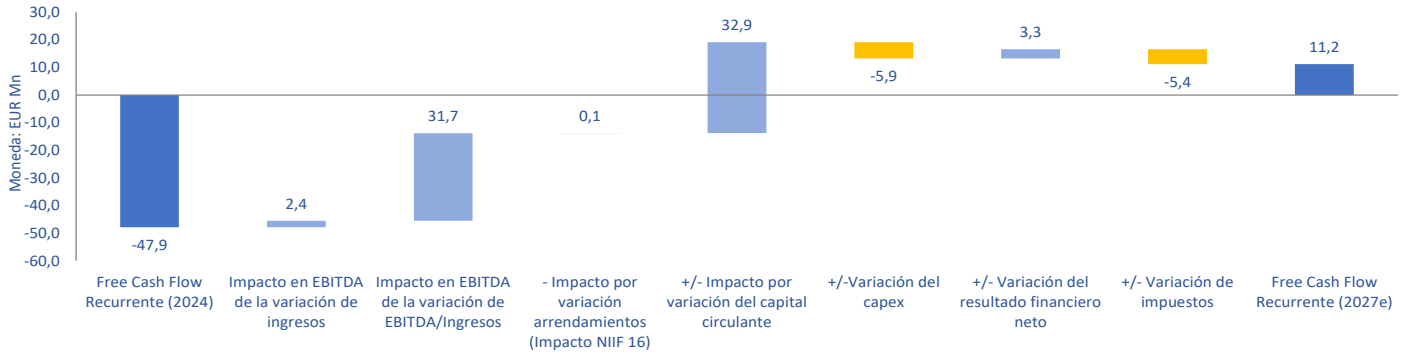
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**61,8**	**92,2**	**13,0**	**(3,2)**	**(21,3)**	**27,1**	**29,9**	***-27,1%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*16,7%*	*19,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(10,3)	(18,1)	-	-	-	(5,4)	(6,0)		
EBITDA recurrente	**93,3**	**142,1**	**47,1**	**28,0**	**10,0**	**58,9**	**62,1**	***-33,0%***	***30,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,3)	(7,1)	(8,1)	(7,7)	(7,5)	(7,7)	(7,6)		
+/- Var. Capital circulante	(28,3)	(18,0)	11,2	(34,0)	12,0	(2,3)	(1,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**58,7**	**117,0**	**50,2**	**(13,7)**	**14,5**	**49,0**	**53,4**	***-30,7%***	***80,7%***
- CAPEX	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(24,1)	(28,0)	(30,0)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(10,3)	(18,1)	-	-	-	(5,4)	(6,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**8,8**	**45,7**	**26,2**	**(37,8)**	**(13,5)**	**13,6**	**17,4**	***-84,8%***	***35,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-77,3%*	*421,5%*	*-42,6%*	*-244,1%*	*64,2%*	*200,3%*	*28,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	1,1%	4,3%	3,5%	n.a.	n.a.	1,7%	2,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	16,5	(22,0)	(3,8)	0,7	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**25,3**	**23,7**	**22,4**	**(37,1)**	**(13,5)**	**13,6**	**17,4**	***-51,3%***	***35,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-41,0%*	*-6,5%*	*-5,2%*	*-265,4%*	*63,6%*	*200,3%*	*28,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*2,0%*	*10,7%*	*6,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,2%*	*4,1%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*5,9%*	*5,5%*	*5,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,2%*	*4,1%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

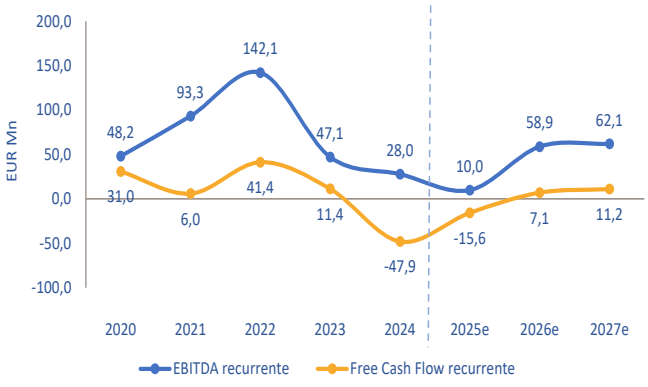
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



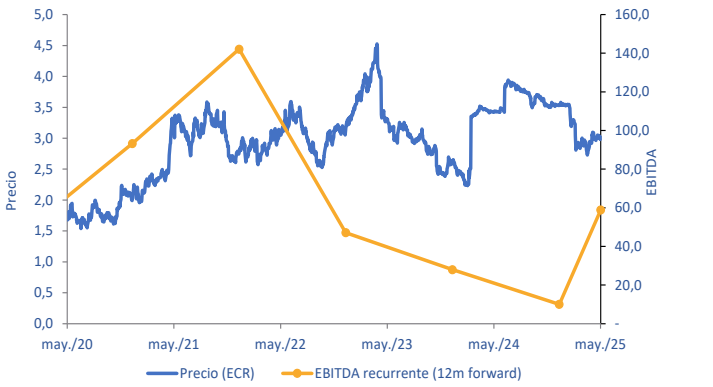
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,5	-7,4	-12,4	-14,7	-1,7	79,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	-7,7	-14,9	-29,7	-29,9	-39,9	-14,8
vs Euro STOXX 50	-5,7	-4,8	-17,1	-21,6	-31,6	-2,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-10,1	-15,5	-23,2	-30,9	-16,1	-0,1
vs Segmento Micro Cap España (1)	-5,4	-11,6	-16,5	-24,5	-4,5	18,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-7,1	-9,6	-10,3	-18,2	9,3	37,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	-6,0	-6,1	-10,6	-20,0	-3,8	28,0

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(13,5)**	**13,6**	**17,4**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**275,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**136,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	66,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,1%	D	=	=
WACC	**8,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,3%**	**8,6%**
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	275,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	26,8	Rdos. 3m 2025
+ Deuda financiera neta	136,2	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	10,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**427,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	3,4%	12,6%	16,4%	2,8%	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	-3,4%
FCF Yield - WACC	n.a.	-4,1%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	7,9%	62,1	6,9x
Central	7,5%	58,9	7,3x
Min	7,1%	55,8	7,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	3,4%	3,8%	4,2%
62,1	13,4	10,3	7,1
58,9	10,3	7,1	4,0
55,8	7,1	4,0	0,8

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	4,9%	3,7%	2,6%
Central	3,7%	2,6%	1,4%
Min	2,6%	1,4%	0,3%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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
	País	Germany	Belgium	Germany		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	37.014,5	3.030,2	11.321,1		17.645,8	1.963,8	8.085,7		275,2
	Enterprise value (EV)	58.673,5	4.824,8	14.288,5		32.219,4	4.774,3	11.178,9		427,9
Información financiera básica	Total Ingresos	65.670,9	4.695,8	14.472,1		36.939,1	5.902,0	10.480,4		685,8
	Cto.Total Ingresos	*0,6%*	*-8,5%*	*2,1%*	*-1,9%*	*-2,5%*	*2,4%*	*-2,1%*	*-0,7%*	*-1,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*4,0%*	*3,2%*	*4,1%*	*3,8%*	*3,3%*	*3,3%*	*6,3%*	*4,3%*	*8,2%*
	EBITDA	7.768,5	994,0	1.116,6		3.628,2	722,7	1.527,8		10,0
	Cto. EBITDA	*-0,1%*	*-1,0%*	*46,2%*	*15,0%*	*-17,0%*	*-7,8%*	*-16,7%*	*-13,8%*	*-65,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*12,0%*	*5,7%*	*22,8%*	*13,5%*	*18,9%*	*17,9%*	*18,1%*	*18,3%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*11,8%*	*21,2%*	*7,7%*	*13,6%*	*9,8%*	*12,2%*	*14,6%*	*12,2%*	*1,5%*
	EBIT	3.719,6	670,4	220,7		1.255,9	247,4	395,3		(21,3)
	Cto. EBIT	*-1,9%*	*-2,4%*	*383,0%*	*126,2%*	*-31,0%*	*-18,1%*	*-53,6%*	*-34,2%*	*-566,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*20,6%*	*8,0%*	*88,9%*	*39,2%*	*39,2%*	*48,0%*	*65,6%*	*51,0%*	*84,5%*
	EBIT/Ingresos	*5,7%*	*14,3%*	*1,5%*	*7,2%*	*3,4%*	*4,2%*	*3,8%*	*3,8%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	2.197,9	361,9	(21,9)		336,5	67,2	301,4		(21,8)
	Cto. Beneficio Neto	*69,3%*	*62,3%*	*91,8%*	*74,5%*	*-65,4%*	*-29,8%*	*-42,9%*	*-46,0%*	*-85,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*29,0%*	*14,0%*	*n.a.*	*21,5%*	*89,8%*	*n.a.*	*70,2%*	*80,0%*	*69,9%*
	CAPEX/Ventas	*7,9%*	*7,3%*	*5,3%*	*6,8%*	*6,4%*	*3,2%*	*7,6%*	*5,7%*	*4,1%*
	Free Cash Flow	687,9	316,4	106,9		820,3	191,7	309,2		(15,6)
	Deuda financiera Neta	20.188,3	1.673,9	2.625,0		10.905,6	2.365,3	1.631,2		137,2
	DN/EBITDA (x)	2,6	1,7	2,4	2,2	3,0	3,3	1,1	2,4	13,7
	Pay-out	*93,8%*	*71,2%*	*-27,8%*	*45,7%*	*515,2%*	*124,1%*	*80,3%*	*239,9%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,2	7,4	n.a.	10,3	38,9	23,9	33,2	32,0	n.a.
	P/BV (x)	1,0	2,1	1,7	1,6	1,3	1,1	0,7	1,0	0,9
	EV/Ingresos (x)	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	1,1	0,9	0,6
	EV/EBITDA (x)	7,6	4,9	12,8	8,4	8,9	6,6	7,3	7,6	42,7
	EV/EBIT (x)	15,8	7,2	n.a.	11,5	25,7	19,3	28,3	24,4	n.a.
	ROE	*7,9*	*28,6*	*n.a.*	*18,2*	*3,3*	*4,8*	*2,1*	*3,4*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*1,9*	*10,4*	*0,9*	*4,4*	*4,6*	*9,8*	*3,8*	*6,1*	*n.a.*
	DPA	*2,31*	*2,45*	*0,03*	*1,60*	*2,46*	*0,71*	*1,88*	*1,68*	*0,00*
	Dvd Yield	*5,6%*	*8,6%*	*0,1%*	*4,7%*	*9,9%*	*4,2%*	*3,0%*	*5,7%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**607,3**	**624,5**	**606,9**	**689,3**	**677,1**	**677,9**	**579,3**	**811,8**	**1.052,5**	**755,4**	**692,8**	**685,8**	**787,1**	**802,6**	***1,3%***	***5,0%***
Cto. Total ingresos	*-4,2%*	*2,8%*	*-2,8%*	*13,6%*	*-1,8%*	*0,1%*	*-14,6%*	*40,1%*	*29,6%*	*-28,2%*	*-8,3%*	*-1,0%*	*14,8%*	*2,0%*		
EBITDA	**16,9**	**32,9**	**61,5**	**61,0**	**59,6**	**56,0**	**47,3**	**92,9**	**121,9**	**43,3**	**28,7**	**10,0**	**58,9**	**62,1**	***5,5%***	***29,3%***
Cto. EBITDA	*-31,1%*	*95,3%*	*87,0%*	*-0,9%*	*-2,3%*	*-6,1%*	*-15,4%*	*96,3%*	*31,2%*	*-64,5%*	*-33,7%*	*-65,1%*	*487,7%*	*5,3%*		
EBITDA/Ingresos	*2,8%*	*5,3%*	*10,1%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,3%*	*8,2%*	*11,4%*	*11,6%*	*5,7%*	*4,1%*	*1,5%*	*7,5%*	*7,7%*		
Beneficio neto	**(7,1)**	**7,2**	**45,2**	**44,6**	**44,9**	**31,0**	**6,3**	**43,3**	**63,0**	**27,6**	**(11,7)**	**(21,8)**	**16,8**	**19,3**	***-5,1%***	***54,0%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*202,0%*	*523,8%*	*-1,3%*	*0,7%*	*-30,8%*	*-79,8%*	*592,0%*	*45,5%*	*-56,2%*	*-142,4%*	*-85,9%*	*177,5%*	*14,6%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	111,5	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	98,8	94,2	93,6	91,4	91,4	91,4	91,4		
BPA (EUR)	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,44	0,67	0,29	-0,13	-0,24	0,18	0,21	*-7,2%*	*54,0%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*3,5%*	*-28,9%*	*-79,1%*	*n.a.*	*52,5%*	*-55,9%*	*n.a.*	*-85,9%*	*n.a.*	*14,6%*		
BPA ord. (EUR)	-0,06	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,07	0,50	0,92	0,09	-0,14	-0,30	0,18	0,21	*-8,4%*	*51,6%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*3,5%*	*-28,9%*	*-76,4%*	*n.a.*	*83,1%*	*-89,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*14,6%*		
CAPEX	(6,2)	(9,2)	(18,7)	(42,8)	(42,1)	(37,1)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(24,1)	(28,0)	(30,0)	(30,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*1,0%*	*1,5%*	*3,1%*	*6,2%*	*6,2%*	*5,5%*	*6,2%*	*4,9%*	*5,1%*	*3,2%*	*3,5%*	*4,1%*	*3,8%*	*3,7%*		
Free Cash Flow	**23,4**	**6,6**	**20,5**	**1,1**	**2,9**	**22,3**	**35,2**	**22,6**	**19,4**	**6,4**	**(47,2)**	**(15,6)**	**7,1**	**11,2**	***-14,9%***	***30,8%***
DN/EBITDA (x) [2]	*6,1x*	*2,8x*	*1,3x*	*1,6x*	*1,9x*	*2,1x*	*1,6x*	*0,6x*	*0,5x*	*1,9x*	*4,2x*	*13,7x*	*2,2x*	*2,0x*		
PER (x)	*n.a.*	*8,4x*	*4,0x*	*6,3x*	*6,7x*	*7,9x*	*32,7x*	*6,3x*	*4,6x*	*8,8x*	*n.a.*	*n.a.*	*16,3x*	*14,3x*		
EV/Vtas (x)	*0,24x*	*0,26x*	*0,47x*	*0,60x*	*0,69x*	*0,57x*	*0,53x*	*0,45x*	*0,36x*	*0,44x*	*0,66x*	*0,62x*	*0,54x*	*0,53x*		
EV/EBITDA (x) [2]	*8,7x*	*5,0x*	*4,7x*	*6,8x*	*7,8x*	*6,9x*	*6,5x*	*3,9x*	*3,1x*	*7,7x*	*16,0x*	*42,7x*	*7,3x*	*6,9x*		
Comport. Absoluto	*-17,3%*	*56,7%*	*198,7%*	*57,0%*	*9,9%*	*-15,8%*	*-14,0%*	*37,8%*	*11,3%*	*-15,3%*	*36,4%*	*-14,7%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-20,2%*	*68,8%*	*204,8%*	*46,2%*	*29,2%*	*-24,7%*	*1,7%*	*27,7%*	*17,9%*	*-31,0%*	*18,8%*	*-29,9%*				

(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).

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

FacePhi (FACE) es una compañía tecnológica española con sede en Alicante. 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 2024) y una fuerte posición en el sector financiero (c. 93% s/Ingresos 2024)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	61,1	69,3
EV (Mn EUR y USD)	64,3	73,0
Número de Acciones (Mn)	25,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,49 / 1,89 / 1,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	14,5	
Factset / Bloomberg	FACE-ES / FACE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Nice&Green	22,6
Hancom	6,6
Javier Mira Miró	4,8
Juan Alfonso Ortiz Company	4,6
Free Float	61,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	25,2	25,8	25,8	25,8
Total Ingresos	31,4	39,5	43,2	46,4
EBITDA Rec.	-5,9	-0,6	1,1	2,5
% Var.	*-13,4*	*90,1*	*289,4*	*128,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*2,6*	*5,4*
% Var EBITDA sector (2)	*3,0*	*13,2*	*16,5*	*12,2*
Beneficio neto	-8,9	-2,3	-1,5	-0,8
BPA (EUR)	-0,35	-0,09	-0,06	-0,03
% Var.	*-72,8*	*75,0*	*34,9*	*47,8*
BPA ord. (EUR)	-0,30	-0,09	-0,06	-0,03
% Var.	*15,3*	*70,6*	*34,9*	*47,8*
Free Cash Flow Rec.	-13,5	-3,9	-4,3	-2,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,4	10,3	14,7	17,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	13,3	6,8
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	3,2	3,6	4,0	4,2
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	2,05	1,63	1,49	1,39
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	25,6
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	*0,9*	*12,9*	*20,3*	*-58,9*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Gastos de estructura creciendo menos que ingresos. FACE confirmó en la presentación de resultados 2024 (7/5/2025) que su estructura ha alcanzado velocidad de crucero y que sus gastos de personal y otros gastos operativos crecerán menos que los ingresos. Estimamos para 2025e un crecimiento de c. +5% en gastos de estructura y de un c. 30% en ingresos (excluyendo otros ingresos) que compara favorablemente con +20% y +15%, respectivamente, en 2024. Estimamos un fuerte despegue en ingresos en 2025e que debe desencadenar una fuerte mejora de márgenes y EBITDA por estricta dilución de una estructura creada los últimos ejercicios (OPEX + CAPEX).

Menos LATAM y más EMEA y APAC. FACE tiene una posición dominante en LATAM (95% de los ingresos en 2024) pero creciendo rápidamente en APAC (alianza con HANCOM) alcanzando 4% en 2024 (1,7% en 2023) y con objetivos ambiciosos de crecimiento en EMEA (estimamos 7% de ingresos en 2025 vs 1,3% en 2024).La diversificación geográfica con reducción del peso de Latam en el mix de ingresos aparece como driver de crecimiento a medio y largo plazo.

No más dilución. FACE ya anunció a mediados de 2024 la finalización del programa de convertibles suscrito por el principal accionista (Nice&Green). Tras la capitalización del último préstamo de EUR 2 Mn (pendiente de aprobación por la JGA en junio), se pondría punto y final a las ampliaciones de capital que han financiado el crecimiento hasta hoy.

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

Crecimiento en nuevos mercados geográficos y en nuevos verticales aplicando un modelo "asset light" que se apoya en alianzas (HANCOM) y "partners" que comercializan los servicios de FACE sin demandar un aumento de la estructura comercial de FACE. En los nuevos verticales, FACE puede apalancarse en las credenciales obtenidas en un sector puntero en ciberseguridad como el financiero (y que explica >90% de sus ingresos).

Crecimiento en nuevos productos que permiten penetrar mercados vírgenes para FACE (SME/PYME con solución IDVSUITE) o crecer en mercados ya penetrados con productos (Mule Account Detection) que ha despertado gran interés entre los clientes bancarios de FACE.

ARR es el KPI que permite medir la transición de FACE de un modelo de ventas de licencias a un modelo SaaS con más recurrencia y visibilidad. La evolución ha sido muy positiva pasando de EUR 12,7 Mn en 2022 a EUR 28 Mn en 2024 (97% y 75% de los ingresos -excluyendo otros ingresos- en 2024 y 2025).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Ejecución. FACE tiene que "repetir" su éxito en una geografía (LATAM), un vertical (financiero/seguros) y un producto (identificación facial y onboarding) en varias geografías, varios verticales y varios productos.

Endeudamiento. FACE está negociando con sus bancos una refinanciación de la deuda existente que se anunciará antes de final de año. Actualmente -al igual que en 2023- los bancos han aprobado un "waiver" sobre el cumplimiento de los covenants (FACE está cumpliendo con sus obligaciones de pago de intereses y de principal).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Momentum favorable de ingresos y opción de mejora de márgenes. Buen número de ingresos recurrentes en 2024 y anuncio de la conclusión de un fuerte plan de inversiones (financiado con recursos propios y que ha incrementado el número de acciones de 15,1 Mn en 2021 a 25,8 Mn actualmente; lo que implica que el riesgo de dilución desaparecería) Todo ello ha implicado una mejora del momentum que ya cotiza (-12m, +20,3%; +27,9% vs sector). Dada la fortaleza en ingresos todo pivota sobre la capacidad de FACE de "congelar" su estructura. Y mejorar márgenes significativamente ya en 2025.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	4,1	5,1	7,6	11,8	11,8	11,1	9,4	7,2
Inmovilizado material	0,2	0,4	1,8	2,7	2,4	6,7	10,6	13,8
Otros activos no corrientes	0,5	1,1	1,6	4,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Inmovilizado financiero	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	4,6	9,8	18,8	23,3	27,7	30,0	32,5	34,8
Total activo	**9,5**	**16,6**	**29,9**	**42,8**	**43,8**	**49,8**	**54,5**	**57,9**
Patrimonio neto	7,0	8,7	15,2	20,0	19,2	16,9	15,4	14,7
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Otros pasivos no corrientes	-	-	0,1	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	0,5	4,7	9,0	10,3	6,4	10,3	14,7	17,0
Pasivo circulante	1,8	3,1	5,4	11,9	17,5	21,8	23,7	25,4
Total pasivo	**9,5**	**16,6**	**29,9**	**42,8**	**43,8**	**49,8**	**54,5**	**57,9**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**7,3**	**13,2**	**22,4**	**25,2**	**31,4**	**39,5**	**43,2**	**46,4**	***44,1%***	***13,9%***
Cto.Total Ingresos	*-11,3%*	*81,4%*	*69,9%*	*12,5%*	*24,4%*	*26,0%*	*9,2%*	*7,5%*		
Coste de ventas	(1,4)	(1,9)	(3,5)	(3,4)	(4,8)	(5,9)	(6,5)	(7,0)		
Margen Bruto	**5,9**	**11,3**	**19,0**	**21,8**	**26,6**	**33,6**	**36,7**	**39,4**	***45,9%***	***14,0%***
Margen Bruto / Ingresos	*80,7%*	*85,8%*	*84,6%*	*86,6%*	*84,8%*	*85,0%*	*85,0%*	*85,0%*		
Gastos de personal	(3,2)	(6,2)	(11,0)	(13,6)	(18,1)	(19,1)	(19,8)	(20,6)		
Otros costes de explotación	(3,0)	(5,6)	(7,7)	(13,5)	(14,4)	(15,1)	(15,7)	(16,3)		
EBITDA recurrente(1)	**(0,4)**	**(0,4)**	**0,2**	**(5,2)**	**(5,9)**	**(0,6)**	**1,1**	**2,5**	***n.a.***	***34,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*-114,7%*	*-13,2%*	*154,6%*	*n.a.*	*-13,4%*	*90,1%*	*289,4%*	*128,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*5,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	(1,2)	(0,7)	0,4	0,2	-	-	-		
Gastos capitalizados	1,1	2,2	3,8	4,2	4,6	4,6	4,6	4,6		
EBITDA	**0,4**	**0,6**	**3,3**	**(0,6)**	**(1,1)**	**4,0**	**5,7**	**7,1**	***-48,8%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(0,7)	(1,2)	(1,8)	(4,8)	(5,6)	(5,3)	(6,2)	(6,8)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(0,4)**	**(0,6)**	**1,5**	**(5,4)**	**(6,7)**	**(1,3)**	**(0,6)**	**0,3**	***n.a.***	***27,0%***
Cto.EBIT	*-119,0%*	*-65,0%*	*345,4%*	*-464,5%*	*-23,9%*	*80,9%*	*56,1%*	*156,5%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*6,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,6)	(0,3)	(0,7)	(1,7)	(0,7)	(1,0)	(0,9)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(2,0)**	**(0,9)**	**0,8**	**(7,1)**	**(7,3)**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(0,8)**	***-38,3%***	***52,8%***
Cto.Beneficio ordinario	*-217,0%*	*57,4%*	*188,6%*	*n.a.*	*-3,9%*	*69,0%*	*34,9%*	*47,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(2,0)**	**(0,9)**	**0,8**	**(7,1)**	**(7,3)**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(0,8)**	***-38,3%***	***52,8%***
Impuestos	0,1	0,3	0,1	2,7	(1,6)	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,9)**	**(0,6)**	**0,8**	**(4,3)**	**(8,9)**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(0,8)**	***-47,9%***	***55,7%***
Cto.Beneficio neto	*-243,9%*	*70,1%*	*251,1%*	*-614,7%*	*-106,2%*	*74,4%*	*34,9%*	*47,8%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,6)**	**0,3**	**1,5**	**(7,5)**	**(7,6)**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(0,8)**	***-47,1%***	***53,3%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-192,6%*	*119,9%*	*358,7%*	*-607,1%*	*-1,1%*	*70,0%*	*34,9%*	*47,8%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**(0,6)**	**1,1**	**2,5**	***n.a.***	***34,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						2,0	(0,6)	(0,6)		
Cash Flow operativo recurrente						**1,4**	**0,5**	**2,0**	***-48,8%***	***34,1%***
CAPEX						(4,3)	(3,9)	(3,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(0,9)	(1,1)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(3,9)**	**(4,3)**	**(2,4)**	***-92,2%***	***44,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(3,9)**	**(4,3)**	**(2,4)**	***-55,0%***	***38,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**3,9**	**4,3**	**2,4**		

(1) EBITDA "Cash", que excluye ingresos por capitalización de gastos.

Analítica del Free Cash Flow (I)

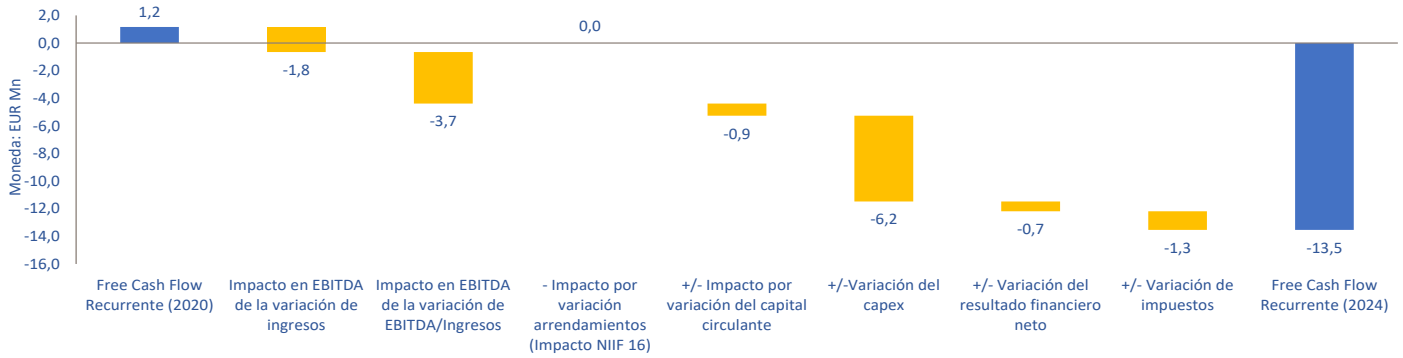
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**(0,4)**	**0,2**	**(5,2)**	**(5,9)**	**(0,6)**	**1,1**	**2,5**	***n.a.***	***34,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*-13,2%*	*154,6%*	*n.a.*	*-13,4%*	*90,1%*	*289,4%*	*128,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*5,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(3,9)	(6,7)	2,0	1,1	2,0	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(4,3)**	**(6,5)**	**(3,2)**	**(4,8)**	**1,4**	**0,5**	**2,0**	***-3,6%***	***34,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-361,4%*	*-50,1%*	*50,5%*	*-49,6%*	*129,7%*	*-65,8%*	*305,4%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,6%*	*1,1%*	*4,2%*		
- CAPEX	(0,3)	(1,9)	(5,7)	(6,5)	(4,3)	(3,9)	(3,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,7)	(1,7)	(0,7)	(1,0)	(0,9)	(1,1)		
- Impuestos	(0,3)	0,1	2,7	(1,6)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(5,3)**	**(9,0)**	**(7,8)**	**(13,5)**	**(3,9)**	**(4,3)**	**(2,4)**	***-36,5%***	***44,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-558,0%*	*-69,7%*	*13,5%*	*-73,4%*	*71,0%*	*-9,9%*	*45,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,1)	(0,7)	0,4	0,2	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,3)	(3,0)	3,3	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(6,4)**	**(10,0)**	**(10,4)**	**(10,0)**	**(3,9)**	**(4,3)**	**(2,4)**	***-16,1%***	***38,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-269,3%*	*-55,8%*	*-4,0%*	*3,5%*	*60,8%*	*-9,9%*	*45,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**1,2**	**(5,3)**	**(9,0)**	**(7,8)**	**(13,5)**	**(3,9)**	**(4,3)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	(0,3)	0,0	(1,3)	(1,5)	(0,1)	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	0,9	(5,5)	0,6	6,9	1,7	1,3
= Variación EBITDA recurrente	**(0,0)**	**0,6**	**(5,4)**	**(0,7)**	**5,3**	**1,7**	**1,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(5,9)	(2,8)	8,7	(0,9)	0,9	(2,6)	0,1
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(5,9)**	**(2,2)**	**3,3**	**(1,6)**	**6,2**	**(0,9)**	**1,5**
+/-Variación del CAPEX	0,0	(1,6)	(3,8)	(0,9)	2,2	0,5	0,6
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(0,3)	(1,0)	1,0	(0,3)	0,1	(0,2)
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,4	2,7	(4,3)	1,6	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(6,5)**	**(3,7)**	**1,2**	**(5,7)**	**9,6**	**(0,4)**	**2,0**
Free Cash Flow Recurrente	**(5,3)**	**(9,0)**	**(7,8)**	**(13,5)**	**(3,9)**	**(4,3)**	**(2,4)**

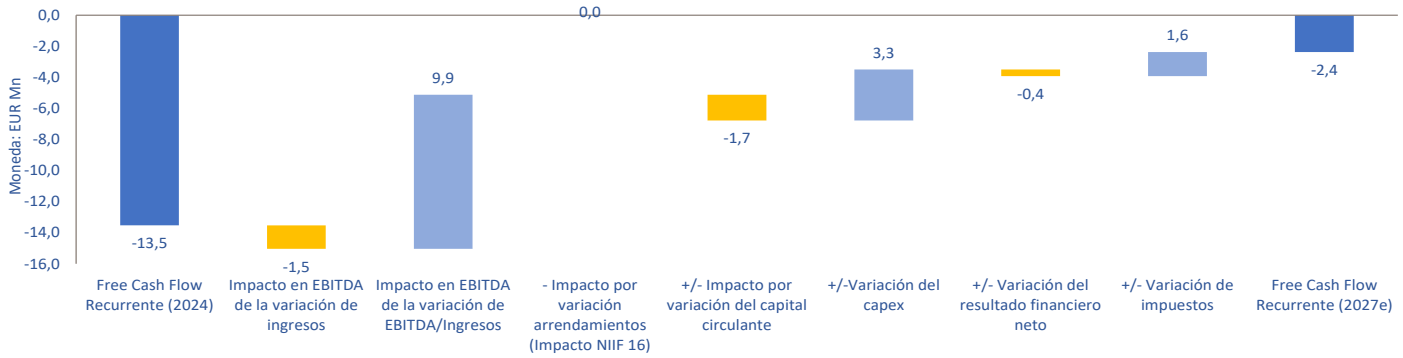
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(0,6)**	**1,5**	**(5,4)**	**(6,7)**	**(1,3)**	**(0,6)**	**0,3**	***n.a.***	***27,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**(0,4)**	**0,2**	**(5,2)**	**(5,9)**	**(0,6)**	**1,1**	**2,5**	***n.a.***	***34,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(3,9)	(6,7)	2,0	1,1	2,0	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(4,3)**	**(6,5)**	**(3,2)**	**(4,8)**	**1,4**	**0,5**	**2,0**	***-3,6%***	***34,1%***
- CAPEX	(0,3)	(1,9)	(5,7)	(6,5)	(4,3)	(3,9)	(3,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(4,6)**	**(8,4)**	**(8,9)**	**(11,3)**	**(2,9)**	**(3,4)**	**(1,3)**	***-34,9%***	***51,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-449,2%*	*-82,0%*	*-5,9%*	*-27,4%*	*74,1%*	*-16,0%*	*62,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,3)	(3,0)	3,3	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(4,6)**	**(8,6)**	**(11,9)**	**(8,1)**	**(2,9)**	**(3,4)**	**(1,3)**	***-20,5%***	***45,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-285,2%*	*-87,5%*	*-37,8%*	*32,3%*	*63,6%*	*-16,0%*	*62,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

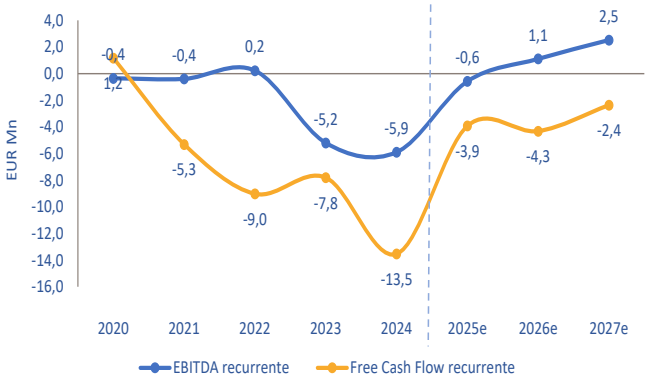
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



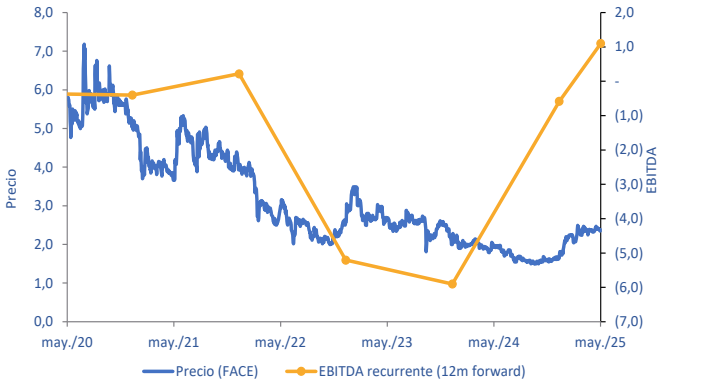
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,9	12,9	20,3	41,9	-20,7	-58,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,6	3,6	-3,5	16,7	-51,5	-80,5
vs Euro STOXX 50	-3,5	16,0	13,8	30,5	-44,8	-77,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,0	2,9	5,4	15,0	-32,3	-77,1
vs Segmento Micro Cap España (1)	-3,2	7,5	13,9	25,5	-24,1	-73,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,9	10,2	23,2	36,2	-11,8	-68,5
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-7,8	21,9	27,9	39,0	-43,2	-75,0

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,9)**	**(3,4)**	**(1,3)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**61,1**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**4,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	93,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	6,8%	D	=	=
WACC	**10,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,9%**	**11,1%**
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	61,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	4,5	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros[1]	(1,1)	Ver nota
Enterprise Value (EV)	**64,3**	

(1) Corresponde a el valor en libros (no actuarial) de los activos por impuesto diferido

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	7,9%	n.a.	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	-9,0%
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	2,9%	1,2	52,2x
Central	2,6%	1,1	58,4x
Min	2,3%	1,0	66,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	8,1%	9,0%	9,9%
1,2	(3,8)	(4,2)	(4,6)
1,1	(3,9)	(4,3)	(4,7)
1,0	(4,1)	(4,5)	(4,8)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Biometría (Jugadores de nicho)						Cias tecnológicas con exposición a biometría					
	EUR Mn	Egis Technology	Elan Microelectronics Corp.	Mitek Systems, Inc.	OneSpan	Secunet	Average	Diebold Nixdorf Technology	NEC	NICE	Synaptics	Average	FACE
Datos Mercado	Ticker (Factset)	6462-TW	2458-TW	MITK-US	OSPN-US	YSN-DE		DBD-US	6701-JP	NICE-IL	SYNA-US		FACE-ES
	País	Taiwan	Taiwan	USA	USA	Germany		USA	Japan	Israel	USA		Spain
	Market cap	269,4	1.223,0	379,6	532,6	1.289,6		1.555,3	31.654,2	9.133,8	1.999,9		61,1
	Enterprise value (EV)	430,0	1.058,8	394,6	447,7	1.250,1		2.202,2	32.165,6	8.146,6	2.405,4		64,3
Información financiera básica	Total Ingresos	160,6	378,3	154,8	219,1	431,8		3.358,8	21.678,8	2.564,1	944,6		39,5
	Cto.Total Ingresos	*14,0%*	*1,4%*	*2,1%*	*2,2%*	*6,3%*	*5,2%*	*1,6%*	*2,5%*	*2,7%*	*11,7%*	*4,6%*	*26,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*5,8%*	*11,3%*	*3,2%*	*9,6%*	*7,5%*	*2,8%*	*3,9%*	*7,3%*	*10,2%*	*6,0%*	*8,3%*
	EBITDA	7,0	99,1	42,6	64,2	66,1		425,1	2.897,9	910,2	183,0		4,0
	Cto. EBITDA	*163,4%*	*-0,2%*	*112,5%*	*26,4%*	*9,5%*	*62,3%*	*15,0%*	*6,2%*	*32,8%*	*521,7%*	*143,9%*	*470,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*1,1%*	*21,7%*	*5,2%*	*13,7%*	*10,4%*	*7,9%*	*9,1%*	*7,4%*	*16,6%*	*10,3%*	*33,2%*
	EBITDA/Ingresos	*4,4%*	*26,2%*	*27,5%*	*29,3%*	*15,3%*	*20,5%*	*12,7%*	*13,4%*	*35,5%*	*19,4%*	*20,2%*	*10,1%*
	EBIT	3,0	93,9	11,3	53,4	46,0		279,9	1.898,5	811,2	156,7		(1,3)
	Cto. EBIT	*108,0%*	*4,2%*	*211,7%*	*22,9%*	*8,1%*	*71,0%*	*10,6%*	*8,5%*	*62,7%*	*334,5%*	*104,1%*	*80,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*1,3%*	*50,6%*	*1,6%*	*16,0%*	*17,4%*	*14,9%*	*13,1%*	*9,1%*	*21,4%*	*14,6%*	*49,9%*
	EBIT/Ingresos	*1,9%*	*24,8%*	*7,3%*	*24,4%*	*10,7%*	*13,8%*	*8,3%*	*8,8%*	*31,6%*	*16,6%*	*16,3%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	13,6	78,2	36,1	42,1	31,2		85,2	1.306,1	694,3	126,8		(2,3)
	Cto. Beneficio Neto	*145,2%*	*-2,6%*	*n.a.*	*-16,4%*	*11,5%*	*34,4%*	*685,5%*	*20,7%*	*71,9%*	*14,5%*	*198,1%*	*74,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*-2,2%*	*23,7%*	*11,0%*	*16,2%*	*12,2%*	*40,9%*	*14,4%*	*8,8%*	*21,3%*	*21,4%*	*41,7%*
	CAPEX/Ventas	*n.a.*	*7,3%*	*0,8%*	*3,4%*	*2,9%*	*3,6%*	*1,0%*	*2,4%*	*1,3%*	*2,4%*	*1,8%*	*-11,0%*
	Free Cash Flow	n.a.	1,9	31,2	43,4	40,5		178,8	1.472,8	713,4	40,4		(3,9)
	Deuda financiera Neta	(49,4)	(98,3)	16,6	n.a.	(58,7)		356,6	(367,4)	(1.347,4)	383,4		10,3
	DN/EBITDA (x)	(7,1)	(1,0)	0,4	n.a.	(0,9)	(2,1)	0,8	(0,1)	(1,5)	2,1	0,3	n.a.
	Pay-out	*n.a.*	*79,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*57,1%*	*68,3%*	*207,1%*	*20,5%*	*0,0%*	*n.a.*	*75,8%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	14,7	10,7	11,0	41,2	19,4	13,8	23,7	13,0	16,2	16,7	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	3,6	n.a.	n.a.	7,7	5,6	n.a.	2,3	2,5	1,7	2,2	3,6
	EV/Ingresos (x)	2,7	2,8	2,5	2,0	2,9	2,6	0,7	1,5	3,2	2,5	2,0	1,6
	EV/EBITDA (x)	n.a.	10,7	9,3	7,0	18,9	11,5	5,2	11,1	9,0	13,1	9,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	11,3	34,8	8,4	27,2	20,4	7,9	16,9	10,0	15,4	12,6	n.a.
	ROE	*n.a.*	*24,5*	*n.a.*	*n.a.*	*18,7*	*21,6*	*n.a.*	*9,8*	*19,4*	*10,3*	*13,2*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*0,2*	*8,2*	*8,1*	*3,1*	*4,9*	*11,5*	*4,7*	*7,8*	*2,0*	*6,5*	*n.a.*
	DPA	*n.a.*	*0,22*	*n.a.*	*n.a.*	*2,75*	*1,48*	*4,69*	*0,20*	*0,00*	*n.a.*	*1,63*	*0,00*
	Dvd Yield	*n.a.*	*5,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*1,4%*	*3,4%*	*11,2%*	*0,9%*	*0,0%*	*n.a.*	*4,0%*	*0,0%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos					**4,5**	**8,2**	**7,3**	**13,2**	**22,4**	**25,2**	**31,4**	**39,5**	**43,2**	**46,4**	***n.a.***	***13,9%***
Cto. Total ingresos					*66,0%*	*82,7%*	*-11,3%*	*81,4%*	*69,9%*	*12,5%*	*24,4%*	*26,0%*	*9,2%*	*7,5%*		
EBITDA					**0,7**	**1,8**	**0,4**	**0,6**	**3,3**	**(0,6)**	**(1,1)**	**4,0**	**5,7**	**7,1**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. EBITDA					*48,5%*	*143,8%*	*-79,2%*	*60,9%*	*454,2%*	*-118,2%*	*-79,2%*	*470,3%*	*42,1%*	*24,9%*		
EBITDA/Ingresos					*16,3%*	*21,8%*	*5,1%*	*4,5%*	*14,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*10,1%*	*13,2%*	*15,3%*		
Beneficio neto					**1,2**	**1,3**	**(1,9)**	**(0,6)**	**0,8**	**(4,3)**	**(8,9)**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(0,8)**	***n.a.***	***55,7%***
Cto. Beneficio neto					*219,9%*	*10,4%*	*-243,9%*	*70,1%*	*251,1%*	*-614,7%*	*-106,2%*	*74,4%*	*34,9%*	*47,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					13,1	13,4	14,4	15,0	17,3	21,1	25,2	25,8	25,8	25,8		
BPA (EUR)					0,09	0,10	-0,13	-0,04	0,05	-0,20	-0,35	-0,09	-0,06	-0,03	*n.a.*	*56,0%*
Cto. BPA					*n.a.*	*7,6%*	*n.a.*	*71,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*-72,8%*	*75,0%*	*34,9%*	*47,8%*		
BPA ord. (EUR)					0,02	0,13	-0,11	0,02	0,09	-0,35	-0,30	-0,09	-0,06	-0,03	*n.a.*	*53,6%*
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*15,3%*	*70,6%*	*34,9%*	*47,8%*		
CAPEX					-	(1,9)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(5,7)	(6,5)	(4,3)	(3,9)	(3,2)		
CAPEX/Vtas %					*0,0%*	*23,5%*	*4,5%*	*2,3%*	*8,6%*	*22,5%*	*20,8%*	*11,0%*	*9,0%*	*7,0%*		
Free Cash Flow					**0,7**	**(3,0)**	**(1,7)**	**(6,4)**	**(10,0)**	**(10,4)**	**(10,0)**	**(3,9)**	**(4,3)**	**(2,4)**	***n.a.***	***38,2%***
DN/EBITDA (x) [2]					*2,6x*	*1,5x*	*1,5x*	*7,8x*	*2,7x*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6x*	2,6x	2,4x		
PER (x)					*8,4x*	*32,6x*	*n.a.*	*n.a.*	*51,6x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)					*2,33x*	*5,13x*	*10,13x*	*4,57x*	*1,97x*	*1,73x*	*1,27x*	*1,63x*	1,49x	1,39x		
EV/EBITDA (x) [2]					*14,3x*	*23,6x*	*n.a.*	*n.a.*	*13,3x*	*n.a.*	*n.a.*	*16,1x*	11,3x	9,1x		
Comport. Absoluto					*-31,2%*	*316,0%*	*62,8%*	*-22,6%*	*-36,4%*	*-20,0%*	*-16,5%*	*41,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35					*-19,1%*	*272,0%*	*92,6%*	*-28,3%*	*-32,6%*	*-34,8%*	*-27,3%*	*16,7%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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 c.80 delegaciones en 8 países, mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (58 delegaciones), donde obtiene el grueso de sus ingresos (>80%) y Latam el principal destino de sus exportaciones (c.16%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	119,2	135,2
EV (Mn EUR y USD)	416,3	472,3
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,43 / 1,29 / 1,08	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	5,7	
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	6,2
Free Float	20,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,2	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	304,0	327,8	349,0	369,1
EBITDA Rec.	66,0	72,4	78,5	84,5
% Var.	*6,5*	*9,7*	*8,5*	*7,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*21,7*	*22,1*	*22,5*	*22,9*
% Var EBITDA sector (2)	*5,5*	*10,9*	*9,8*	*9,1*
Beneficio neto	4,4	5,6	11,1	16,3
BPA (EUR)	0,05	0,06	0,12	0,17
% Var.	*-51,5*	*27,0*	*97,7*	*47,1*
BPA ord. (EUR)	0,03	0,06	0,12	0,17
% Var.	*-60,9*	*119,4*	*85,2*	*47,1*
Free Cash Flow Rec.	-25,7	-11,1	-4,8	1,8
Pay-out (%)	*3,5*	*3,5*	*3,5*	*3,5*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01
Deuda financiera neta	258,3	271,1	276,3	275,0
DN / EBITDA Rec.(x)	3,9	3,7	3,5	3,3
ROE (%)	*4,2*	*5,2*	*9,6*	*12,6*
ROCE (%)	*5,9*	*5,9*	*6,5*	*7,0*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	27,0	21,3	10,8	7,3
PER Ordinario	43,7	19,9	10,8	7,3
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9
Dividend Yield (%)	*0,1*	*0,2*	*0,3*	*0,5*
EV/Ventas	1,37	1,27	1,19	1,13
EV/EBITDA Rec.	6,3	5,8	5,3	4,9
EV/EBIT	17,0	16,3	12,8	10,9
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*5,9*	*-4,2*	*-9,4*	*22,7*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Los negocios de largo plazo y sin CAPEX impulsan el crecimiento en el 1T25. GAM cierra el 1T25 con unos ingresos consolidados de EUR 73,5 (+9% vs 1T24). El margen EBITDA 1T25 se sitúa en el 25% (-2 p.p. vs 1T24) por una menor actividad en México y Arabia. Estos resultados prueban la estabilidad que aportan los negocios de largo plazo y sin CAPEX en contextos de mayor incertidumbre.

2025e debería continuar la estela de crecimiento. El 1T25 demuestra la capacidad de crecer orgánicamente y en un entorno macroeconómico complejo. Para 2025e, esperamos unos ingresos de EUR 327,8 Mn (+7,8% vs 2024) y un Mg. EBITDA del 22,1% (EUR 72,4 Mn; +0,4 p.p. vs 2024), aunque las amortizaciones y los gastos financieros continuarán presionando tanto el EBIT como el Beneficio Neto. La puesta en marcha de Reviver (refabricación de máquinas usadas) debería contribuir a reducir CAPEX ya en 2025e.

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

Alta diversificación sectorial. GAM ha adaptado su oferta para disminuir la ciclicidad de su modelo de negocio. En 2024, GAM cuenta con una exposición a más de 15 sectores (el sector de mayor peso, servicios, representa un 14%; 11% 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 visibilidad, recurrencia y reduce ciclicidad. Actualmente, ambas líneas de negocio suponen un 63% en el mix de negocio (vs 35% en 2019).

Tendencia creciente a la externalización de servicios de renting. GAM disfruta de una posición de liderazgo en la Península Ibérica (c.72% s/Ingresos 2024) 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.20 p.p. superior).

Crecimiento a digito alto impulsado por los negocios recurrentes y sin CAPEX. La mayor recurrencia del negocio otorga visibilidad. Estimamos un crecimiento en ingresos a una TACC 2024-2027e de +6,7% hasta los EUR 369,1Mn en 2027e, mejorando el Mg. EBITDA hasta el 22,9% en 2027e (+1,2 p.p. vs 2024; EBITDA 2027e: EUR 84,5 Mn). La planta Reviver reducirá las altas necesidades de inversión y mejorará el ROCE.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevado apalancamiento. La Deuda Neta 2024 se situó en EUR 258,3 Mn (DN/EBITDA Rec. 3,9x vs c.2x del sector), traduciéndose en un aumento de los gastos financieros (+34% vs 2023) reflejo del entorno de tipos. Este impacto llega con cierto desfase ya que el coste de la deuda no se ajusta inmediatamente. Este mismo desfase limitará la mejora esperada tras la bajada de tipos (2,25% abril 2025 vs 4% enero 2024), presionando el BN en 2025e-2026e. Para 2025e estimamos deuda neta de EUR 271,1 Mn y un resultado financiero de EUR -21,1Mn (-6% vs 2024, c.80% s/EBIT 25e).

Empeoramiento de la macro. Pese a la diversificación realizada durante los últimos años (menor dependencia del ciclo), el negocio de alquiler a corto plazo (37% s/ingresos) se vería afectado por un menor crecimiento macro.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

GAM está sentando las bases para reducir la "pesada estructura" del negocio (alto CAPEX, amortización y elevada deuda). Lo que, junto a la bajada de tipos de interés, permitirá trasladar el crecimiento a BN y FCF (positivo en 2027e). Hoy cotizando a múltiplos EV/EBITDA 2025e de 5,8x (vs c. 5x sector en Europa).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	21,2	22,3	24,4	22,0	23,9	23,9	23,9	23,9
Inmovilizado material	151,7	201,3	237,3	328,5	335,0	349,0	362,3	374,2
Otros activos no corrientes	6,8	6,9	6,9	11,5	15,4	16,5	16,5	16,5
Inmovilizado financiero	3,6	3,8	5,7	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8
Fondo de comercio y otros intangibles	19,8	20,5	25,4	28,5	29,4	29,4	29,4	29,4
Activo circulante	49,9	70,6	92,4	105,3	114,4	123,4	131,3	138,9
Total activo	**253,0**	**325,3**	**392,0**	**498,1**	**520,9**	**545,0**	**566,1**	**585,6**
Patrimonio neto	81,9	84,5	93,5	101,9	105,2	110,6	121,3	137,0
Minoritarios	0,3	0,4	4,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Provisiones y otros pasivos a LP	13,7	30,7	39,2	52,3	59,1	59,1	59,1	59,1
Otros pasivos no corrientes	18,5	17,2	19,9	18,5	20,7	20,7	20,7	20,7
Deuda financiera neta	108,6	147,5	179,5	246,0	258,3	271,1	276,3	275,0
Pasivo circulante	30,0	44,9	55,8	77,3	75,5	81,4	86,7	91,7
Total pasivo	**253,0**	**325,3**	**392,0**	**498,1**	**520,9**	**545,0**	**566,1**	**585,6**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**134,1**	**169,1**	**225,7**	**283,6**	**304,0**	**327,8**	**349,0**	**369,1**	***22,7%***	***6,7%***
Cto.Total Ingresos	*-6,3%*	*26,1%*	*33,5%*	*25,6%*	*7,2%*	*7,8%*	*6,5%*	*5,7%*		
Coste de ventas	(42,2)	(60,1)	(80,6)	(105,5)	(110,5)	(122,0)	(129,9)	(136,8)		
Margen Bruto	**91,9**	**109,0**	**145,1**	**178,0**	**193,6**	**205,8**	**219,2**	**232,2**	***20,5%***	***6,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*68,5%*	*64,4%*	*64,3%*	*62,8%*	*63,7%*	*62,8%*	*62,8%*	*62,9%*		
Gastos de personal	(35,8)	(43,1)	(52,7)	(68,0)	(76,5)	(80,4)	(84,8)	(89,1)		
Otros costes de explotación	(25,2)	(29,5)	(42,3)	(48,1)	(51,1)	(53,1)	(55,9)	(58,6)		
EBITDA recurrente	**30,9**	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**72,4**	**78,5**	**84,5**	***20,9%***	***8,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-9,0%*	*18,0%*	*37,6%*	*23,6%*	*6,5%*	*9,7%*	*8,5%*	*7,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*23,0%*	*21,5%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*22,1%*	*22,5%*	*22,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,0)	(0,7)	-	-	-	(1,5)	-	-		
EBITDA	**29,8**	**35,7**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**70,9**	**78,5**	**84,5**	***22,0%***	***8,6%***
Depreciación y provisiones	(20,6)	(20,0)	(26,9)	(33,4)	(32,0)	(34,8)	(35,7)	(36,5)		
Gastos capitalizados	6,3	7,2	8,0	10,1	13,4	13,0	13,9	14,7		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,1)	(12,1)	(14,3)	(16,2)	(22,9)	(23,6)	(24,2)	(24,7)		
EBIT	**7,5**	**10,8**	**16,9**	**22,4**	**24,5**	**25,6**	**32,6**	**38,0**	***34,2%***	***15,9%***
Cto.EBIT	*-30,8%*	*43,6%*	*56,2%*	*32,5%*	*9,1%*	*4,8%*	*27,1%*	*16,8%*		
EBIT / Ingresos	*5,6%*	*6,4%*	*7,5%*	*7,9%*	*8,0%*	*7,8%*	*9,3%*	*10,3%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	0,8	0,8	-	-	-		
Resultado financiero neto	(7,0)	(7,5)	(9,6)	(16,3)	(22,5)	(21,1)	(20,3)	(18,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,3	0,2	(0,3)	0,0	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**0,8**	**3,5**	**7,0**	**6,9**	**2,7**	**4,5**	**12,3**	**19,2**	***33,4%***	***92,8%***
Cto.Beneficio ordinario	*161,2%*	*316,4%*	*100,1%*	*-1,7%*	*-61,3%*	*67,5%*	*174,6%*	*55,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,8**	**3,5**	**7,0**	**6,9**	**2,7**	**4,5**	**12,3**	**19,2**	***33,4%***	***92,8%***
Impuestos	0,3	(0,8)	0,8	2,1	1,7	1,1	(1,2)	(2,9)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*23,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,0%*	*15,0%*		
Minoritarios	(0,0)	(0,1)	(0,2)	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**1,1**	**2,6**	**7,7**	**9,1**	**4,4**	**5,6**	**11,1**	**16,3**	***40,1%***	***54,8%***
Cto.Beneficio neto	*-97,1%*	*130,4%*	*190,8%*	*18,5%*	*-51,5%*	*27,5%*	*97,7%*	*47,1%*		
Beneficio ordinario neto	**1,9**	**3,2**	**6,8**	**6,9**	**2,7**	**6,0**	**11,1**	**16,3**	***10,0%***	***81,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*795,1%*	*70,3%*	*116,2%*	*1,6%*	*-60,9%*	*120,2%*	*85,2%*	*47,1%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**72,4**	**78,5**	**84,5**	***20,9%***	***8,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,9)	(7,9)	(7,9)		
Var.capital circulante						(3,0)	(2,7)	(2,6)		
Cash Flow operativo recurrente						**61,5**	**67,9**	**74,1**	***15,8%***	***16,1%***
CAPEX						(51,4)	(51,3)	(50,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(21,1)	(20,3)	(18,9)		
Impuestos						-	(1,2)	(2,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**(11,1)**	**(4,8)**	**1,8**	***-65,5%***	***27,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(12,6)**	**(4,8)**	**1,8**	***0,1%***	***29,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,2)	(0,4)	(0,6)		
Variación de Deuda financiera neta						**12,8**	**5,2**	**(1,3)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**72,4**	**78,5**	**84,5**	***21,9%***	***8,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*18,0%*	*37,6%*	*23,6%*	*6,5%*	*9,7%*	*8,5%*	*7,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*21,5%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*22,1%*	*22,5%*	*22,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(7,9)	(7,9)	(7,9)	(7,9)		
+/- Var. Capital circulante	(5,8)	(10,9)	8,5	(10,8)	(3,0)	(2,7)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**24,6**	**32,7**	**63,7**	**47,3**	**61,5**	**67,9**	**74,1**	***24,3%***	***16,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-6,5%*	*32,8%*	*94,8%*	*-25,8%*	*29,9%*	*10,5%*	*9,1%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*14,6%*	*14,5%*	*22,5%*	*15,6%*	*18,8%*	*19,5%*	*20,1%*		
- CAPEX	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(51,4)	(51,3)	(50,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,5)	(9,6)	(15,5)	(19,5)	(21,1)	(20,3)	(18,9)		
- Impuestos	(0,9)	0,8	(1,9)	(2,8)	-	(1,2)	(2,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(11,1)**	**(4,8)**	**1,8**	***-29,3%***	***27,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-247,8%*	*-125,9%*	*-71,2%*	*44,2%*	*56,8%*	*56,4%*	*137,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,7)	-	-	15,6	(1,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(8,7)	(6,2)	(19,9)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(21,3)**	**(33,0)**	**(66,0)**	**(10,1)**	**(12,6)**	**(4,8)**	**1,8**	***22,1%***	***29,7%***
Cto. Free Cash Flow	*-110,9%*	*-55,1%*	*-99,7%*	*84,7%*	*-25,0%*	*61,6%*	*137,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		

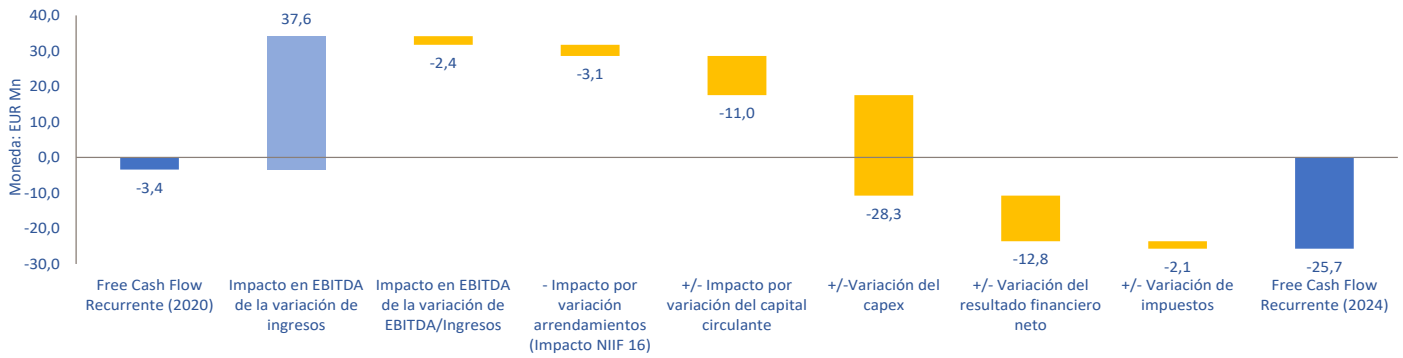
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(3,4)**	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(11,1)**	**(4,8)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	8,1	12,2	12,8	4,5	5,2	4,7	4,5
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,5)	1,5	(1,0)	(0,5)	1,2	1,4	1,5
= Variación EBITDA recurrente	**5,6**	**13,7**	**11,8**	**4,0**	**6,4**	**6,1**	**6,0**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(0,5)	(0,2)	(1,2)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,0)	(5,1)	19,4	(19,3)	7,7	0,3	0,2
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,7)**	**8,1**	**31,0**	**(16,4)**	**14,2**	**6,5**	**6,2**
+/-Variación del CAPEX	(8,7)	(19,7)	(41,5)	41,6	(0,7)	0,2	0,8
+/- Variación del resultado financiero neto	2,1	(5,1)	(5,9)	(4,0)	(1,6)	0,9	1,4
+/- Variación de impuestos	(0,2)	1,7	(2,7)	(0,9)	2,8	(1,2)	(1,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(8,5)**	**(15,0)**	**(19,2)**	**20,3**	**14,6**	**6,3**	**6,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(11,1)**	**(4,8)**	**1,8**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**10,8**	**16,9**	**22,4**	**24,5**	**25,6**	**32,6**	**38,0**	***31,2%***	***15,9%***
** Tasa fiscal teórica*	*23,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*10,0%*	*15,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,5)	-	-	-	-	(3,3)	(5,7)		
EBITDA recurrente	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**72,4**	**78,5**	**84,5**	***21,9%***	***8,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,0)	(6,5)	(6,7)	(7,9)	(7,9)	(7,9)	(7,9)		
+/- Var. Capital circulante	(5,8)	(10,9)	8,5	(10,8)	(3,0)	(2,7)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**24,6**	**32,7**	**63,7**	**47,3**	**61,5**	**67,9**	**74,1**	***24,3%***	***16,1%***
- CAPEX	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(51,4)	(51,3)	(50,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,5)	-	-	-	-	(3,3)	(5,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(9,0)**	**(18,1)**	**(28,6)**	**(3,4)**	**10,0**	**13,4**	**17,9**	***27,5%***	***93,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-329,8%*	*-101,5%*	*-58,1%*	*88,0%*	*393,3%*	*33,5%*	*33,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%	3,8%	4,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(8,7)	(6,2)	(19,9)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(17,7)**	**(24,3)**	**(48,6)**	**(3,4)**	**10,0**	**13,4**	**17,9**	***42,2%***	***93,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-918,6%*	*-37,1%*	*-100,2%*	*93,0%*	*393,3%*	*33,5%*	*33,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4%*	*3,2%*	*4,3%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4%*	*3,2%*	*4,3%*		

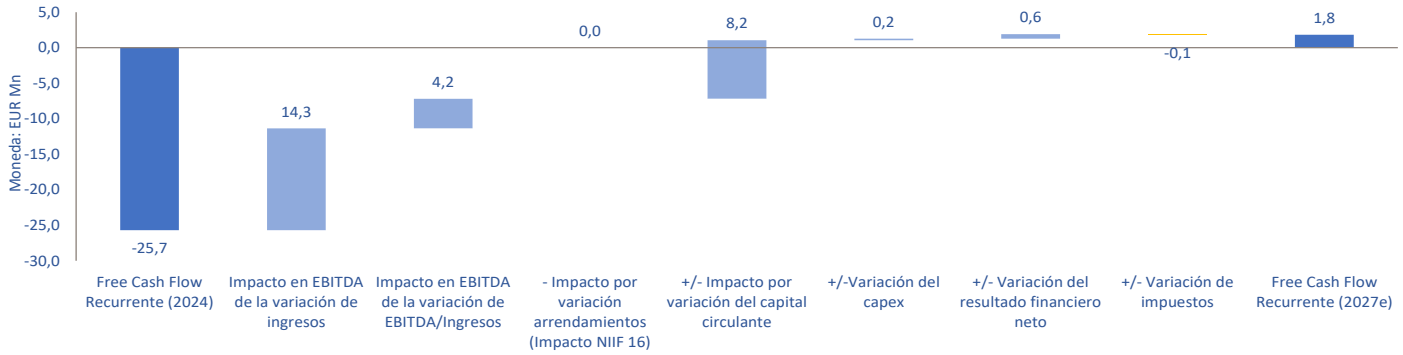
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

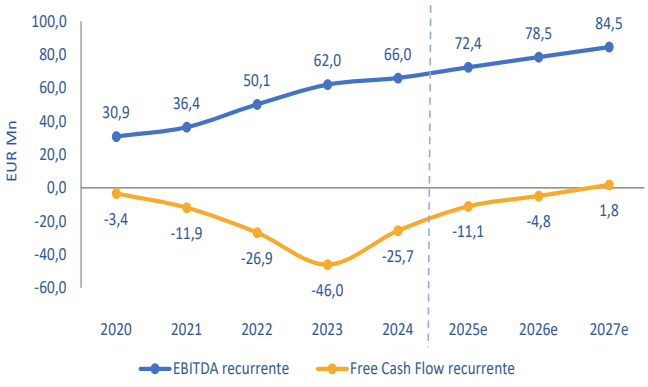
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



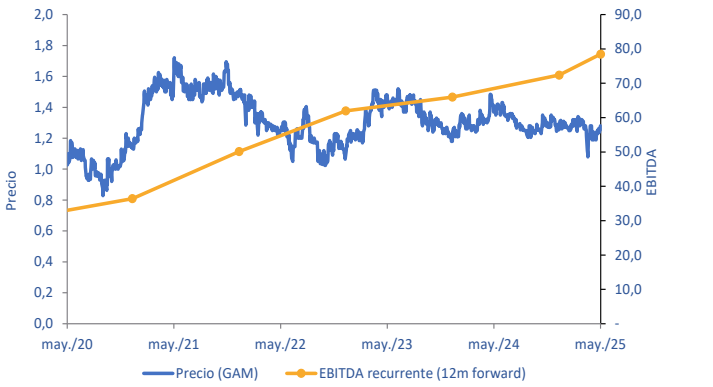
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	5,9	-4,2	-9,4	0,0	0,8	22,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,8	-12,0	-27,3	-17,8	-38,4	-41,7
vs Euro STOXX 50	1,4	-1,5	-14,3	-8,1	-29,8	-33,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-3,4	-12,6	-20,6	-19,0	-14,0	-31,7
vs Segmento Micro Cap España (1)	1,6	-8,7	-14,2	-11,6	-3,5	-19,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,2	-6,5	-7,1	-4,0	12,1	-6,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	-3,9	-5,1	-18,9	-10,5	-34,7	-41,4

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**10,0**	**13,4**	**17,9**	**356,0**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**119,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**258,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	31,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	68,4%	D	=	=
WACC	**6,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,1%**	**7,1%**
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	119,2	
+ Minoritarios	2,0	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	39,6	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	258,3	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	2,8	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**416,3**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	4,0%	3,6%	5,9%	6,3%	5,9%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-0,6%	0,4%
FCF Yield - WACC	n.a.	-2,3%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	24,7%	86,2	4,8x
Central	22,5%	78,5	5,3x
Min	20,3%	70,8	5,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	13,2%	14,7%	16,2%
86,2	8,1	2,8	(2,4)
78,5	0,4	(4,8)	(10,1)
70,8	(7,3)	(12,5)	(17,7)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	6,8%	2,4%	n.a.
Central	0,3%	n.a.	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Europa				USA				
	EUR Mn	Ashtead Group	VP	Speedy Hire	Average	United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.	Average	GAM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AHT-GB	VP-GB	SDY-GB		URI-US	HRI-US	HEES-US		GAM-ES
	País	UK	UK	UK		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	21.570,3	285,2	142,6		40.112,7	3.157,1	3.058,9		119,2
	Enterprise value (EV)	31.798,7	519,6	387,4		51.969,5	7.564,5	4.464,5		416,3
Información financiera básica	Total Ingresos	9.988,9	459,1	536,5		14.010,1	3.210,5	1.341,7		327,8
	Cto.Total Ingresos	*4,2%*	*3,8%*	*4,9%*	*4,3%*	*3,6%*	*2,1%*	*0,4%*	*2,0%*	*7,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*7,2%*	*5,0%*	*4,3%*	*n.a.*	*4,7%*	*6,1%*
	EBITDA	4.611,6	132,8	122,1		6.410,5	1.380,8	589,5		70,9
	Cto. EBITDA	*4,3%*	*1,9%*	*6,0%*	*4,1%*	*4,3%*	*1,1%*	*2,2%*	*2,5%*	*7,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,0%*	*5,6%*	*6,5%*	*n.a.*	*6,0%*	*9,2%*
	EBITDA/Ingresos	*46,2%*	*28,9%*	*22,8%*	*32,6%*	*45,8%*	*43,0%*	*43,9%*	*44,2%*	*21,6%*
	EBIT	2.415,7	57,2	34,7		3.610,0	607,4	185,9		25,6
	Cto. EBIT	*4,3%*	*3,0%*	*19,6%*	*9,0%*	*0,7%*	*-7,3%*	*-4,4%*	*-3,7%*	*4,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*10,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*10,3%*	*7,6%*	*14,8%*	*n.a.*	*11,2%*	*21,9%*
	EBIT/Ingresos	*24,2%*	*12,5%*	*6,5%*	*14,4%*	*25,8%*	*18,9%*	*13,9%*	*19,5%*	*7,8%*
	Beneficio Neto	1.463,8	30,5	10,0		2.289,9	274,1	96,4		5,6
	Cto. Beneficio Neto	*6,7%*	*0,4%*	*148,0%*	*51,7%*	*0,9%*	*47,4%*	*-11,1%*	*12,4%*	*27,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*14,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*14,0%*	*8,4%*	*27,5%*	*n.a.*	*18,0%*	*70,6%*
	CAPEX/Ventas	*18,2%*	*14,7%*	*7,7%*	*13,5%*	*20,9%*	*24,0%*	*23,9%*	*22,9%*	*15,7%*
	Free Cash Flow	1.916,7	33,6	15,9		1.872,7	204,0	n.a.		(12,6)
	Deuda financiera Neta	8.134,6	198,4	144,8		11.327,1	3.560,3	1.529,7		271,1
	DN/EBITDA (x)	1,8	1,5	1,2	1,5	1,8	2,6	2,6	2,3	3,7
	Pay-out	*28,9%*	*62,0%*	*133,8%*	*74,9%*	*17,8%*	*25,6%*	*36,5%*	*26,6%*	*3,5%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,5	8,4	9,7	10,9	16,2	10,1	31,2	19,2	21,3
	P/BV (x)	3,2	1,6	0,7	1,9	4,8	2,3	4,9	4,0	1,1
	EV/Ingresos (x)	3,2	1,1	0,7	1,7	3,7	2,4	3,3	3,1	1,3
	EV/EBITDA (x)	6,9	3,9	3,2	4,7	8,1	5,5	7,6	7,1	5,8
	EV/EBIT (x)	13,2	9,1	11,2	11,1	14,4	12,5	24,0	17,0	16,3
	ROE	*22,2*	*19,3*	*7,4*	*16,3*	*29,7*	*23,2*	*15,7*	*22,9*	*5,2*
	FCF Yield (%)	*8,9*	*11,8*	*11,2*	*10,6*	*4,7*	*6,5*	*n.a.*	*5,6*	*n.a.*
	DPA	*0,97*	*0,48*	*0,03*	*0,49*	*6,16*	*2,47*	*0,97*	*3,20*	*0,00*
	Dvd Yield	*1,9%*	*6,7%*	*9,4%*	*6,0%*	*1,0%*	*2,2%*	*1,2%*	*1,5%*	*0,2%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**103,9**	**105,1**	**105,2**	**116,4**	**132,0**	**142,7**	**134,1**	**169,1**	**225,7**	**283,6**	**304,0**	**327,8**	**349,0**	**369,1**	***11,3%***	***6,7%***
Cto. Total ingresos	*-14,0%*	*1,2%*	*0,0%*	*10,7%*	*13,4%*	*8,1%*	*-6,0%*	*26,1%*	*33,5%*	*25,6%*	*7,2%*	*7,8%*	*6,5%*	*5,7%*		
EBITDA	**4,8**	**6,1**	**14,1**	**22,4**	**31,9**	**35,2**	**29,8**	**35,7**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**70,9**	**78,5**	**84,5**	***30,1%***	***8,6%***
Cto. EBITDA	*-4,1%*	*27,6%*	*133,2%*	*58,7%*	*42,1%*	*10,2%*	*-15,2%*	*19,8%*	*40,3%*	*23,6%*	*6,5%*	*7,4%*	*10,7%*	*7,6%*		
EBITDA/Ingresos	*4,6%*	*5,8%*	*13,4%*	*19,3%*	*24,2%*	*24,6%*	*22,2%*	*21,1%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*21,6%*	*22,5%*	*22,9%*		
Beneficio neto	**(28,3)**	**(5,8)**	**(11,1)**	**(7,7)**	**(4,0)**	**40,0**	**1,1**	**2,6**	**7,7**	**9,1**	**4,4**	**5,6**	**11,1**	**16,3**	***8,0%***	***54,8%***
Cto. Beneficio neto	*-65,7%*	*79,4%*	*-91,5%*	*30,5%*	*47,9%*	*n.a.*	*-97,1%*	*130,4%*	*190,8%*	*18,5%*	*-51,5%*	*27,5%*	*97,7%*	*47,1%*		
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)	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,03	0,08	0,10	0,05	0,06	0,12	0,17	*7,2%*	*54,6%*
Cto. BPA	*-50,5%*	*94,6%*	*-7,9%*	*30,7%*	*47,9%*	*n.a.*	*-98,4%*	*61,2%*	*n.a.*	*18,9%*	*-51,5%*	*27,0%*	*97,7%*	*47,1%*		
BPA ord. (EUR)	-4,38	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,03	0,03	0,07	0,07	0,03	0,06	0,12	0,17	*7,2%*	*81,5%*
Cto. BPA ord.	*-50,5%*	*94,6%*	*-7,9%*	*30,7%*	*47,9%*	*n.a.*	*-97,5%*	*19,1%*	*n.a.*	*2,0%*	*-60,9%*	*n.a.*	*85,2%*	*47,1%*		
CAPEX	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(51,4)	(51,3)	(50,5)		
CAPEX/Vtas % [1]	*0,2%*	*22,6%*	*29,8%*	*19,7%*	*18,8%*	*15,3%*	*16,7%*	*18,4%*	*22,5%*	*32,6%*	*16,7%*	*15,7%*	*14,7%*	*13,7%*		
Free Cash Flow	**16,5**	**(2,6)**	**(14,2)**	**11,4**	**9,2**	**7,9**	**(10,1)**	**(21,3)**	**(33,0)**	**(66,0)**	**(10,1)**	**(12,6)**	**(4,8)**	**1,8**	***-10,1%***	***29,7%***
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*27,1x*	*12,3x*	*7,8x*	*5,9x*	*4,1x*	*3,6x*	*4,1x*	*3,6x*	*4,0x*	*3,9x*	*3,8x*	3,5x	3,3x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*66,1x*	*53,8x*	*13,2x*	*12,3x*	*27,0x*	*21,3x*	10,8x	7,3x		
EV/Vtas (x)	*2,64x*	*2,32x*	*2,54x*	*1,98x*	*1,74x*	*1,71x*	*1,69x*	*1,87x*	*1,41x*	*1,45x*	*1,43x*	*1,27x*	1,19x	1,13x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*40,2x*	*18,9x*	*10,3x*	*7,2x*	*6,9x*	*7,6x*	*8,9x*	*6,3x*	*6,6x*	*6,6x*	*5,9x*	5,3x	4,9x		
Comport. Absoluto	*-70,8%*	*14,3%*	*16,7%*	*-41,1%*	*-22,4%*	*56,3%*	*-25,5%*	*31,1%*	*-28,8%*	*10,8%*	*6,8%*	*0,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-71,9%*	*23,1%*	*19,1%*	*-45,1%*	*-8,8%*	*39,8%*	*-11,9%*	*21,5%*	*-24,6%*	*-9,7%*	*-7,0%*	*-17,8%*				

(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).

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 81% de las ventas en 2024 se generaron en Iberia. Tiene tres líneas de negocio: (i) alimentación (70% de las ventas 2024), (ii) farmacia/ cosmética (21%) y (iii) otros (9%). Cotiza en BME Growth desde noviembre 2023.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,5	10,8
EV (Mn EUR y USD)	12,0	13,6
Número de Acciones (Mn)	6,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,79 / 1,58 / 1,39	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación[1]	2,4	
Factset / Bloomberg	IFLEX-ES / IFLEX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

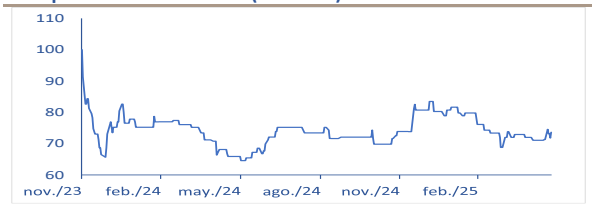
Estructura Accionarial (%)[3] [4]

Familia Puig	52,2
Flycorp SL	11,2
IVI Grupo Cosimet SL	11,2
Mirling Europe SL	11,2
Free Float	7,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	6,0	8,1	9,6	9,6
Total Ingresos	14,4	15,3	16,6	18,0
EBITDA Rec.	1,6	1,7	2,1	2,6
% Var.	*-13,5*	*6,7*	*25,9*	*22,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*11,1*	*11,2*	*13,0*	*14,7*
% Var EBITDA sector [2]	*5,5*	*10,9*	*9,8*	*9,1*
Beneficio neto	0,8	0,7	1,3	1,7
BPA (EUR)	0,14	0,09	0,13	0,18
% Var.	*-2,0*	*-37,4*	*50,9*	*35,2*
BPA ord. (EUR)	0,15	0,11	0,13	0,18
% Var.	*-10,9*	*-24,6*	*21,5*	*35,2*
Free Cash Flow Rec.	0,7	0,8	1,2	1,6
Pay-out (%)	*59,0*	*50,0*	*50,0*	*50,0*
DPA (EUR)	0,08	0,04	0,07	0,09
Deuda financiera neta	2,9	-1,2	-2,0	-2,8
DN / EBITDA Rec.(x)	1,8	-0,7	-0,9	-1,0
ROE (%)	*21,1*	*10,2*	*12,6*	*15,6*
ROCE (%)	*14,1*	*10,2*	*15,4*	*20,5*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	11,1	17,7	11,8	8,7
PER Ordinario	10,8	14,3	11,8	8,7
P/BV	2,2	1,0	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	*5,3*	*2,8*	*4,3*	*5,8*
EV/Ventas	0,84	0,79	0,73	0,67
EV/EBITDA Rec.	7,5	7,0	5,6	4,6
EV/EBIT	11,6	13,6	8,2	6,1
FCF Yield (%)	*7,3*	*8,3*	*12,9*	*16,4*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*2,3*	*-7,7*	*11,7*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.
(3) Otros: Miquel Angel Bonachera Sierra 5,2%, Autocartera 2,1%
(4) Otros: Estructura accionarial post ampliación

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025?

2025, buen desempeño orgánico. Estimamos un crecimiento en ventas del +6,3%, ligera mejora en margen bruto -consolidando la ganancia de 1 p.p. de 2024- y un crecimiento del EBITDA Rec. en línea con ventas (+6,7%). Esperamos una aceleración en EBITDA Rec. en 2026e y 2027e (CAGR 2024-2027 +18%) por la dilución de los costes de estructura.

Año transformacional… importante ampliación de capital (c.2x3 obteniendo EUR 5,3Mn) "transformando" IFLEX cuantitativa (posición neta de caja) y cualitativamente (opcionalidad M&A y entrada en accionariado y en Consejo -con pacto de accionistas- de tres inversores a largo plazo de origen industrial).

… con un balance reforzado. IFLEX pasa de una situación cómoda (DN/EBITDA Rec. 1,8x 2024) a posición neta de caja (EUR 1,2Mn) que da músculo para crecer orgánica e inorgánicamente manteniendo un dividendo atractivo (50% payout).

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

Exposición a mercados anticíclicos/defensivos creciendo al 5%-6% anual que también ofrecen potencial de "build-up" dada su fragmentación.

Entrada de inversores con "pedigree" industrial, que validan la gestión y la estrategia de IFLEX con una inversión a largo plazo a precios de mercado, con presencia en el Consejo (4 asientos de 8) y con pacto de accionistas con mayorías reforzadas.

Uso de los recursos. Aceleración del crecimiento orgánico en un negocio con un ROCE 2026e de c.15% (IFLEX invertirá en 2025 en terrenos para aumentar capacidad a medio plazo y seguirá reforzando equipo de ventas) y análisis de oportunidades de M&A de empresas del mismo sector de propiedad familiar.

2025e-2030e: tras la ampliación se incrementa la oportunidad de crecimiento. El documento de la ampliación contiene unas proyecciones a medio plazo aprobadas por el Consejo con CAGR 2024-2029 en ingresos y EBITDA ajustado del +13% y +24%, respectivamente.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Cambio de estructura accionarial para activar el crecimiento. La familia Puig tiene más del 70% de las acciones antes de la ampliación (c.50% tras ampliación). La ampliación – a, prácticamente, precio de mercado – conlleva la entrada de tres inversores de perfil industrial que estimamos tendrán cada uno ligeramente por encima del 11% (tras la ampliación) y la firma de un pacto de accionistas. El buen funcionamiento del Consejo es clave para una inversión rentable de los fondos procedentes de la ampliación y del FCF de IFLEX.

M&A: riesgo de ejecución. El sector de embalaje flexible está muy fragmentado en España (y en Europa) con más de 90 empresas con ventas similares a las de IFLEX. Esto representa una oportunidad y un reto (integración) para IFLEX que carece de un track record reciente en M&A. La ampliación implica necesariamente la "obligación" de crecer no orgánicamente y ejecutar operaciones de M&A.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Un valor industrial cotizando a múltiplos objetivamente bajos. IFLEX está cotizando a unos múltiplos EV/EBITDA Rec. 2025e de 7,0x y 2026e de 5,6x para un negocio de calidad y fundamentales especialmente robustos. Sin áreas de riesgo ni operativo, ni financiero ni comercial, la captación de fondos vía ampliación abre la opción de pasar del bajo crecimiento en ingresos (c.2-3% 2023-2024) a crecimientos estables por encima del +5% y mejorar márgenes. Haciendo más visibles los bajos múltiplos.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Inmovilizado material	4,8	4,1	3,9	4,2	4,3	5,4	5,1	5,0
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1
Inmovilizado financiero	0,5	0,5	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	3,3	5,2	4,9	4,7	4,1	4,5	4,9	5,3
Total activo	**8,6**	**9,8**	**9,1**	**9,6**	**9,1**	**10,7**	**10,8**	**11,1**
Patrimonio neto	2,2	2,0	1,8	3,8	4,2	9,8	10,6	11,6
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Deuda financiera neta	4,8	5,2	4,6	3,4	2,9	(1,2)	(2,0)	(2,8)
Pasivo circulante	1,3	2,0	2,2	1,9	1,7	1,8	1,9	2,1
Total pasivo	**8,6**	**9,8**	**9,1**	**9,6**	**9,1**	**10,7**	**10,8**	**11,1**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**8,6**	**9,2**	**13,7**	**14,0**	**14,4**	**15,3**	**16,6**	**18,0**	***13,7%***	***7,8%***
Cto.Total Ingresos	*13,1%*	*7,2%*	*48,3%*	*2,7%*	*2,4%*	*6,3%*	*8,5%*	*8,5%*		
Coste de ventas	(4,7)	(5,2)	(7,7)	(7,4)	(7,4)	(7,9)	(8,5)	(9,2)		
Margen Bruto	**3,9**	**4,0**	**5,9**	**6,6**	**6,9**	**7,4**	**8,0**	**8,7**	***15,3%***	***8,0%***
Margen Bruto / Ingresos	*45,7%*	*43,1%*	*43,5%*	*47,3%*	*48,3%*	*48,4%*	*48,5%*	*48,6%*		
Gastos de personal	(1,8)	(1,8)	(2,1)	(2,7)	(3,0)	(3,3)	(3,4)	(3,5)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)		
EBITDA recurrente	**0,7**	**0,6**	**1,8**	**1,8**	**1,6**	**1,7**	**2,1**	**2,6**	***24,5%***	***18,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*-0,5%*	*-3,7%*	*176,9%*	*4,1%*	*-13,5%*	*6,7%*	*25,9%*	*22,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,8%*	*7,0%*	*13,0%*	*13,2%*	*11,1%*	*11,2%*	*13,0%*	*14,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	-	-		
EBITDA	**0,7**	**0,6**	**1,7**	**1,7**	**1,6**	**1,5**	**2,1**	**2,6**	***23,9%***	***18,8%***
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,3**	**0,2**	**1,3**	**1,2**	**1,0**	**0,9**	**1,5**	**2,0**	***37,5%***	***23,9%***
Cto.EBIT	*-13,1%*	*-29,5%*	*512,2%*	*-2,9%*	*-14,7%*	*-15,0%*	*66,0%*	*34,8%*		
EBIT / Ingresos	*3,4%*	*2,2%*	*9,2%*	*8,7%*	*7,2%*	*5,8%*	*8,8%*	*11,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**0,2**	**0,1**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**1,5**	**2,0**	***49,2%***	***30,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*-18,7%*	*-54,5%*	*n.a.*	*-10,9%*	*-8,0%*	*-8,8%*	*78,8%*	*35,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,2**	**0,1**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**1,5**	**2,0**	***49,2%***	***30,2%***
Impuestos	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Tasa fiscal efectiva	*28,2%*	*26,1%*	*18,7%*	*12,3%*	*6,5%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,1**	**0,1**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**1,3**	**1,7**	***59,3%***	***27,1%***
Cto.Beneficio neto	*-17,3%*	*-53,1%*	*n.a.*	*-3,8%*	*-2,0%*	*-15,1%*	*78,8%*	*35,2%*		
Beneficio ordinario neto	**0,1**	**0,1**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**1,3**	**1,7**	***60,5%***	***25,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-17,3%*	*-53,1%*	*n.a.*	*2,4%*	*-10,9%*	*2,3%*	*44,0%*	*35,2%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**1,7**	**2,1**	**2,6**	***24,5%***	***18,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,3)	(0,2)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**1,4**	**1,9**	**2,4**	***25,5%***	***4,9%***
CAPEX						(0,4)	(0,5)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	0,0	0,0		
Impuestos						(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,8**	**1,2**	**1,6**	***54,7%***	***30,9%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,2)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,1)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						(0,2)	-	-		
Free Cash Flow						**(0,7)**	**1,2**	**1,6**	***59,9%***	***16,8%***
Ampliaciones de capital						5,3	-	-		
Dividendos						(0,4)	(0,5)	(0,8)		
Variación de Deuda financiera neta						**(4,2)**	**(0,7)**	**(0,8)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**0,6**	**1,8**	**1,8**	**1,6**	**1,7**	**2,1**	**2,6**	***35,6%***	***18,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*-3,7%*	*176,9%*	*4,1%*	*-13,5%*	*6,7%*	*25,9%*	*22,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,0%*	*13,0%*	*13,2%*	*11,1%*	*11,2%*	*13,0%*	*14,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,2)	0,5	(0,1)	0,5	(0,3)	(0,2)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,6)**	**2,3**	**1,7**	**2,1**	**1,4**	**1,9**	**2,4**	***76,1%***	***4,9%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-171,7%*	*485,8%*	*-25,5%*	*20,4%*	*-33,2%*	*38,7%*	*24,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*16,8%*	*12,2%*	*14,3%*	*9,0%*	*11,5%*	*13,2%*		
- CAPEX	(0,5)	(0,3)	(0,9)	(1,1)	(0,4)	(0,5)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,0	0,0		
- Impuestos	-	-	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
= Free Cash Flow recurrente	**(1,2)**	**1,9**	**0,4**	**0,7**	**0,8**	**1,2**	**1,6**	***36,9%***	***30,9%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*254,8%*	*-78,5%*	*69,9%*	*13,3%*	*55,6%*	*27,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*14,0%*	*2,9%*	*4,9%*	*5,2%*	*7,4%*	*8,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,2)	-	(0,2)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	0,1	(0,3)	0,3	(1,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,0)	(0,2)	-	-		
= Free Cash Flow	**(0,5)**	**2,0**	**(0,1)**	**1,0**	**(0,7)**	**1,2**	**1,6**	***58,8%***	***16,8%***
Cto. Free Cash Flow	*-426,2%*	*516,5%*	*-103,4%*	*n.a.*	*-172,3%*	*273,5%*	*27,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*20,0%*	*4,3%*	*7,3%*	*8,3%*	*12,9%*	*16,4%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*21,4%*	*n.a.*	*10,3%*	*n.a.*	*12,9%*	*16,4%*		

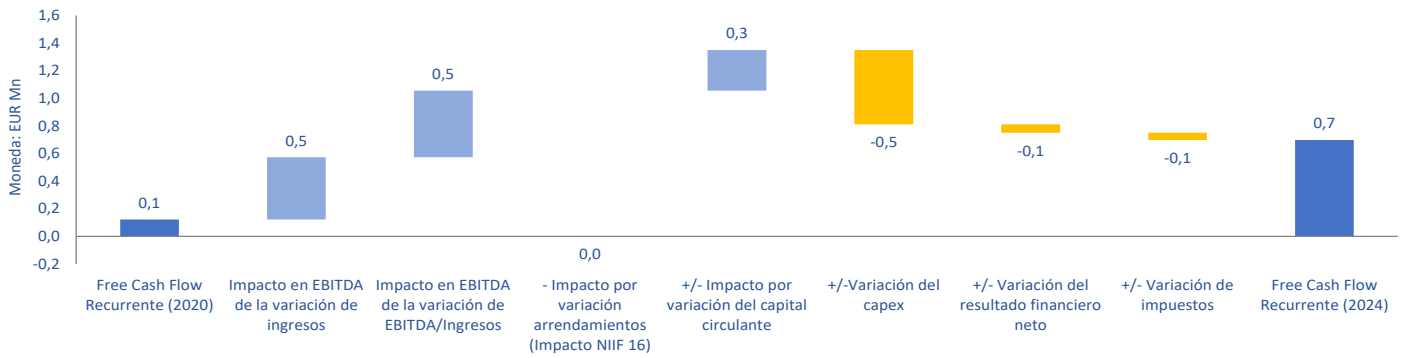
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**0,1**	**(1,2)**	**1,9**	**0,4**	**0,7**	**0,8**	**1,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,1)	0,8	0,0	(0,3)	0,0	0,3	0,3
= Variación EBITDA recurrente	**(0,0)**	**1,1**	**0,1**	**(0,2)**	**0,1**	**0,4**	**0,5**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,4)	1,8	(0,7)	0,6	(0,8)	0,1	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,4)**	**2,9**	**(0,6)**	**0,3**	**(0,7)**	**0,5**	**0,5**
+/-Variación del CAPEX	0,0	0,3	(0,6)	(0,2)	0,7	(0,1)	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,0	0,1	0,1	0,0
+/- Variación de impuestos	0,1	-	(0,2)	0,1	0,0	(0,1)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(1,4)**	**3,1**	**(1,5)**	**0,3**	**0,1**	**0,4**	**0,3**
Free Cash Flow Recurrente	**(1,2)**	**1,9**	**0,4**	**0,7**	**0,8**	**1,2**	**1,6**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**0,2**	**1,3**	**1,2**	**1,0**	**0,9**	**1,5**	**2,0**	***71,8%***	***23,9%***
** Tasa fiscal teórica*	*26,1%*	*18,7%*	*12,3%*	*6,5%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
EBITDA recurrente	**0,6**	**1,8**	**1,8**	**1,6**	**1,7**	**2,1**	**2,6**	***35,6%***	***18,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,2)	0,5	(0,1)	0,5	(0,3)	(0,2)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,6)**	**2,3**	**1,7**	**2,1**	**1,4**	**1,9**	**2,4**	***76,1%***	***4,9%***
- CAPEX	(0,5)	(0,3)	(0,9)	(1,1)	(0,4)	(0,5)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(1,2)**	**1,8**	**0,7**	**0,9**	**0,8**	**1,2**	**1,5**	***40,6%***	***19,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-666,4%*	*254,7%*	*-62,1%*	*33,0%*	*-7,9%*	*45,2%*	*26,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	13,2%	4,9%	6,3%	5,5%	7,3%	8,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	0,1	(0,3)	0,3	(1,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,0)	(0,2)	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,4)**	**1,9**	**0,4**	**1,2**	**(0,5)**	**1,2**	**1,5**	***69,0%***	***8,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-280,3%*	*557,8%*	*-79,5%*	*200,7%*	*-138,7%*	*363,2%*	*26,7%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*15,0%*	*5,7%*	*7,6%*	*7,0%*	*10,1%*	*12,8%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*16,1%*	*3,3%*	*9,9%*	*n.a.*	*10,1%*	*12,8%*		

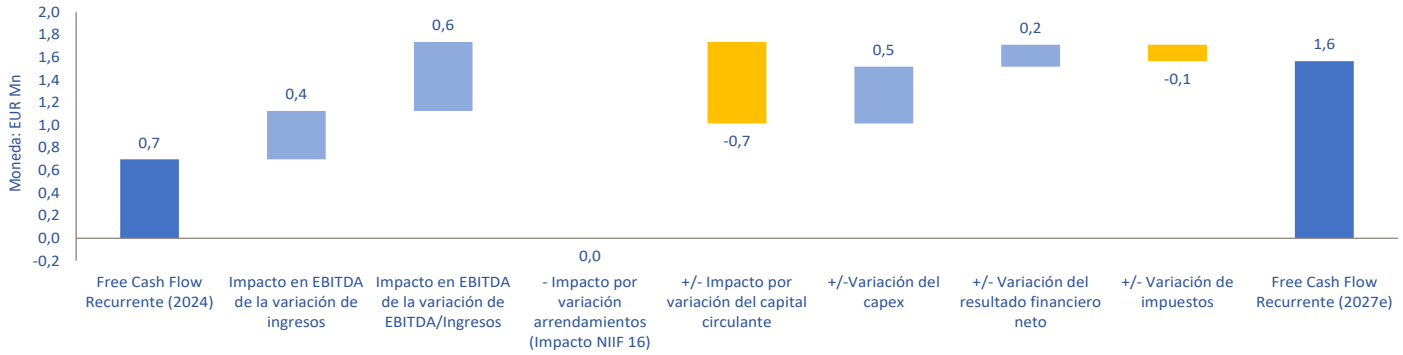
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

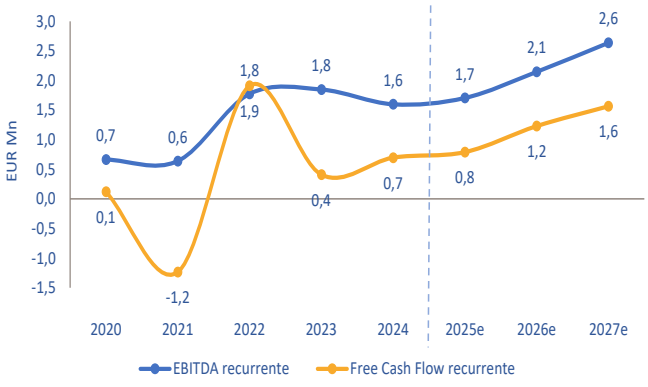
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



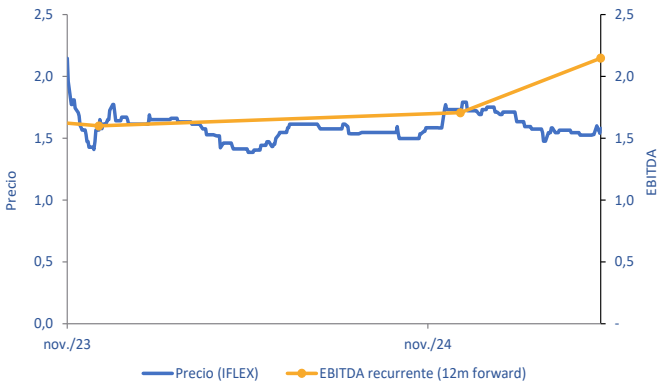
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,3	-7,7	11,7	-8,8	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-4,2	-15,2	-10,4	-25,0	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-2,1	-5,1	5,7	-16,1	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,7	-15,8	-2,1	-26,1	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	-1,9	-12,1	5,8	-19,3	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,6	-9,9	14,5	-12,4	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	-7,2	-8,6	0,0	-18,3	n.a.	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,5)**	**1,2**	**1,5**	**21,0**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**9,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**2,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta	4,2%	4,7%
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	76,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	23,1%	D	=	=
WACC	**8,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,9%**	**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	9,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	2,9	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**12,0**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	3,2%	2,2%	15,1%	16,0%	14,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	5,3%	11,7%
FCF Yield - WACC	-1,3%	4,0%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	14,3%	2,4	5,1x
Central	13,0%	2,1	5,6x
Min	11,7%	1,9	6,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	2,7%	3,0%	3,3%
2,4	1,5	1,4	1,4
2,1	1,3	1,2	1,2
1,9	1,1	1,0	1,0

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	15,7%	15,2%	14,6%
Central	13,4%	12,9%	12,4%
Min	11,2%	10,6%	10,1%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Packaging				
	EUR Mn	Amcor	Huhtamaki	Mondi	Average	IFLEX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AMCR-US	HUH1V-FI	MNDI-GB		IFLEX-ES
	País	UK	Finland	UK		Spain
	Market cap	18.207,8	3.551,8	6.212,5		9,5
	Enterprise value (EV)	24.560,7	4.828,6	8.383,9		12,0
Información financiera básica	Total Ingresos	12.983,6	4.178,4	7.983,5		15,3
	Cto.Total Ingresos	*8,0%*	*1,3%*	*6,9%*	*5,4%*	*6,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*24,4%*	*3,9%*	*5,8%*	*11,4%*	*8,5%*
	EBITDA	1.910,9	637,6	1.225,5		1,5
	Cto. EBITDA	*12,1%*	*7,3%*	*16,0%*	*11,8%*	*-4,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*31,6%*	*4,6%*	*11,9%*	*16,0%*	*32,3%*
	EBITDA/Ingresos	*14,7%*	*15,3%*	*15,4%*	*15,1%*	*9,9%*
	EBIT	1.525,1	419,5	743,3		0,9
	Cto. EBIT	*28,4%*	*13,1%*	*21,8%*	*21,1%*	*-15,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*30,4%*	*5,3%*	*17,3%*	*17,7%*	*49,6%*
	EBIT/Ingresos	*11,7%*	*10,0%*	*9,3%*	*10,4%*	*5,8%*
	Beneficio Neto	985,7	259,4	477,0		0,7
	Cto. Beneficio Neto	*53,2%*	*15,7%*	*117,3%*	*62,1%*	*-15,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*27,3%*	*8,2%*	*18,8%*	*18,1%*	*55,5%*
	CAPEX/Ventas	*4,0%*	*5,8%*	*10,1%*	*6,6%*	*2,8%*
	Free Cash Flow	1.028,6	218,8	102,5		(0,7)
	Deuda financiera Neta	9.250,0	1.167,0	2.541,2		(1,2)
	DN/EBITDA (x)	4,8	1,8	2,1	2,9	(0,7)
	Pay-out	*65,7%*	*47,0%*	*63,9%*	*58,9%*	*50,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	12,3	13,0	13,3	12,9	17,7
	P/BV (x)	2,0	1,6	1,2	1,6	1,0
	EV/Ingresos (x)	1,9	1,2	1,1	1,4	0,8
	EV/EBITDA (x)	12,9	7,6	6,8	9,1	7,0
	EV/EBIT (x)	16,1	11,5	11,3	13,0	13,6
	ROE	*16,0*	*12,2*	*9,3*	*12,5*	*10,2*
	FCF Yield (%)	*5,6*	*6,2*	*1,7*	*4,5*	*8,3*
	DPA	*0,45*	*1,16*	*0,69*	*0,77*	*0,04*
	Dvd Yield	*5,7%*	*3,5%*	*4,9%*	*4,7%*	*2,8%*

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inmobiliaria del Sur

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 11,40 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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. 71,5% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	212,8	241,4
EV (Mn EUR y USD)	428,1	485,7
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	11,60 / 9,15 / 7,95	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	3,4	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	71,5
Autocartera	1,5
Free Float	27,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,4	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	185,8	301,3	234,6	276,6
EBITDA Rec.	33,0	58,7	41,0	53,5
% Var.	*48,1*	*77,5*	*-30,0*	*30,3*
% EBITDA Rec./Ing.	*17,8*	*19,5*	*17,5*	*19,3*
% Var EBITDA sector (2)	*12,1*	*12,5*	*5,6*	*5,6*
Beneficio neto	21,0	36,5	23,0	32,5
BPA (EUR)	1,14	1,95	1,23	1,74
% Var.	*86,8*	*71,0*	*-36,9*	*41,2*
BPA ord. (EUR)	0,88	1,95	1,23	1,74
% Var.	*147,3*	*122,5*	*-36,9*	*41,2*
Free Cash Flow Rec.	38,3	22,7	1,9	21,8
Pay-out (%)	*47,9*	*48,0*	*48,0*	*48,0*
DPA (EUR)	0,55	0,94	0,59	0,83
Deuda financiera neta	202,0	189,6	205,2	194,5
DN / EBITDA Rec.(x)	6,1	3,2	5,0	3,6
ROE (%)	*14,0*	*21,7*	*12,5*	*16,4*
ROCE (%)	*7,2*	*11,6*	*7,6*	*9,7*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	10,0	5,8	9,3	6,6
PER Ordinario	13,0	5,8	9,3	6,6
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*4,8*	*8,2*	*5,2*	*7,3*
EV/Ventas	2,30	1,42	1,83	1,55
EV/EBITDA Rec.	13,0	7,3	10,4	8,0
EV/EBIT	12,0	7,7	11,2	8,5
FCF Yield (%)	*18,0*	*10,7*	*0,9*	*10,2*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*3,6*	*16,3*	*42,5*	*132,8*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Los resultados 1T25 son la primera piedra del salto en tamaño. Durante 1T24 se vendieron 200 viviendas, +111% vs 1T24. ISUR cierra el 1T25 con unos ingresos consolidados de EUR 30,0Mn (-17% vs 1T24), debido a una reducción de viviendas entregadas, que se compensará en los próximos trimestres, y un mix de producto con un menor precio medio. El negocio patrimonialista registra un incremento de ingresos del 7,3% hasta los EUR 4,8Mn, con una ocupación del 94,1% (+5,4p.p. vs 1T24 y +0,6p.p. vs diciembre 2024), lo que representa un máximo histórico.

El 2025e debería ser un año histórico para ISUR. Estimamos que entregue 700 viviendas (máximo registro histórico) y genere unos ingresos de EUR 301 Mn (+ 62% vs 2024), junto con un EBITDA de EUR 58,7Mn (+77,5% vs 2024; c.3x EBITDA 2023).

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

La cartera de preventas es el principal argumento, ofreciendo visibilidad de cara al salto de tamaño. En máximos históricos, y aportando mucha visibilidad, la cartera de preventas asciende a 1.050 viviendas (EUR 335Mn) lo que supone una ratio de cobertura de las entregas estimadas por la compañía de 91,6% 2025e y 44% 2026e. Las unidades en construcción y pendiente de entrega se sitúan en 1.029 viviendas.

Combinación de negocio promotor y patrimonial. El 48% del GAV de ISUR corresponde al negocio promotor (residencial y terciario) mientras que el 52% corresponde al negocio patrimonial (principalmente oficinas). El modelo híbrido permite reducir el riesgo promotor (más cíclico) con la mayor recurrencia y visibilidad de la cartera patrimonialista. La cartera patrimonial sigue con una ocupación elevada (94%) y aporta mucha recurrencia.

Actividad en Andalucía (Sevilla y Costa del Sol) y Madrid, en ciudades con previsiones de alto crecimiento de población para los próximos años. ISUR cuenta con un banco de suelo para la construcción de +3.800 viviendas (27,6% vendidas).

El negocio promotor y de construcción impulsado por las JVs. ISUR ha incrementado la actividad promotora y de construcción gracias a alianzas estratégicas de JVs. Esta estrategia permite a la compañía abarcar un mayor número de proyectos al mismo tiempo que mitiga el riesgo promotor.

Con promoción terciaria. ISUR cuenta con 3 proyectos en desarrollo en el sector terciario para los próximos dos años: dos edificios en Málaga con entrega en 2025-2026 y un edificio de oficinas en Madrid para uso propio (2026). Adicionalmente, hay 3 proyectos (en fase inicial) con entrega esperada más allá de 2027.

Vuelta a la "normalidad". Tras el pico en 2025e por el incremento en la actividad promotora, ISUR debería volver a sus niveles habituales de entregas, con 415 entregas en 2026 y 500 en 2017.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevado nivel de endeudamiento. La DN al cierre del 1T25 (EUR 219Mn), implica un apalancamiento (LTV) de 35,5%, en la parte alta del rango en el sector. A medida que se materialicen las entregas, esperamos una reducción en el nivel de deuda.

Retraso en las entregas. Cualquier retraso en las construcciones, escrituraciones o estregas de vivienda puede reducir los resultados del ejercicio y reducir el dividendo.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El buen momento de ISUR parece estar pasando desapercibido por el mercado. La aceleración de la actividad comercial del 1T25 confirma el que momentum de negocio de ISUR es muy favorable. La materialización de las entregas en los próximos trimestres sigue siendo el principal catalizador del negocio. ISUR ha cerrado el 1T25 con un NAV de EUR 398Mn (plano frente a diciembre 2024), dejando el NAV/acc en 21,1 EUR (c.2x la cotización actual). Los sólidos fundamentales en términos de cartera de preventas, en máximos históricos, junto con la mejora en la ocupación de la cartera patrimonial, confirman la reducción gradual de la prima de riesgo de la empresa asociada con el riesgo de ejecución. Pese al excelente comportamiento de la acción -12m (+42,5%) el momentum y el fuerte descuento vs NAV (c.46%) indican que el outperformance podría tener continuidad.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado material	216,0	216,9	216,2	206,6	195,6	193,1	190,5	188,0
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	1,2	0,5	0,3	-	-	-	-	-
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	196,9	185,2	250,1	285,2	288,2	309,0	327,9	353,8
Total activo	**414,1**	**402,6**	**466,6**	**491,8**	**483,8**	**502,1**	**518,4**	**541,8**
Patrimonio neto	122,3	128,3	137,3	145,7	155,1	181,3	186,8	208,2
Minoritarios	3,2	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	208,9	198,0	239,9	242,5	202,0	189,6	205,2	194,5
Pasivo circulante	79,7	73,1	86,3	100,4	123,5	128,0	123,2	135,9
Total pasivo	**414,1**	**402,6**	**466,6**	**491,8**	**483,8**	**502,1**	**518,4**	**541,8**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**132,7**	**125,2**	**117,8**	**119,8**	**185,8**	**301,3**	**234,6**	**276,6**	***14,1%***	***14,2%***
Cto.Total Ingresos	*8,1%*	*-5,7%*	*-5,9%*	*1,7%*	*55,1%*	*62,2%*	*-22,2%*	*17,9%*		
Coste de ventas	(73,2)	(63,8)	(64,3)	(66,1)	(103,8)	(170,6)	(103,2)	(117,9)		
Margen Bruto	**59,6**	**61,3**	**53,5**	**53,7**	**82,0**	**130,7**	**131,3**	**158,7**	***10,1%***	***24,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*44,9%*	*49,0%*	*45,4%*	*44,8%*	*44,1%*	*43,4%*	*56,0%*	*57,4%*		
Gastos de personal	(9,0)	(9,1)	(11,1)	(12,6)	(13,6)	(14,7)	(15,2)	(15,8)		
Otros costes de explotación	(26,0)	(29,8)	(21,5)	(18,8)	(35,4)	(57,4)	(75,1)	(89,4)		
EBITDA recurrente	**24,5**	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**58,7**	**41,0**	**53,5**	***13,7%***	***17,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*9,5%*	*-8,5%*	*-7,0%*	*6,9%*	*48,1%*	*77,5%*	*-30,0%*	*30,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*18,5%*	*17,9%*	*17,7%*	*18,6%*	*17,8%*	*19,5%*	*17,5%*	*19,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(5,1)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**19,4**	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**58,7**	**41,0**	**53,5**	***13,7%***	***17,4%***
Depreciación y provisiones	(6,3)	(4,3)	(4,2)	(4,6)	(3,8)	(2,9)	(2,9)	(2,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de la venta de inversiones inmob.	0,3	3,8	2,2	6,1	6,4	-	-	-		
EBIT	**13,3**	**21,9**	**18,8**	**23,8**	**35,6**	**55,7**	**38,2**	**50,6**	***17,6%***	***12,4%***
Cto.EBIT	*-44,4%*	*64,2%*	*-14,2%*	*26,5%*	*49,7%*	*56,5%*	*-31,5%*	*32,7%*		
EBIT / Ingresos	*10,1%*	*17,5%*	*16,0%*	*19,9%*	*19,2%*	*18,5%*	*16,3%*	*18,3%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(8,1)	(8,0)	(8,1)	(8,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**7,4**	**16,4**	**13,6**	**14,7**	**27,5**	**47,7**	**30,1**	**42,5**	***18,9%***	***15,6%***
Cto.Beneficio ordinario	*-57,4%*	*120,1%*	*-16,9%*	*7,8%*	*87,8%*	*73,3%*	*-36,9%*	*41,2%*		
Extraordinarios	21,9	-	6,4	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**29,4**	**16,4**	**20,0**	**14,7**	**27,5**	**47,7**	**30,1**	**42,5**	***18,9%***	***15,6%***
Impuestos	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(6,5)	(11,2)	(7,1)	(10,0)		
Tasa fiscal efectiva	*28,2%*	*26,0%*	*24,4%*	*21,8%*	*23,5%*	*23,5%*	*23,5%*	*23,5%*		
Minoritarios	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**21,1**	**12,0**	**15,0**	**11,3**	**21,0**	**36,5**	**23,0**	**32,5**	***20,5%***	***15,6%***
Cto.Beneficio neto	*136,4%*	*-43,0%*	*25,0%*	*-24,8%*	*86,1%*	*73,3%*	*-36,9%*	*41,2%*		
Beneficio ordinario neto	**9,0**	**9,2**	**8,6**	**6,6**	**16,2**	**36,5**	**23,0**	**32,5**	***20,5%***	***26,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-26,6%*	*2,9%*	*-7,4%*	*-23,3%*	*146,5%*	*125,5%*	*-36,9%*	*41,2%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**58,7**	**41,0**	**53,5**	***13,7%***	***17,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(16,3)	(23,7)	(13,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**42,4**	**17,3**	**40,3**	***24,5%***	***-8,8%***
CAPEX						(0,4)	(0,3)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(8,0)	(8,1)	(8,2)		
Impuestos						(11,2)	(7,1)	(10,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**22,7**	**1,9**	**21,8**	***43,9%***	***-17,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**22,7**	**1,9**	**21,8**	***53,9%***	***-25,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(10,3)	(17,5)	(11,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**(12,4)**	**15,6**	**(10,8)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

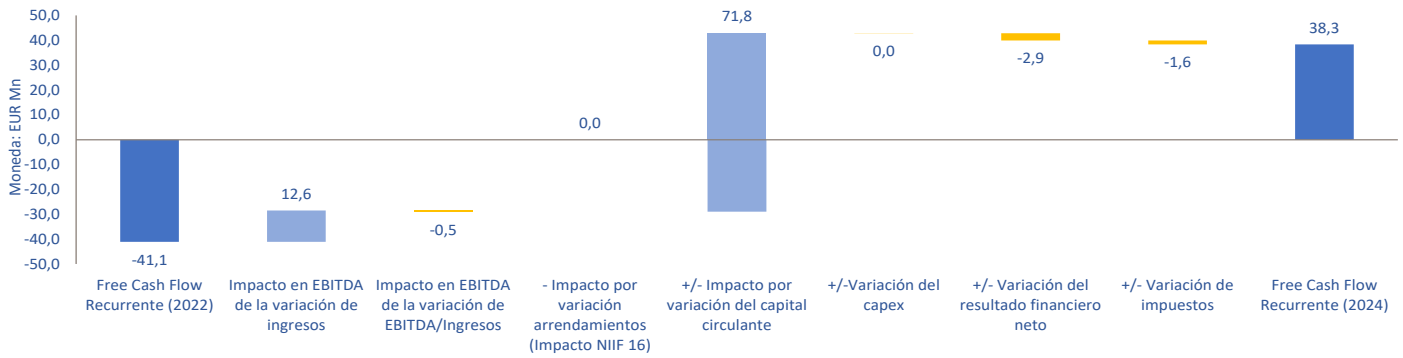
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 22-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**58,7**	**41,0**	**53,5**	***25,8%***	***17,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*-8,5%*	*-7,0%*	*6,9%*	*48,1%*	*77,5%*	*-30,0%*	*30,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*17,9%*	*17,7%*	*18,6%*	*17,8%*	*19,5%*	*17,5%*	*19,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	5,1	(51,7)	(21,0)	20,1	(16,3)	(23,7)	(13,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**27,6**	**(30,8)**	**1,3**	**53,1**	**42,4**	**17,3**	**40,3**	***93,0%***	***-8,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-55,9%*	*-211,9%*	*104,2%*	*n.a.*	*-20,3%*	*-59,1%*	*132,6%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*22,0%*	*n.a.*	*1,1%*	*28,6%*	*14,1%*	*7,4%*	*14,6%*		
- CAPEX	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(8,1)	(8,0)	(8,1)	(8,2)		
- Impuestos	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(6,5)	(11,2)	(7,1)	(10,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**12,9**	**(41,1)**	**(11,2)**	**38,3**	**22,7**	**1,9**	**21,8**	***71,2%***	***-17,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-69,6%*	*-419,6%*	*72,8%*	*442,6%*	*-40,8%*	*-91,8%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*10,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*20,6%*	*7,5%*	*0,8%*	*7,9%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,0	5,4	11,4	13,8	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(2,6)	(0,5)	(0,5)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**14,3**	**(36,3)**	**(0,3)**	**52,1**	**22,7**	**1,9**	**21,8**	***85,4%***	***-25,2%***
Cto. Free Cash Flow	*303,2%*	*-353,8%*	*99,1%*	*n.a.*	*-56,5%*	*-91,8%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*6,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*18,0%*	*10,7%*	*0,9%*	*10,2%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*6,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*24,5%*	*10,7%*	*0,9%*	*10,2%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**42,3**	**12,9**	**(41,1)**	**(11,2)**	**38,3**	**22,7**	**1,9**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,4)	(1,3)	0,4	12,3	20,6	(13,0)	7,4
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,7)	(0,3)	1,1	(1,6)	5,1	(4,6)	5,1
= Variación EBITDA recurrente	**(2,1)**	**(1,6)**	**1,4**	**10,7**	**25,6**	**(17,6)**	**12,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(32,8)	(56,8)	30,7	41,1	(36,4)	(7,4)	10,6
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(34,9)**	**(58,4)**	**32,1**	**51,8**	**(10,8)**	**(25,0)**	**23,0**
+/-Variación del CAPEX	1,1	4,7	0,1	(0,1)	(0,1)	0,1	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,4	0,3	(3,9)	1,0	0,1	(0,0)	(0,1)
+/- Variación de impuestos	4,0	(0,6)	1,7	(3,3)	(4,8)	4,1	(2,9)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(29,4)**	**(54,0)**	**29,9**	**49,5**	**(15,6)**	**(20,8)**	**19,9**
Free Cash Flow Recurrente	**12,9**	**(41,1)**	**(11,2)**	**38,3**	**22,7**	**1,9**	**21,8**

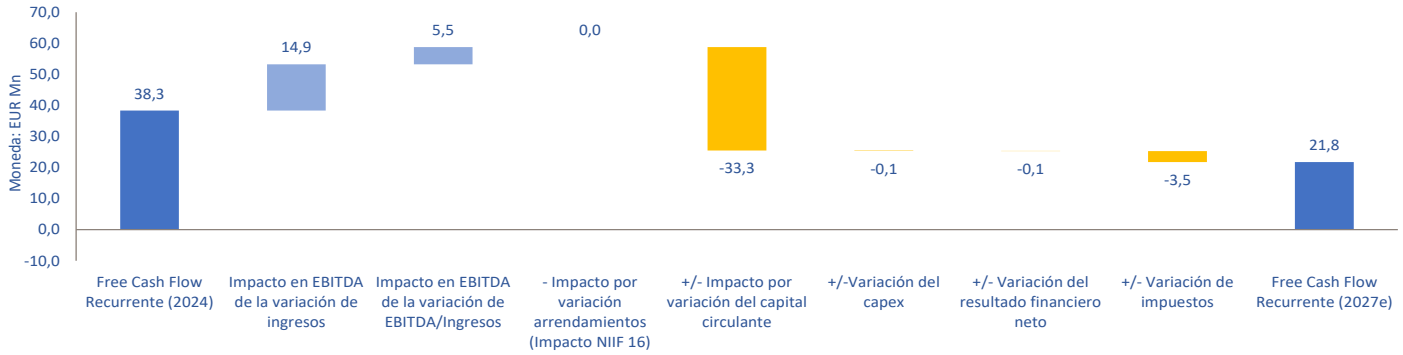
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 22-24	TACC 24-27e
EBIT	**21,9**	**18,8**	**23,8**	**35,6**	**55,7**	**38,2**	**50,6**	***37,6%***	***12,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*26,0%*	*24,4%*	*21,8%*	*23,5%*	*23,5%*	*23,5%*	*23,5%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,7)	(4,6)	(5,2)	(8,4)	(13,1)	(9,0)	(11,9)		
EBITDA recurrente	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**58,7**	**41,0**	**53,5**	***25,8%***	***17,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	5,1	(51,7)	(21,0)	20,1	(16,3)	(23,7)	(13,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**27,6**	**(30,8)**	**1,3**	**53,1**	**42,4**	**17,3**	**40,3**	***93,0%***	***-8,8%***
- CAPEX	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,7)	(4,6)	(5,2)	(8,4)	(13,1)	(9,0)	(11,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**17,0**	**(35,6)**	**(4,0)**	**44,5**	**28,8**	**8,0**	**28,0**	***80,3%***	***-14,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-67,8%*	*-309,9%*	*88,7%*	*n.a.*	*-35,2%*	*-72,1%*	*248,6%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	13,6%	n.a.	n.a.	24,0%	9,6%	3,4%	10,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,0	5,4	11,4	13,8	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(2,6)	(0,5)	(0,5)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**18,4**	**(30,8)**	**6,8**	**58,3**	**28,8**	**8,0**	**28,0**	***97,4%***	***-21,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*441,6%*	*-267,3%*	*122,1%*	*756,5%*	*-50,6%*	*-72,1%*	*248,6%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*4,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*10,4%*	*6,7%*	*1,9%*	*6,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*4,3%*	*n.a.*	*1,6%*	*13,6%*	*6,7%*	*1,9%*	*6,5%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

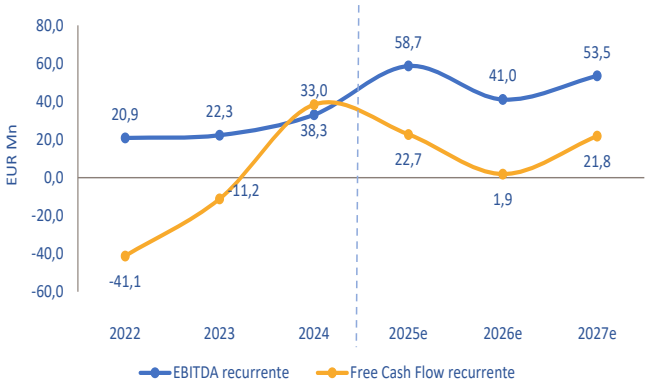
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



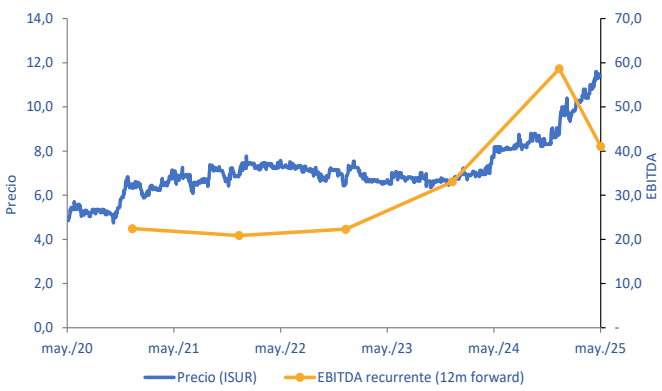
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,6	16,3	42,5	30,3	50,6	132,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	-2,9	6,8	14,3	7,1	-7,9	10,6
vs Euro STOXX 50	-0,8	19,6	34,8	19,7	4,8	27,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-5,5	6,1	24,9	5,6	28,5	29,7
vs Segmento Micro Cap España (1)	-0,6	10,8	34,9	15,2	44,1	52,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,3	13,5	46,0	25,0	67,5	78,3
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	1,4	14,9	41,3	25,1	86,4	153,5

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**28,8**	**8,0**	**28,0**	**702,0**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**212,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**218,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
Coste de la deuda	3,7%	Coste de la deuda neta	3,5%	4,0%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**2,8%**	**3,2%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	49,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	50,7%	D	=	=
WACC	**6,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**5,7%**	**7,0%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	212,8	
+ Minoritarios	(3,6)	Rdos. 3m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 3m 2025
+ Deuda financiera neta	218,9	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 3m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**428,1**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	3,0%	4,9%	4,0%	4,8%	7,2%

	2022	2027e
ROCE - WACC	0,9%	3,3%
FCF Yield - WACC	4,1%	0,2%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	19,2%	45,0	9,5x
Central	17,5%	41,0	10,4x
Min	15,8%	37,1	11,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	0,1%	0,1%	0,1%
45,0	5,8	5,8	5,8
41,0	1,9	1,9	1,9
37,1	(2,1)	(2,1)	(2,1)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	2,7%	2,7%	2,7%
Central	0,9%	0,9%	0,9%
Min	n.a.	n.a.	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Inmobiliarias				SOCIMIs				
	EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Average	Merlin Properties	Colonial	Cevasa	Average	ISUR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES		MRL-ES	COL-ES	CEV-ES		ISUR-ES
	País	Spain	Spain	Spain		Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.653,3	1.282,6	1.057,1		5.947,3	3.679,4	165,1		212,8
	Enterprise value (EV)	1.859,1	1.783,9	1.203,4		9.569,4	9.100,6	334,3		428,1
Información financiera básica	Total Ingresos	693,8	1.024,3	671,9		548,9	413,3	25,6		301,3
	Cto.Total Ingresos	*5,1%*	*-4,0%*	*36,4%*	*12,5%*	*9,1%*	*-19,1%*	*11,6%*	*0,5%*	*62,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,6%*	*0,8%*	*2,8%*	*2,1%*	*11,5%*	*6,8%*	*7,7%*	*8,7%*	*-4,2%*
	EBITDA	85,7	160,0	113,2		407,2	338,0	18,0		58,7
	Cto. EBITDA	*91,0%*	*-0,9%*	*74,3%*	*54,8%*	*8,7%*	*1,9%*	*-7,5%*	*1,0%*	*77,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,7%*	*0,2%*	*2,3%*	*3,1%*	*11,4%*	*7,5%*	*9,3%*	*9,4%*	*-4,5%*
	EBITDA/Ingresos	*12,4%*	*15,6%*	*16,8%*	*14,9%*	*74,2%*	*81,8%*	*70,3%*	*75,4%*	*19,5%*
	EBIT	79,8	156,2	107,5		410,1	335,5	17,8		55,7
	Cto. EBIT	*65,5%*	*-4,9%*	*77,7%*	*46,1%*	*10,8%*	*3,4%*	*-50,1%*	*-12,0%*	*56,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,8%*	*0,2%*	*2,2%*	*3,1%*	*13,0%*	*15,1%*	*9,4%*	*12,5%*	*-4,7%*
	EBIT/Ingresos	*11,5%*	*15,3%*	*16,0%*	*14,3%*	*74,7%*	*81,2%*	*69,3%*	*75,1%*	*18,5%*
	Beneficio Neto	40,7	109,3	79,4		314,9	213,7	11,2		36,5
	Cto. Beneficio Neto	*156,2%*	*0,6%*	*28,1%*	*61,6%*	*11,0%*	*-30,5%*	*-55,4%*	*-25,0%*	*73,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,3%*	*-2,4%*	*6,0%*	*3,6%*	*8,2%*	*6,9%*	*10,5%*	*8,5%*	*-5,6%*
	CAPEX/Ventas	*3,7%*	*18,7%*	*17,6%*	*13,3%*	*153,2%*	*30,6%*	*5,0%*	*62,9%*	*0,1%*
	Free Cash Flow	129,4	109,7	159,6		(50,5)	166,6	3,6		22,7
	Deuda financiera Neta	315,3	335,0	210,5		4.291,4	4.567,5	75,1		189,6
	DN/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,9	2,5	10,5	13,5	4,3	9,5	3,2
	Pay-out	*285,1%*	*94,6%*	*184,0%*	*187,9%*	*68,8%*	*82,8%*	*51,6%*	*67,8%*	*48,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	35,2	11,8	13,8	20,3	19,0	17,6	14,8	17,1	5,8
	P/BV (x)	1,1	1,3	1,3	1,2	0,8	0,6	0,4	0,6	1,2
	EV/Ingresos (x)	2,7	1,7	1,8	2,1	17,4	n.a.	13,0	15,2	1,4
	EV/EBITDA (x)	21,7	11,1	10,6	14,5	23,5	26,9	19,1	23,2	7,3
	EV/EBIT (x)	23,3	11,4	11,2	15,3	23,3	27,1	18,8	23,1	7,7
	ROE	*3,1*	*10,7*	*9,8*	*7,8*	*4,0*	*3,6*	*2,7*	*3,4*	*21,7*
	FCF Yield (%)	*7,8*	*8,6*	*15,1*	*10,5*	*n.a.*	*4,5*	*5,7*	*5,1*	*10,7*
	DPA	*0,77*	*2,40*	*1,96*	*1,71*	*0,43*	*0,31*	*0,25*	*0,33*	*0,94*
	Dvd Yield	*7,0%*	*8,2%*	*13,9%*	*9,7%*	*4,0%*	*5,2%*	*3,5%*	*4,3%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
Total Ingresos					**113,9**	**122,8**	**132,7**	**125,2**	**117,8**	**119,8**	**185,8**	**301,3**	**234,6**	**276,6**	***14,1%***	***14,2%***
Cto. Total ingresos					*n.a.*	*7,8%*	*8,1%*	*-5,7%*	*-5,9%*	*1,7%*	*55,1%*	*62,2%*	*-22,2%*	*17,9%*		
EBITDA					**17,4**	**22,4**	**19,4**	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**58,7**	**41,0**	**53,5**	***13,7%***	***17,4%***
Cto. EBITDA					*n.a.*	*28,6%*	*-13,3%*	*15,6%*	*-7,0%*	*6,9%*	*48,1%*	*77,5%*	*-30,0%*	*30,3%*		
EBITDA/Ingresos					*15,3%*	*18,2%*	*14,6%*	*17,9%*	*17,7%*	*18,6%*	*17,8%*	*19,5%*	*17,5%*	*19,3%*		
Beneficio neto					**10,1**	**8,9**	**21,1**	**12,0**	**15,0**	**11,3**	**21,0**	**36,5**	**23,0**	**32,5**	***20,5%***	***15,6%***
Cto. Beneficio neto					*n.a.*	*-11,5%*	*136,4%*	*-43,0%*	*25,0%*	*-24,8%*	*86,1%*	*73,3%*	*-36,9%*	*41,2%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					18,5	18,5	18,5	17,8	18,6	18,5	18,4	18,7	18,7	18,7		
BPA (EUR)					0,54	0,48	1,14	0,68	0,81	0,61	1,14	1,95	1,23	1,74	*19,1%*	*15,1%*
Cto. BPA					*n.a.*	*-11,5%*	*n.a.*	*-40,8%*	*19,6%*	*-24,5%*	*86,8%*	*71,0%*	*-36,9%*	*41,2%*		
BPA ord. (EUR)					0,30	0,49	0,49	0,52	0,46	0,35	0,88	1,95	1,23	1,74	*19,0%*	*25,6%*
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*66,7%*	*-1,1%*	*6,9%*	*-11,4%*	*-23,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*-36,9%*	*41,2%*		
CAPEX					-	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,4)		
CAPEX/Vtas % [1]					*0,0%*	*1,5%*	*4,5%*	*3,9%*	*0,2%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*		
Free Cash Flow					**-**	**(7,0)**	**(7,0)**	**14,3**	**(36,3)**	**(0,3)**	**52,1**	**22,7**	**1,9**	**21,8**	***53,9%***	***-25,2%***
DN/EBITDA (x) [2]					*10,6x*	*8,8x*	*10,8x*	*8,8x*	*11,5x*	*10,9x*	*6,1x*	*3,2x*	5,0x	3,6x		
PER (x)					*14,0x*	*16,5x*	*5,5x*	*10,1x*	*8,1x*	*10,9x*	*7,7x*	*5,8x*	9,3x	6,6x		
EV/Vtas (x)					*3,14x*	*3,04x*	*2,63x*	*2,75x*	*3,19x*	*3,14x*	*2,00x*	*1,42x*	1,83x	1,55x		
EV/EBITDA (x) [2]					*20,5x*	*16,6x*	*18,0x*	*15,3x*	*18,0x*	*16,9x*	*11,3x*	*7,3x*	10,4x	8,0x		
Comport. Absoluto	*-61,6%*	*31,5%*	*1,0%*	*30,1%*	*1,9%*	*4,0%*	*-20,3%*	*8,3%*	*-4,7%*	*1,8%*	*31,8%*	*30,3%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-62,9%*	*41,7%*	*3,1%*	*21,1%*	*19,8%*	*-7,0%*	*-5,7%*	*0,3%*	*0,9%*	*-17,1%*	*14,9%*	*7,1%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Chemicals

Precio de Cierre: EUR 1,00 (23 may 2025)
Fecha del informe: 26 may 2025

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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)	12,2	13,8
EV (Mn EUR y USD)	22,9	25,9
Número de Acciones (Mn)	12,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,05 / 0,90 / 0,63	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	2,1	
Factset / Bloomberg	KOM-ES / KOM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Ignacio Duch y familia	64,6
Noriande Global	9,6
Gestión y administación Mobiliaria	5,1
Gant Finance	5,0
Free Float	9,1

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,2	12,2	12,2
Total Ingresos	44,0	50,2	56,6	58,3
EBITDA Rec.	3,4	5,5	7,6	7,9
% Var.	*-11,0*	*62,6*	*37,8*	*4,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*7,7*	*10,9*	*13,3*	*13,5*
% Var EBITDA sector (2)	*-1,4*	*8,3*	*11,7*	*5,2*
Beneficio neto	-0,2	2,6	5,2	6,3
BPA (EUR)	-0,01	0,22	0,43	0,52
% Var.	*-38,4*	*n.a.*	*99,1*	*21,0*
BPA ord. (EUR)	-0,01	0,22	0,43	0,52
% Var.	*23,6*	*n.a.*	*99,1*	*21,0*
Free Cash Flow Rec.	1,2	1,9	5,6	6,8
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	10,6	8,7	3,1	-3,6
DN / EBITDA Rec.(x)	3,2	1,6	0,4	-0,5
ROE (%)	*n.a.*	*18,0*	*28,2*	*26,0*
ROCE (%)	*5,0*	*15,6*	*24,5*	*26,9*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	4,6	2,3	n.a.
PER Ordinario	n.a.	4,6	2,3	n.a.
P/BV	0,9	0,8	0,6	0,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,52	0,46	0,40	0,39
EV/EBITDA Rec.	6,8	4,2	3,0	2,9
EV/EBIT	18,6	6,0	3,8	3,5
FCF Yield (%)	*10,2*	*15,5*	*46,2*	*55,7*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,0*	*-1,0*	*25,0*	*-59,0*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.
(3) Otros: Associats TJ and 333 5,0%, Autocartera 1,6%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2025: volumen con viento de cola y precios sin viento de cara. Volumen sigue creciendo (como ya ocurrió en 2024) mejorando la utilización de la capacidad y beneficiándose de la nueva línea añadida en 2024. Nuestra estimación de +14% en ingresos es 100% volumen con efecto neutral de precios (contribución negativa en 2024).

Gestión de costes. Mejorando ligeramente margen bruto (35,0% en 2025 versus 34,6% en 2024) y con un control estricto de gastos de personal y de otros costes de explotación (+1,8% versus 2024) que continuará en 2026e y 2027e.

Mejora del FCF. Margen EBITDA Rec. 2025e de 10,9% (7,7% en 2024) y un menor CAPEX orgánico, "empujan" la caja generada en operaciones a EUR 3,4 Mn (EUR 2,6 Mn en 2024) que da flexibilidad a KOM para acelerar crecimiento futuro y fortalecer el balance. Se mantiene la tendencia iniciada en 2022 de progresiva reducción de la Deuda Neta.

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

Oportunidad internacional. LATAM es un mercado que KOM conoce bien (ventas a grandes clientes que representan c.5% de sus ingresos) y que depende de importaciones de China y USA que plantean problemas de calidad y de precio, respectivamente. KOM va a establecer una presencia comercial directa en la zona en 2025 con financiación de ECA's españolas (para proteger su balance) que acelerará el crecimiento de ingresos en 2026e y 2027e.

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.

Uso del capital. En nuestras estimaciones, KOM reduce apalancamiento a 0,4x DN/EBITDA Rec. en 2026e y entra en una posición neta de caja en 2027e. Entendemos que, en estas condiciones, las limitaciones para el pago de dividendos exigidas por las entidades financiadoras dejan de aplicarse abriendo la puerta a la remuneración al accionista.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Apalancamiento financiero. KOM ha de seguir reduciendo el apalancamiento como ha hecho en los últimos años (DN/EBITDA Rec. de 3,2x 2024 vs 6x en 2021-2022). Esperamos una mejora sustancial en 2025e (1,6x) que permitirá a KOM mejorar su presencia en mercados geográficos donde actualmente tiene una presencia reducida sin debilitar su posición financiera.

Elevada competencia. El mercado en el que opera KOM se caracteriza por una elevada competencia que KOM gestiona incrementando las ventas de especialidades (de 20% de los ingresos en 2022 a 27% en 2024), con mejoras operativas y creciendo en mercados con menor presión competitiva (Latam).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La revalorización del +25,0% en -12M (desde mínimos históricos) todavía representa un FCF yield 2025e (para el equity) del 15,5%, muy elevado a pesar de la naturaleza cíclica del negocio y sin el contrapeso del menor riesgo financiero tras el desapalancamiento de 2023-2024 (y que continúa en 2025e). Este FCF yield más que compensa la naturaleza cíclica del negocio y debería de traducirse en rentabilidad por dividendo. Pero también en un incentivo para la acción en la medida en que los múltiplos son extraordinariamente bajos (EV/EBITDA 2025e c.4x).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	3,6	4,1	3,7	3,3	2,9	2,4	2,1	1,9
Inmovilizado material	21,2	21,1	19,7	18,6	18,1	18,7	18,3	18,0
Otros activos no corrientes	0,7	0,9	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Inmovilizado financiero	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	9,9	11,2	10,0	9,4	8,3	9,6	10,8	11,1
Total activo	**35,7**	**37,3**	**35,1**	**32,8**	**30,7**	**32,2**	**32,8**	**32,5**
Patrimonio neto	15,2	14,8	13,6	13,4	13,3	15,9	21,1	27,4
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,9	0,9	0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	10,9	11,8	12,5	11,8	10,6	8,7	3,1	(3,6)
Pasivo circulante	9,2	10,4	8,6	7,3	6,6	7,4	8,3	8,5
Total pasivo	**36,2**	**37,8**	**35,6**	**32,8**	**30,7**	**32,2**	**32,8**	**32,5**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**43,2**	**58,9**	**51,6**	**46,2**	**44,0**	**50,2**	**56,6**	**58,3**	***0,5%***	***9,8%***
Cto.Total Ingresos	*-6,8%*	*36,5%*	*-12,5%*	*-10,4%*	*-4,7%*	*14,0%*	*12,7%*	*3,0%*		
Coste de ventas	(30,2)	(42,3)	(35,9)	(30,4)	(28,8)	(32,6)	(36,7)	(37,7)		
Margen Bruto	**12,9**	**16,6**	**15,6**	**15,8**	**15,3**	**17,6**	**19,9**	**20,6**	***4,2%***	***10,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*30,0%*	*28,2%*	*30,3%*	*34,3%*	*34,6%*	*35,0%*	*35,2%*	*35,4%*		
Gastos de personal	(3,6)	(4,0)	(3,9)	(3,9)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)		
Otros costes de explotación	(8,2)	(10,7)	(9,8)	(8,1)	(8,1)	(8,2)	(8,4)	(8,6)		
EBITDA recurrente	**1,1**	**1,9**	**1,9**	**3,8**	**3,4**	**5,5**	**7,6**	**7,9**	***31,8%***	***32,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*-49,0%*	*72,4%*	*0,2%*	*95,8%*	*-11,0%*	*62,6%*	*37,8%*	*4,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,6%*	*3,3%*	*3,8%*	*8,2%*	*7,7%*	*10,9%*	*13,3%*	*13,5%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	(0,2)	(0,2)	0,0	(0,1)	-	-	-		
EBITDA	**0,7**	**1,7**	**1,7**	**3,8**	**3,3**	**5,5**	**7,6**	**7,9**	***45,1%***	***33,9%***
Depreciación y provisiones	(3,0)	(2,7)	(2,9)	(2,9)	(2,5)	(2,3)	(2,1)	(2,0)		
Gastos capitalizados	1,2	1,3	0,9	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(1,0)**	**0,4**	**(0,4)**	**1,4**	**1,2**	**3,8**	**6,0**	**6,5**	***34,2%***	***74,0%***
Cto.EBIT	*-168,7%*	*135,6%*	*-209,5%*	*454,9%*	*-10,3%*	*208,8%*	*58,3%*	*7,8%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*0,6%*	*n.a.*	*3,0%*	*2,8%*	*7,6%*	*10,6%*	*11,1%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,2)	(0,8)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(2,2)**	**(0,8)**	**(1,8)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**2,6**	**5,2**	**6,3**	***44,5%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-761,5%*	*64,4%*	*-128,6%*	*93,2%*	*-70,9%*	*n.a.*	*99,1%*	*21,0%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(2,2)**	**(0,8)**	**(1,8)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**2,6**	**5,2**	**6,3**	***44,5%***	***n.a.***
Impuestos	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,8)**	**(0,6)**	**(1,3)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**2,6**	**5,2**	**6,3**	***45,0%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*-774,6%*	*67,3%*	*-135,8%*	*91,4%*	*-38,4%*	*n.a.*	*99,1%*	*21,0%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,8)**	**(0,6)**	**(1,5)**	**(0,2)**	**(0,1)**	**2,6**	**5,2**	**6,3**	***48,6%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-365,0%*	*69,0%*	*-175,3%*	*89,2%*	*23,6%*	*n.a.*	*99,1%*	*21,0%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**5,5**	**7,6**	**7,9**	***31,8%***	***32,8%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,5)	(0,3)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**4,9**	**7,3**	**7,8**	***-0,3%***	***27,4%***
CAPEX						(1,9)	(0,8)	(0,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,2)	(0,8)	(0,2)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**1,9**	**5,6**	**6,8**	***12,3%***	***76,3%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**1,9**	**5,6**	**6,8**	***20,2%***	***80,3%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(1,9)**	**(5,6)**	**(6,8)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**1,9**	**1,9**	**3,8**	**3,4**	**5,5**	**7,6**	**7,9**	***20,5%***	***32,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*72,4%*	*0,2%*	*95,8%*	*-11,0%*	*62,6%*	*37,8%*	*4,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,3%*	*3,8%*	*8,2%*	*7,7%*	*10,9%*	*13,3%*	*13,5%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,7)	(0,7)	0,4	(0,5)	(0,3)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,9**	**1,3**	**3,1**	**3,8**	**4,9**	**7,3**	**7,8**	***26,4%***	***27,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-51,0%*	*-32,1%*	*146,4%*	*20,6%*	*30,7%*	*46,9%*	*7,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*3,2%*	*2,5%*	*6,8%*	*8,6%*	*9,8%*	*12,8%*	*13,4%*		
- CAPEX	(1,7)	(0,3)	(0,9)	(1,2)	(1,9)	(0,8)	(0,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,2)	(1,5)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(0,8)	(0,2)		
- Impuestos	-	(0,1)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,9)**	**(0,6)**	**0,8**	**1,2**	**1,9**	**5,6**	**6,8**	***49,2%***	***76,3%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-220,5%*	*32,9%*	*227,2%*	*54,8%*	*52,1%*	*198,7%*	*20,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*1,7%*	*2,8%*	*3,7%*	*9,9%*	*11,6%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	0,0	(0,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,0	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(0,9)**	**(0,6)**	**0,9**	**1,2**	**1,9**	**5,6**	**6,8**	***47,9%***	***80,3%***
Cto. Free Cash Flow	*-269,2%*	*32,9%*	*241,5%*	*30,0%*	*62,6%*	*198,7%*	*20,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*6,6%*	*10,2%*	*15,5%*	*46,2%*	*55,7%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*7,3%*	*9,5%*	*15,5%*	*46,2%*	*55,7%*		

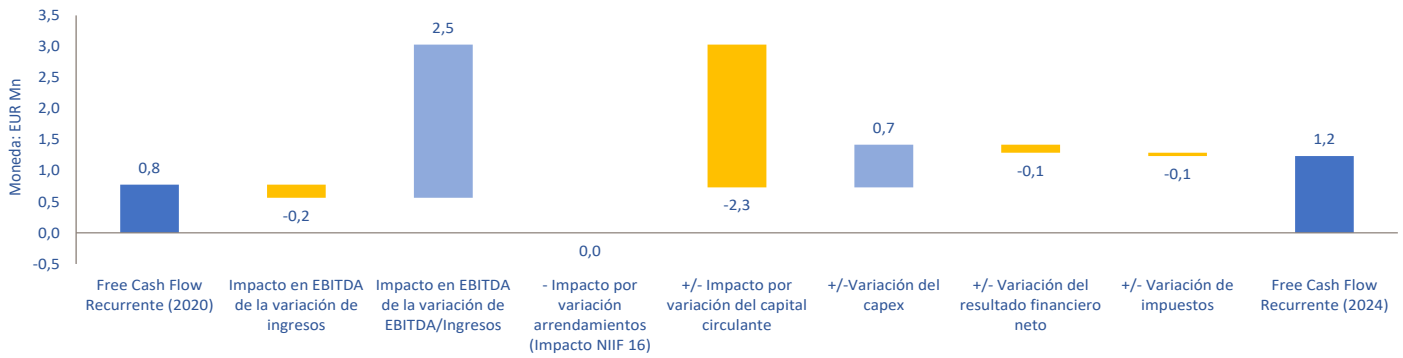
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**0,8**	**(0,9)**	**(0,6)**	**0,8**	**1,2**	**1,9**	**5,6**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,4	(0,2)	(0,2)	(0,2)	0,5	0,7	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,4	0,2	2,1	(0,2)	1,6	1,4	0,1
= Variación EBITDA recurrente	**0,8**	**0,0**	**1,9**	**(0,4)**	**2,1**	**2,1**	**0,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,8)	(0,6)	0,0	1,1	(0,9)	0,2	0,2
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(2,0)**	**(0,6)**	**1,9**	**0,6**	**1,2**	**2,3**	**0,6**
+/-Variación del CAPEX	0,3	1,3	(0,6)	(0,3)	(0,7)	1,0	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,3)	0,1	0,1	0,1	0,4	0,6
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	0,1	-	-	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(1,7)**	**0,3**	**1,4**	**0,4**	**0,6**	**3,7**	**1,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(0,9)**	**(0,6)**	**0,8**	**1,2**	**1,9**	**5,6**	**6,8**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**0,4**	**(0,4)**	**1,4**	**1,2**	**3,8**	**6,0**	**6,5**	***51,6%***	***74,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**1,9**	**1,9**	**3,8**	**3,4**	**5,5**	**7,6**	**7,9**	***20,5%***	***32,8%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,7)	(0,7)	0,4	(0,5)	(0,3)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,9**	**1,3**	**3,1**	**3,8**	**4,9**	**7,3**	**7,8**	***26,4%***	***27,4%***
- CAPEX	(1,7)	(0,3)	(0,9)	(1,2)	(1,9)	(0,8)	(0,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,2**	**0,9**	**2,2**	**2,6**	**3,1**	**6,4**	**6,9**	***n.a.***	***39,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-88,6%*	*333,1%*	*135,5%*	*14,7%*	*19,5%*	*109,5%*	*8,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	0,4%	1,8%	4,8%	5,8%	6,1%	11,3%	11,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,0	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**0,2**	**0,9**	**2,3**	**2,6**	**3,1**	**6,4**	**6,9**	***n.a.***	***39,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-87,1%*	*333,1%*	*140,2%*	*12,4%*	*19,5%*	*109,5%*	*8,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*1,0%*	*4,1%*	*9,8%*	*11,2%*	*13,4%*	*28,0%*	*30,4%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,0%*	*4,1%*	*10,0%*	*11,2%*	*13,4%*	*28,0%*	*30,4%*		

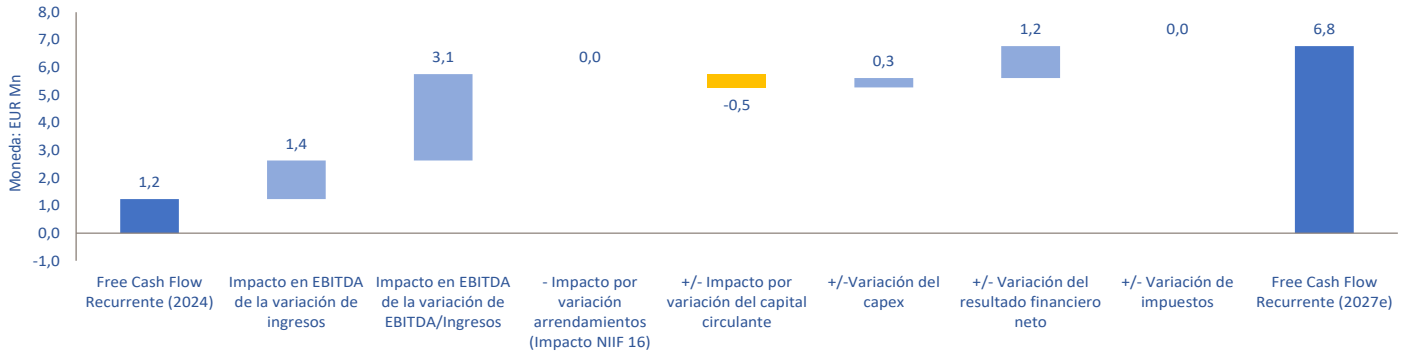
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

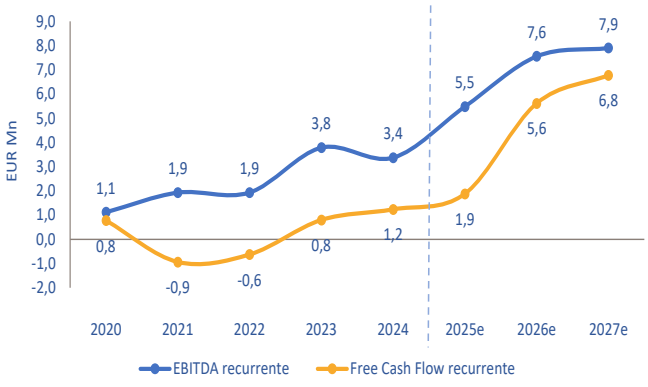
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



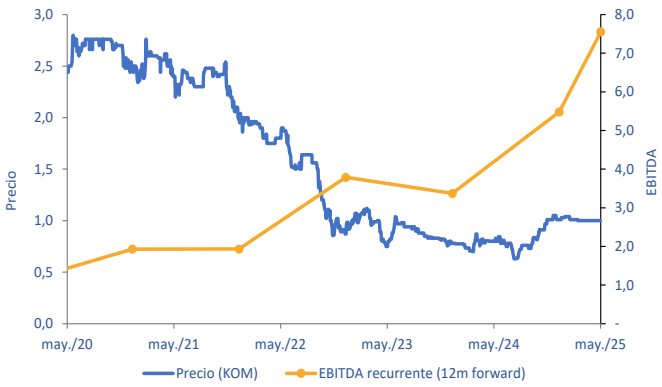
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	-1,0	25,0	-1,0	-44,4	-59,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,4	-9,1	0,2	-18,6	-66,0	-80,5
vs Euro STOXX 50	-4,3	1,8	18,2	-9,0	-61,3	-77,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,8	-9,7	9,5	-19,8	-52,6	-77,2
vs Segmento Micro Cap España (1)	-4,1	-5,7	18,3	-12,5	-46,8	-73,2
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,7	-3,4	28,1	-5,0	-38,2	-68,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	-4,6	0,4	27,6	-7,1	-45,6	-70,8

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,1**	**6,4**	**6,9**	**102,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**12,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**10,6**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	53,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	46,6%	D	=	=
WACC	**7,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,9%**	**8,4%**
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	12,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	10,6	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**22,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	1,3%	n.a.	5,3%	5,0%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-2,6%	19,3%
FCF Yield - WACC	2,6%	48,1%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	14,6%	8,3	2,8x
Central	13,3%	7,6	3,0x
Min	12,0%	6,8	3,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	1,3%	1,5%	1,7%
8,3	6,5	6,3	6,2
7,6	5,7	5,6	5,5
6,8	5,0	4,9	4,8

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	53,1%	52,2%	51,3%
Central	47,1%	46,2%	45,2%
Min	41,0%	40,1%	39,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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	36.959,3	15.902,1	3.289,6		2.895,0	3.503,9		12,2
	Enterprise value (EV)	58.673,5	25.528,0	5.060,9		4.331,1	4.596,0		22,9
Información financiera básica	Total Ingresos	65.670,9	27.097,7	4.473,3		2.887,3	3.410,5		50,2
	Cto.Total Ingresos	*0,6%*	*-23,8%*	*0,4%*	*-7,6%*	*1,1%*	*-3,1%*	*-1,0%*	*14,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*4,0%*	*2,3%*	*4,1%*	*3,5%*	*4,1%*	*3,4%*	*3,7%*	*7,8%*
	EBITDA	7.768,5	2.964,3	747,9		483,7	711,8		5,5
	Cto. EBITDA	*-0,1%*	*-18,5%*	*3,1%*	*-5,2%*	*6,8%*	*3,8%*	*5,3%*	*66,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*12,0%*	*20,0%*	*9,9%*	*14,0%*	*8,5%*	*5,1%*	*6,8%*	*20,0%*
	EBITDA/Ingresos	*11,8%*	*10,9%*	*16,7%*	*13,2%*	*16,8%*	*20,9%*	*18,8%*	*10,9%*
	EBIT	3.719,6	1.723,5	475,0		323,4	577,0		3,8
	Cto. EBIT	*-1,9%*	*-24,9%*	*3,1%*	*-7,9%*	*22,7%*	*4,4%*	*13,5%*	*208,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*20,6%*	*31,8%*	*15,0%*	*22,4%*	*11,0%*	*5,5%*	*8,2%*	*30,6%*
	EBIT/Ingresos	*5,7%*	*6,4%*	*10,6%*	*7,5%*	*11,2%*	*16,9%*	*14,1%*	*7,6%*
	Beneficio Neto	2.197,9	1.143,0	244,8		155,4	354,2		2,6
	Cto. Beneficio Neto	*69,3%*	*-4,4%*	*-6,5%*	*19,5%*	*4,0%*	*7,4%*	*5,7%*	*n.a.*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*29,0%*	*36,9%*	*26,8%*	*30,9%*	*25,7%*	*5,2%*	*15,5%*	*55,2%*
	CAPEX/Ventas	*7,9%*	*5,9%*	*5,2%*	*6,3%*	*3,4%*	*7,0%*	*5,2%*	*3,8%*
	Free Cash Flow	687,9	841,2	256,5		158,7	272,7		1,9
	Deuda financiera Neta	20.188,3	8.001,8	1.488,1		1.337,8	839,8		8,7
	DN/EBITDA (x)	2,6	2,7	2,0	2,4	2,8	1,2	2,0	1,6
	Pay-out	*93,8%*	*136,5%*	*62,6%*	*97,7%*	*43,1%*	*24,3%*	*33,7%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,2	13,0	11,9	12,7	12,9	10,1	11,5	4,6
	P/BV (x)	1,0	1,5	1,3	1,3	1,4	2,7	2,0	0,8
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,9	1,1	1,0	1,5	1,3	1,4	0,5
	EV/EBITDA (x)	7,6	8,6	6,8	7,6	9,0	6,5	7,7	4,2
	EV/EBIT (x)	15,8	14,8	10,7	13,7	13,4	8,0	10,7	6,0
	ROE	*7,9*	*11,9*	*10,8*	*10,2*	*10,7*	*26,4*	*18,6*	*18,0*
	FCF Yield (%)	*1,9*	*5,3*	*7,8*	*5,0*	*5,5*	*7,8*	*6,6*	*15,5*
	DPA	*2,31*	*4,80*	*0,47*	*2,53*	*0,73*	*1,56*	*1,15*	*0,00*
	Dvd Yield	*5,6%*	*9,7%*	*4,7%*	*6,7%*	*2,3%*	*2,4%*	*2,4%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos		**25,1**	**28,6**	**36,6**	**41,4**	**46,3**	**43,2**	**58,9**	**51,6**	**46,2**	**44,0**	**50,2**	**56,6**	**58,3**	***n.a.***	***9,8%***
Cto. Total ingresos		*n.a.*	*14,3%*	*27,9%*	*12,9%*	*12,0%*	*-6,8%*	*36,5%*	*-12,5%*	*-10,4%*	*-4,7%*	*14,0%*	*12,7%*	*3,0%*		
EBITDA		**0,9**	**1,3**	**1,0**	**2,5**	**1,7**	**0,7**	**1,7**	**1,7**	**3,8**	**3,3**	**5,5**	**7,6**	**7,9**	***n.a.***	***33,9%***
Cto. EBITDA		*n.a.*	*47,5%*	*-22,6%*	*146,1%*	*-34,2%*	*-55,1%*	*130,7%*	*-0,8%*	*125,8%*	*-14,1%*	*66,5%*	*37,8%*	*4,5%*		
EBITDA/Ingresos		*3,6%*	*4,6%*	*2,8%*	*6,1%*	*3,6%*	*1,7%*	*2,9%*	*3,3%*	*8,3%*	*7,5%*	*10,9%*	*13,3%*	*13,5%*		
Beneficio neto		**(0,5)**	**0,1**	**0,1**	**0,5**	**0,3**	**(1,8)**	**(0,6)**	**(1,3)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**2,6**	**5,2**	**6,3**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto		*n.a.*	*115,1%*	*32,5%*	*410,8%*	*-46,7%*	*-774,6%*	*67,3%*	*-135,8%*	*91,4%*	*-38,4%*	*n.a.*	*99,1%*	*21,0%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)		-	-	12,0	12,0	12,0	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2		
BPA (EUR)		n.a.	n.a.	0,01	0,04	0,02	-0,14	-0,05	-0,11	-0,01	-0,01	0,22	0,43	0,52	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-46,7%*	*n.a.*	*67,3%*	*n.a.*	*91,4%*	*-38,4%*	*n.a.*	*99,1%*	*21,0%*		
BPA ord. (EUR)		n.a.	n.a.	-0,01	0,03	0,06	-0,15	-0,05	-0,13	-0,01	-0,01	0,22	0,43	0,52	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA ord.		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*94,2%*	*n.a.*	*69,0%*	*n.a.*	*89,2%*	*23,6%*	*n.a.*	*99,1%*	*21,0%*		
CAPEX		(2,0)	(3,8)	(2,0)	(2,7)	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,3)	(0,9)	(1,2)	(1,9)	(0,8)	(0,9)		
CAPEX/Vtas %[1]		*8,1%*	*13,4%*	*5,4%*	*6,6%*	*9,2%*	*4,4%*	*2,8%*	*0,6%*	*2,0%*	*2,8%*	*3,8%*	*1,5%*	*1,5%*		
Free Cash Flow		**(6,7)**	**(3,1)**	**(2,3)**	**(1,2)**	**(2,1)**	**0,6**	**(0,9)**	**(0,6)**	**0,9**	**1,2**	**1,9**	**5,6**	**6,8**	**n.a.**	**80,3%**
DN/EBITDA (x) [2]		*10,3x*	*9,4x*	*14,4x*	*5,6x*	*6,9x*	*14,7x*	*6,9x*	*7,4x*	*3,1x*	*3,2x*	*1,6x*	0,4x	-0,5x		
PER (x)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,6x*	2,3x	n.a.		
EV/Vtas (x)		*0,37x*	*0,44x*	*0,40x*	*0,34x*	*1,02x*	*0,97x*	*0,62x*	*0,46x*	*0,46x*	*0,52x*	*0,46x*	0,40x	0,39x		
EV/EBITDA (x) [2]		*10,5x*	*9,5x*	*14,5x*	*5,6x*	*28,6x*	*n.a.*	*21,5x*	*14,0x*	*5,6x*	*7,0x*	*4,2x*	3,0x	2,9x		
Comport. Absoluto		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-14,5%*	*-19,4%*	*-56,5%*	*-10,3%*	*29,5%*	*-1,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,1%*	*-25,3%*	*-53,9%*	*-27,0%*	*12,8%*	*-18,6%*				

(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).

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 17,90 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

Manuel Iglesias Moreno – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Ktesios (YKTS) es una SOCIMI orientada 100 % al alquiler residencial. Con viviendas asequibles en provincias y áreas metropolitanas "non prime". Posee un portafolio de activos valorado en EUR 61,7Mn comprados con una estrategia de adquisiciones con descuentos de aproximadamente el 55% sobre su valor de mercado, lo que permite ofrecer alquileres rentables, asequibles y mantener una alta ocupación.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	34,5	39,1
EV (Mn EUR y USD)	48,4	54,9
Número de Acciones (Mn)	1,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	17,92 / 16,43 / 14,93	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	5,6	
Factset / Bloomberg	YKTS-ES / YKTS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

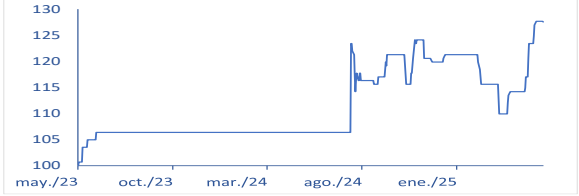
Estructura Accionarial (%)

RKS Real Estate(3)	80,6
RKS-AM(3)	4,3
Autocartera	1,0
Henry Gallego	0,7
Free Float	13,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,9	1,9	1,9	1,9
Total Ingresos	3,2	3,8	4,6	5,1
EBITDA Rec.	0,7	1,2	1,6	1,9
% Var.	*n.a.*	*65,8*	*31,0*	*16,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*23,3*	*32,2*	*35,2*	*36,7*
% Var EBITDA sector (2)	*12,1*	*12,5*	*5,6*	*5,6*
Beneficio neto	0,2	0,2	0,6	0,7
BPA (EUR)	0,11	0,12	0,31	0,37
% Var.	*121,1*	*3,3*	*160,8*	*22,3*
BPA ord. (EUR)	-0,63	0,08	0,25	0,32
% Var.	*9,2*	*112,4*	*222,4*	*26,4*
Free Cash Flow Rec.	-1,6	-9,0	-2,6	-2,5
Pay-out (%)	*0,0*	*90,0*	*90,0*	*90,0*
DPA (EUR)	0,00	0,11	0,28	0,34
Deuda financiera neta	14,2	23,3	26,0	28,9
DN / EBITDA Rec.(x)	19,0	18,9	16,1	15,3
ROE (%)	*1,0*	*1,0*	*2,7*	*3,2*
ROCE (%)	*1,3*	*2,6*	*3,1*	*3,4*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	58,6	47,9
PER Ordinario	n.a.	n.a.	71,0	56,2
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,5
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,6*	*1,5*	*1,9*
EV/Ventas	15,15	12,62	10,54	9,42
EV/EBITDA Rec.	n.a.	39,2	29,9	25,7
EV/EBIT	n.a.	46,5	33,8	28,7
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*11,7*	*10,3*	*19,9*	*n.a.*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Ingresos al alza y expansión de la cartera de viviendas. En 2025, estimamos que los ingresos de YKTS alcanzarán los EUR 3,8Mn (+19% vs 2024). Este crecimiento se verá impulsado por un agresivo plan de crecimiento que estimamos incorpore 150 nuevas viviendas durante el ejercicio 2025. Lo que refuerza el potencial de expansión orgánica del portafolio y garantiza una base creciente de ingresos recurrentes.

YKTS encara 2025 con un punto de inflexión ya consolidado, tras alcanzar EBITDA recurrente positivo en 2024 por primera vez (EUR 0,7Mn), prevemos una mejora significativa del margen EBITDA recurrente del 23,3% 2024 al 32,2% 2025e y un nuevo salto en EBITDA rec. hasta EUR 1,2Mn (+66%).

Mejora del beneficio neto gracias a la refinanciación de deuda. Esperamos que el beneficio neto de YKTS en 2025e alcance los EUR 0,2Mn, apoyado en una mejora del margen operativo y, sobre todo, en una reducción de la carga financiera. En 2024, los gastos por intereses llegaron a representar cerca del 55% del GRI (Gross Rental Income), lo que lastraba considerablemente el resultado neto. La refinanciación firmada en 1T25 con Deutsche Bank (EUR 9,5Mn a 15 años y a tipo fijo) permite rebajar sustancialmente estos costes y estabilizar la deuda a largo plazo.

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

Modelo con bajo riesgo operativo, financiero y regulatorio. YKTS combina unos ingresos estables, alquiler asequible y alta ocupación, con sensibilidad moderada al ciclo. La reciente refinanciación a 15 años fortalece su balance. Además, el foco en vivienda asequible le permite beneficiarse de cierto "blindaje regulatorio" ante un potencial endurecimiento de las condiciones del sector SOCIMI.

Segmento (vivienda asequible) infra explotado y en el que YKTS puede aspirar a una posición relevante. Con dos implicaciones: 1) acceso a activos con fuertes descuentos, lo que favorece su rentabilidad, y 2) oportunidades de crecimiento no orgánico vía M&A (en línea con la adquisición ya ejecutada de QPQ).

Alta escalabilidad y crecimiento visible, con una cartera de EUR 61,7Mn y 150 nuevas viviendas previstas en 2025, YKTS tiene capacidad de seguir creciendo y mejorar márgenes. El enorme pipeline y la alta fragmentación del mercado SOCIMI refuerzan su potencial como consolidador de este segmento de mercado.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. Pese a operar en un segmento (vivienda asequible) "teóricamente" menos amenazado, YKTS también enfrenta incertidumbre por posibles cambios legislativos en el mercado del alquiler y en el régimen SOCIMI. La nueva Ley de Vivienda de 2023 limitó las subidas anuales de renta y se ha aprobado en 2025, un índice de alquiler que no supere la inflación. Esto restringe el crecimiento orgánico de ingresos por alquiler, que quedará siempre por debajo de la inflación.

Dependencia de pipeline y ejecución. El plan de crecimiento es agresivo y pivota sobre la compra de viviendas y el "no orgánico". Exigiendo una ejecución disciplinada en las nuevas adquisiciones, tanto en los lotes de viviendas como en el M&A. Retrasos o malas inversiones pueden afectar al crecimiento y rentabilidad.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Descuento relevante pese a la mejora de los fundamentales. YKTS cotiza con un descuento del 27% sobre su NAV 1T25 (EUR 47,2Mn), con un apalancamiento todavía moderado (LTV 30,8% a cierre del 1T25) y un modelo que combina rentabilidad creciente y riesgo controlado. Esta valoración se explica en parte por la limitada visibilidad del proyecto por la iliquidez de la acción. El momentum de resultados positivo (2025-2027), con alto crecimiento en ingresos y mejora de márgenes, podría actuar como catalizador para cerrar ese gap. A lo que se suma algo infrecuente: la singularidad del valor. Un modelo de negocio (SOCIMI de vivienda asequible) que no existe en Bolsa. Y que bate con claridad a su sector (+18,9% -12m).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	5,9	9,7	15,1	19,4	34,9	44,2	47,0	50,0
Otros activos no corrientes	0,0	-	-	13,6	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	0,0	1,4	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	0,2	0,8	0,9	1,1	1,3	1,2	1,4	1,5
Total activo	**6,1**	**11,9**	**16,0**	**34,2**	**36,3**	**45,5**	**48,6**	**51,7**
Patrimonio neto	4,8	8,7	16,2	19,9	22,0	22,0	22,4	22,6
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	1,2	3,0	(0,4)	14,0	14,2	23,3	26,0	28,9
Pasivo circulante	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Total pasivo	**6,1**	**11,9**	**16,0**	**34,2**	**36,3**	**45,5**	**48,6**	**51,7**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total rentas brutas (GRI)	**0,3**	**0,5**	**1,1**	**1,8**	**3,2**	**3,8**	**4,6**	**5,1**	***85,9%***	***17,1%***
Cto.Total Ingresos	*564,5%*	*92,0%*	*119,2%*	*59,1%*	*78,2%*	*20,0%*	*19,8%*	*11,8%*		
Gastos de explotación	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,5)	(0,9)	(0,9)	(1,1)	(1,2)		
Ingresos Operativos Netos (NOI)	**0,1**	**0,3**	**0,9**	**1,3**	**2,3**	**3,0**	**3,5**	**3,9**	***n.a.***	***19,5%***
Ingresos Operativos Netos / Ingresos	*46,2%*	*55,8%*	*80,8%*	*74,9%*	*71,9%*	*77,1%*	*76,7%*	*76,3%*		
Gastos de personal	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros costes de explotación	(0,3)	(0,8)	(1,0)	(1,4)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(2,0)		
EBITDA recurrente	**(0,2)**	**(0,5)**	**(0,1)**	**(0,0)**	**0,7**	**1,2**	**1,6**	**1,9**	***59,7%***	***36,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*-66,8%*	*-182,9%*	*73,3%*	*65,8%*	*n.a.*	*65,8%*	*31,0%*	*16,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*23,3%*	*32,2%*	*35,2%*	*36,7%*		
Otros ingresos y gastos no recurrentes	0,0	0,0	0,1	0,2	(0,1)	-	-	-		
Resultado de Enajenaciones	-	-	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1		
EBITDA	**(0,1)**	**(0,4)**	**(0,1)**	**0,1**	**0,7**	**1,3**	**1,7**	**2,0**	***60,6%***	***45,0%***
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de valor de los inmuebles	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(0,2)**	**(0,5)**	**(0,2)**	**(0,0)**	**0,4**	**1,0**	**1,4**	**1,7**	***46,2%***	***56,4%***
Cto.EBIT	*-105,5%*	*-179,6%*	*62,2%*	*97,1%*	*n.a.*	*136,0%*	*37,7%*	*17,6%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*13,8%*	*27,2%*	*31,2%*	*32,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(1,1)	(1,7)	(0,8)	(0,8)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(0,2)**	**(0,6)**	**(0,4)**	**(1,1)**	**(1,3)**	**0,2**	**0,6**	**0,7**	***-52,7%***	***36,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*-108,7%*	*-132,4%*	*36,7%*	*-220,5%*	*-15,3%*	*117,3%*	*160,8%*	*22,3%*		
Extraordinarios	(0,3)	0,5	0,0	0,1	1,5	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(0,6)**	**(0,1)**	**(0,3)**	**(1,0)**	**0,2**	**0,2**	**0,6**	**0,7**	***24,2%***	***48,8%***
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,6)**	**(0,1)**	**(0,3)**	**(1,0)**	**0,2**	**0,2**	**0,6**	**0,7**	***24,2%***	***48,8%***
Cto.Beneficio neto	*-396,2%*	*87,9%*	*-394,9%*	*-200,8%*	*121,3%*	*3,3%*	*160,8%*	*22,3%*		
Beneficio ordinario neto	**(0,3)**	**(0,6)**	**(0,4)**	**(1,3)**	**(1,2)**	**0,2**	**0,5**	**0,6**	***-46,3%***	***35,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-93,6%*	*-124,2%*	*32,0%*	*-227,5%*	*8,3%*	*112,4%*	*222,4%*	*26,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**1,2**	**1,6**	**1,9**	***59,7%***	***36,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,1	(0,2)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**1,3**	**1,5**	**1,8**	***52,5%***	***52,7%***
CAPEX						(9,5)	(3,2)	(3,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,8)	(1,0)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(9,0)**	**(2,6)**	**(2,5)**	***13,4%***	***-16,3%***
Resultado de enajenaciones						0,1	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(9,0)**	**(2,5)**	**(2,4)**	***13,5%***	***-14,9%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,2)	(0,2)	(0,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**9,2**	**2,7**	**2,9**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

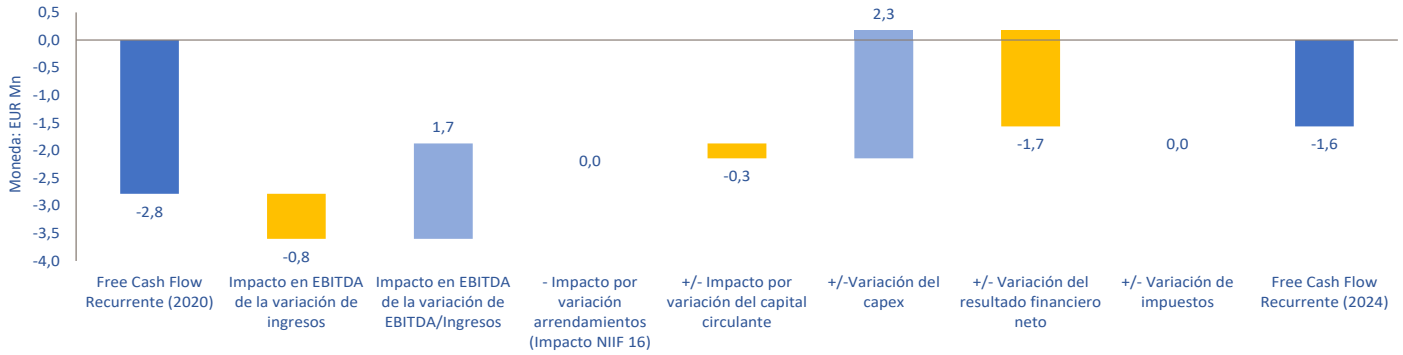
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**(0,5)**	**(0,1)**	**(0,0)**	**0,7**	**1,2**	**1,6**	**1,9**	***53,1%***	***36,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*-182,9%*	*73,3%*	*65,8%*	*n.a.*	*65,8%*	*31,0%*	*16,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*23,3%*	*32,2%*	*35,2%*	*36,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	0,1	(0,2)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(1,0)**	**(0,2)**	**(0,2)**	**0,5**	**1,3**	**1,5**	**1,8**	***35,9%***	***52,7%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-570,6%*	*80,4%*	*-6,9%*	*342,2%*	*162,1%*	*11,8%*	*21,5%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*15,6%*	*34,0%*	*31,7%*	*34,5%*		
- CAPEX	(3,8)	(3,7)	(4,5)	(0,3)	(9,5)	(3,2)	(3,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(1,1)	(1,7)	(0,8)	(0,8)	(1,0)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(4,8)**	**(3,9)**	**(5,8)**	**(1,6)**	**(9,0)**	**(2,6)**	**(2,5)**	***31,3%***	***-16,3%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-72,9%*	*18,4%*	*-48,2%*	*73,1%*	*-477,9%*	*71,6%*	*4,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
+/- Otros Ingresos	-	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(13,7)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(4,8)**	**(3,9)**	**(19,5)**	**(1,6)**	**(9,0)**	**(2,5)**	**(2,4)**	***31,4%***	***-14,9%***
Cto. Free Cash Flow	*-72,9%*	*18,4%*	*-397,0%*	*92,0%*	*-476,4%*	*72,5%*	*4,5%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(2,8)**	**(4,8)**	**(3,9)**	**(5,8)**	**(1,6)**	**(9,0)**	**(2,6)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	(0,6)	(0,1)	(0,0)	0,1	0,2	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	0,9	0,2	0,8	0,3	0,1	0,1
= Variación EBITDA recurrente	**(0,3)**	**0,3**	**0,1**	**0,8**	**0,5**	**0,4**	**0,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,5)	0,4	(0,1)	(0,1)	0,3	(0,2)	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,8)**	**0,8**	**(0,0)**	**0,7**	**0,8**	**0,2**	**0,3**
+/-Variación del CAPEX	(1,2)	0,1	(0,8)	4,2	(9,2)	6,3	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(1,1)	(0,6)	0,9	(0,0)	(0,1)
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(2,0)**	**0,9**	**(1,9)**	**4,3**	**(7,5)**	**6,5**	**0,1**
Free Cash Flow Recurrente	**(4,8)**	**(3,9)**	**(5,8)**	**(1,6)**	**(9,0)**	**(2,6)**	**(2,5)**

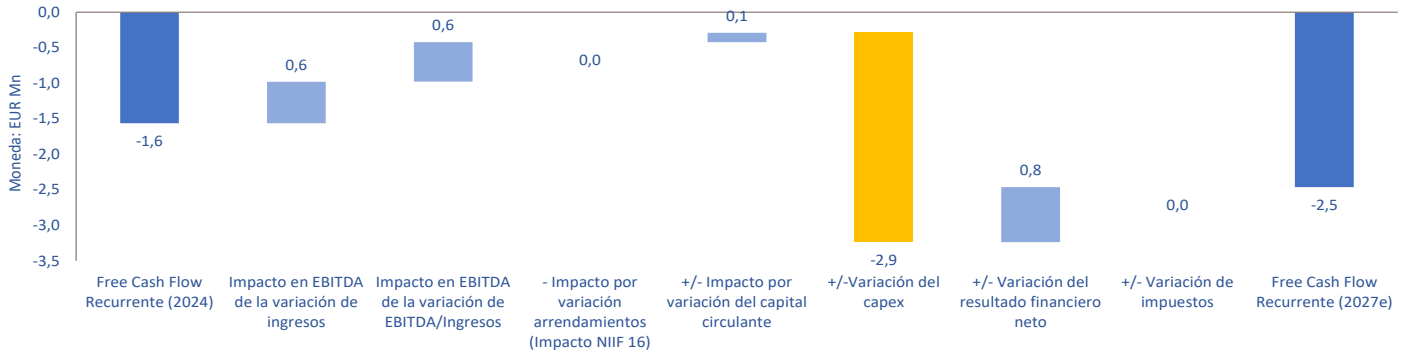
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(0,5)**	**(0,2)**	**(0,0)**	**0,4**	**1,0**	**1,4**	**1,7**	***42,9%***	***56,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**(0,5)**	**(0,1)**	**(0,0)**	**0,7**	**1,2**	**1,6**	**1,9**	***53,1%***	***36,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	0,1	(0,2)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(1,0)**	**(0,2)**	**(0,2)**	**0,5**	**1,3**	**1,5**	**1,8**	***35,9%***	***52,7%***
- CAPEX	(3,8)	(3,7)	(4,5)	(0,3)	(9,5)	(3,2)	(3,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(4,8)**	**(3,9)**	**(4,7)**	**0,2**	**(8,2)**	**(1,7)**	**(1,5)**	***26,8%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-73,1%*	*18,5%*	*-20,0%*	*103,9%*	*n.a.*	*79,0%*	*13,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	5,7%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(13,7)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(4,8)**	**(3,9)**	**(18,4)**	**0,2**	**(8,2)**	**(1,7)**	**(1,5)**	***26,8%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-73,1%*	*18,5%*	*-370,3%*	*101,0%*	*n.a.*	*79,0%*	*13,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Flujo de caja operativo (FFO)	**(0,5)**	**(0,2)**	**(0,9)**	**0,4**	**0,4**	**0,8**	**0,9**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*78,2x*	*82,4x*	*44,7x*	*37,6x*		
Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	**(4,3)**	**(4,0)**	**(5,4)**	**0,1**	**(9,1)**	**(2,4)**	**(2,3)**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

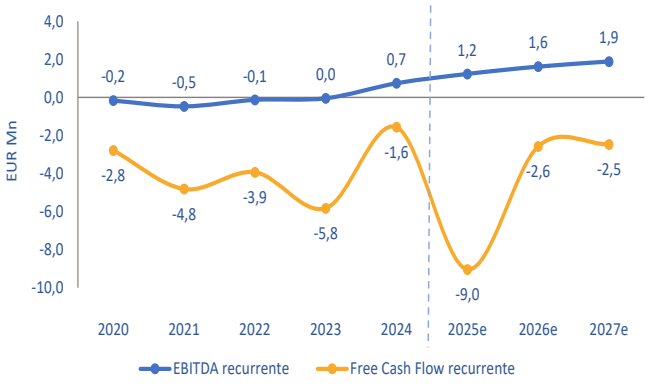
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



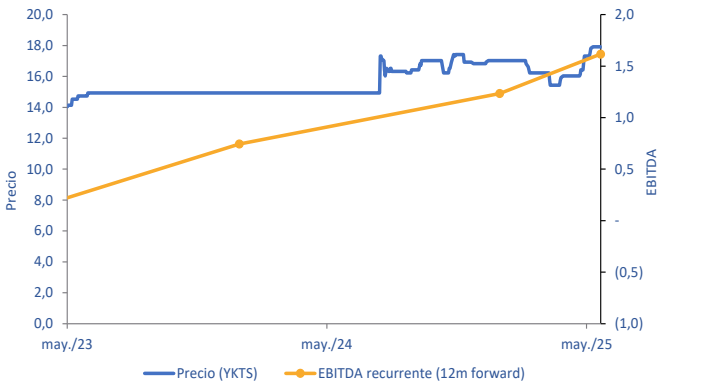
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	11,7	10,3	19,9	5,2	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,6	1,3	-3,9	-13,5	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	6,9	13,4	13,4	-3,3	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,9	0,6	5,1	-14,8	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	7,2	5,1	13,5	-7,0	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	5,3	7,7	22,8	0,9	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	9,2	8,9	18,9	1,0	n.a.	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(8,2)**	**(1,7)**	**(1,5)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**34,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**14,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**9,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,2%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	70,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	29,1%	D	=	=
WACC	**7,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,9%**	**8,6%**
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	34,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	14,2	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**48,4**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-6,4%	-4,3%
FCF Yield - WACC	-7,3%	n.a.

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	38,7%	1,8	27,2x
Central	35,2%	1,6	29,9x
Min	31,7%	1,5	33,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	62,3%	69,2%	76,1%
1,8	(2,1)	(2,4)	(2,7)
1,6	(2,3)	(2,6)	(2,9)
1,5	(2,4)	(2,7)	(3,0)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Mercado Continuo			Europa					
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Average	Vonovia	SEGRO	Land Securities	Icade	Average	YKTS
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES		VNA-DE	SGRO-GB	LAND-GB	ICAD-FR		YKTS-ES
	País	Spain	Spain		Germany	UK	UK	France		Spain
	Market cap	5.947,3	3.679,4		23.854,5	10.536,6	5.410,6	1.748,8		34,5
	Enterprise value (EV)	9.569,4	9.100,6		68.677,3	15.661,6	10.757,1	5.280,8		48,4
Información financiera básica	Total Ingresos	548,9	413,3		3.311,6	849,7	776,0	370,5		3,8
	Cto.Total Ingresos	*9,1%*	*-19,1%*	*-2,2%*	*-35,4%*	*5,8%*	*-22,5%*	*-76,4%*	*-32,1%*	*20,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,5%*	*6,8%*	*9,2%*	*11,9%*	*6,2%*	*2,6%*	*-1,1%*	*4,9%*	*15,7%*
	EBITDA	407,2	338,0		2.688,3	714,4	607,1	306,0		1,3
	Cto. EBITDA	*8,7%*	*1,9%*	*8,9%*	*28,0%*	*28,3%*	*26,3%*	*28,3%*	*27,7%*	*100,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,4%*	*7,5%*	*9,4%*	*6,3%*	*6,6%*	*4,7%*	*2,0%*	*4,9%*	*23,3%*
	EBITDA/Ingresos	*74,2%*	*81,8%*	*73,6%*	*81,2%*	*84,1%*	*78,2%*	*82,6%*	*81,5%*	*34,1%*
	EBIT	410,1	335,5		2.671,2	744,8	604,7	295,3		1,0
	Cto. EBIT	*10,8%*	*3,4%*	*11,4%*	*35,0%*	*36,7%*	*27,1%*	*39,6%*	*34,6%*	*136,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*13,0%*	*15,1%*	*14,0%*	*11,3%*	*6,7%*	*11,4%*	*9,0%*	*9,6%*	*27,3%*
	EBIT/Ingresos	*74,7%*	*81,2%*	*69,0%*	*80,7%*	*87,7%*	*77,9%*	*79,7%*	*81,5%*	*27,2%*
	Beneficio Neto	314,9	213,7		1.911,1	591,7	730,9	258,2		0,2
	Cto. Beneficio Neto	*11,0%*	*-30,5%*	*-10,3%*	*307,1%*	*-16,3%*	*55,1%*	*193,8%*	*134,9%*	*3,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,2%*	*6,9%*	*7,5%*	*19,9%*	*7,2%*	*3,4%*	*-5,0%*	*6,4%*	*78,6%*
	CAPEX/Ventas	*153,2%*	*30,6%*	*76,0%*	*29,4%*	*102,2%*	*44,5%*	*29,4%*	*51,4%*	*248,3%*
	Free Cash Flow	(50,5)	166,6		1.785,4	102,3	376,4	384,5		(9,0)
	Deuda financiera Neta	4.291,4	4.567,5		39.226,8	6.117,4	4.929,0	3.236,7		23,3
	DN/EBITDA (x)	10,5	13,5	10,7	14,6	8,6	8,1	10,6	10,5	18,9
	Pay-out	*68,8%*	*82,8%*	*95,3%*	*53,3%*	*83,5%*	*50,1%*	*75,3%*	*65,6%*	*90,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,0	17,6	24,7	14,7	18,0	11,8	6,9	12,9	n.a.
	P/BV (x)	0,8	0,6	0,7	0,9	0,7	0,6	0,4	0,6	1,6
	EV/Ingresos (x)	17,4	n.a.	17,7	n.a.	18,4	13,9	14,3	15,5	12,6
	EV/EBITDA (x)	23,5	26,9	26,0	25,5	21,9	17,7	17,3	20,6	39,2
	EV/EBIT (x)	23,3	27,1	28,5	25,7	21,0	17,8	17,9	20,6	46,5
	ROE	*4,0*	*3,6*	*3,8*	*5,8*	*3,8*	*5,4*	*5,9*	*5,2*	*1,0*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,5*	*2,5*	*7,5*	*1,0*	*7,0*	*22,0*	*9,3*	*n.a.*
	DPA	*0,43*	*0,31*	*0,43*	*1,24*	*0,37*	*0,49*	*2,56*	*1,17*	*0,11*
	Dvd Yield	*4,0%*	*5,2%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,8%*	*6,8%*	*11,2%*	*6,8%*	*0,6%*

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Labiana Health

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López– lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Pharmaceuticals
Precio de Cierre: EUR 3,44 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

Labiana Health (LAB) es una farmacéutica de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado en la fabricación de medicamentos propios y a terceros (CDMO) y comercialización en el área de salud animal (veterinaria) y humana. Amplia presencia internacional (c.72% de los ingresos son fuera de España). Fundada en 1958, desde 2013 está gestionada (y controlada) por Manuel Ramos (CEO) que controla el 54% del capital.

Market Data

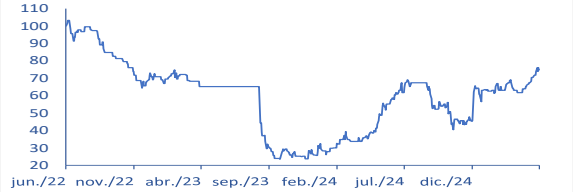
Market Cap (Mn EUR y USD)	24,8	28,2
EV (Mn EUR y USD)	52,2	59,2
Número de Acciones (Mn)	7,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,50 / 2,75 / 1,86	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	14,5	
Factset / Bloomberg	LAB-ES / LAB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Manuel Ramos	53,7
John Williams	13,0
Otros directivos	10,4
Autocartera	4,3
Free Float	18,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	7,2	7,2	7,2	7,2
Total Ingresos	66,3	73,7	82,4	92,4
EBITDA Rec.	8,3	11,2	14,0	17,3
% Var.	*201,5*	*35,2*	*24,4*	*23,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*12,6*	*15,3*	*17,0*	*18,7*
% Var EBITDA sector (2)	*9,8*	*12,4*	*14,4*	*11,6*
Beneficio neto	0,0	3,9	6,5	7,7
BPA (EUR)	0,00	0,54	0,90	1,06
% Var.	*100,3*	*n.a.*	*65,3*	*18,2*
BPA ord. (EUR)	0,02	0,54	0,90	1,06
% Var.	*102,7*	*n.a.*	*65,3*	*18,2*
Free Cash Flow Rec.	4,1	0,1	1,9	4,1
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	28,7	28,5	26,6	22,5
DN / EBITDA Rec.(x)	3,4	2,5	1,9	1,3
ROE (%)	*0,5*	*76,2*	*69,2*	*48,5*
ROCE (%)	*14,1*	*27,5*	*32,4*	*30,2*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	6,3	3,8	3,2
PER Ordinario	n.a.	6,3	3,8	3,2
P/BV	7,1	3,7	2,1	1,3
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,79	0,71	0,63	0,56
EV/EBITDA Rec.	6,3	4,6	3,7	3,0
EV/EBIT	10,5	6,2	4,8	3,7
FCF Yield (%)	*16,7*	*0,5*	*7,7*	*16,5*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*14,7*	*18,6*	*81,1*	*n.a.*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2024 ha sido un soplo de aire fresco. LAB ha conseguido un crecimiento a doble dígito en ingresos (+18,4%) y del 168% del EBITDA rec. (EUR 8,6Mn vs EUR 2,8Mn en 2023), con un Beneficio Neto positivo por primera vez en tres años El efecto de la firma con Blantyre y Miralta de la renegociación de la deuda (2023) ha sido visible durante 2024. Adicionalmente, LAB ha reducido su deuda tras la disminución de su participación en la filial Serbia (Zabod) hasta el 10%.

En 2025 la inercia de crecimiento debería continuar... el despegue del CDMO tanto en Salud Humana (+15%) como en salud animal (+11,5%) en el corto plazo deberían ser los catalizadores que deberían permitir aspirar a un crecimiento en ingresos consolidados a doble dígito (+11,3%) en 2025e.

… y hacer posible un "salto" en términos de rentabilidad por el fin de las limitaciones de circulante sumado a la capacidad de apalancar sus costes de estructura (desarrollando economías de escala) por un mayor ritmo de fabricación que se debería traducir en un EBITDA rec. 2025e de EUR 11,2Mn, +35,2% (Mg. EBITDA 25e 15,3%; vs. 12,6% en 2024).

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

Un mix diversificado que reduce el riesgo. Por líneas de negocio, salud humana representa el 52% de los ingresos y salud animal el 48% de los ingresos, mientras que por tipología de fabricación, el producto propio representa el 32,2% de los ingresos y CDMO el 67,8% de los ingresos. LAB tiene una cartera de medicamentos propios de más de 50 productos (especialmente Fosfomicina) y una presencia consolidada en más de 110 mercados internacionales.

Barreras de entrada/salida y clientes recurrentes: Las altas necesidades de inversión necesarias para la fabricación de medicamentos actúan como fuertes barreras de entrada. Y los elevados costes de cambio de proveedor (switching costs) crean fuertes barreras de salida y garantizan una base de clientes recurrente.

Mayor uso de la capacidad productiva... LAB puede incrementar el uso de su capacidad instalada, y además incrementarla con poca inversión adicional (EUR 4,0Mn en 2024 y nuestra estimación de EUR 4,4Mn en 2025e).

… es la llave para el crecimiento del EBITDA rec. (+27,7% TACC 2024-2027e). La capacidad de sostener el Mg. Bruto en c. 61% (vs. 60% en 2024) y el paulatino aprovechamiento de la capacidad productiva permitirá crecer el EBITDA rec. a doble dígito hasta EUR 17,3Mn en 2027e (vs EUR 8,3Mn en 2024).

Y la generación de caja (FCF Yield 26e 7,7%). Pese al elevado CAPEX (c. 6% s/Ingresos) y el elevado coste financiero, la mejora de la rentabilidad disparará la generación de caja que reducirá la Deuda de LAB (equity story) y revertirá en inversión para medicamentos de nicho que ofrecen un alto potencial de crecimiento.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D, c. 95% de sus activos intangibles netos. Lo que implica potenciales deterioros y aumento progresivo del gasto por amortización impactando en su P/L.

Elevado coste de la deuda. Alrededor del 64% de la Deuda Bruta corresponde con Blantyre y Miralta que disponen de un coste de financiación muy superior al del mercado. Por lo que unos resultados operativos inferiores eliminarían la posibilidad de obtener Beneficio Neto positivo.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El equity story de LAB se basa en sostener el buen momentum de resultados más allá de 2024. Los resultados 12m24 han resultado ser clave, como esperábamos, al poner sobre la mesa las oportunidades y el verdadero potencial del modelo de negocio de LAB (ocultas -4y) e invitan a pensar en un cambio de ciclo: crecimiento a doble dígito y mejora de márgenes. Pese a que la cotización parece haber tomado nota (-12m +81,1%), nuestro escenario central (sin asumir una posible renegociación de la deuda) dejaría a LAB cotizando a un EV/EBITDA 25e de 4,6x. Una idea de inversión que, como mínimo, hay que tomar en cuenta y analizar. Ahora. En la medida en que las causas del "salto" en ingresos y márgenes visto en 2024 siguen vigentes en 2025, lo que implicaría volver a crecer a doble dígito en ingresos, y continuar mejorando márgenes.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	11,4	11,5	9,0	7,7	6,0	7,6	9,2	10,8
Inmovilizado material	20,3	20,4	20,6	19,8	12,7	12,6	12,9	13,6
Otros activos no corrientes	2,2	1,4	0,9	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Inmovilizado financiero	3,1	4,4	1,4	0,9	2,4	2,3	2,3	2,3
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	1,3	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Activo circulante	26,9	26,1	26,2	26,0	21,8	24,8	27,9	31,1
Total activo	**64,5**	**65,1**	**58,3**	**56,2**	**45,4**	**49,9**	**54,8**	**60,3**
Patrimonio neto	14,3	11,5	6,9	3,4	3,5	6,8	12,0	19,6
Minoritarios	-	-	-	-	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	0,4	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	37,8	42,2	36,0	38,8	28,7	28,5	26,6	22,5
Pasivo circulante	11,7	11,0	14,9	13,6	14,1	15,5	17,2	19,1
Total pasivo	**64,5**	**65,1**	**58,3**	**56,2**	**45,4**	**49,9**	**54,8**	**60,3**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**58,4**	**57,1**	**58,2**	**58,5**	**66,3**	**73,7**	**82,4**	**92,4**	***3,2%***	***11,7%***
Cto.Total Ingresos	*21,1%*	*-2,3%*	*2,0%*	*0,5%*	*13,3%*	*11,3%*	*11,7%*	*12,2%*		
Coste de ventas	(26,1)	(24,4)	(28,1)	(25,4)	(26,4)	(28,7)	(32,1)	(36,0)		
Margen Bruto	**32,3**	**32,6**	**30,1**	**33,1**	**39,8**	**45,0**	**50,3**	**56,5**	***5,4%***	***12,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*55,4%*	*57,2%*	*51,7%*	*56,6%*	*60,1%*	*61,1%*	*61,1%*	*61,1%*		
Gastos de personal	(17,5)	(17,7)	(18,0)	(19,1)	(20,4)	(21,6)	(23,0)	(24,6)		
Otros costes de explotación	(11,6)	(11,7)	(10,7)	(11,3)	(11,1)	(12,1)	(13,3)	(14,5)		
EBITDA recurrente	**3,2**	**3,1**	**1,3**	**2,8**	**8,3**	**11,2**	**14,0**	**17,3**	***26,9%***	***27,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*46,4%*	*-2,4%*	*-57,4%*	*106,9%*	*201,5%*	*35,2%*	*24,4%*	*23,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*5,5%*	*5,5%*	*2,3%*	*4,7%*	*12,6%*	*15,3%*	*17,0%*	*18,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,0)	(1,6)	(0,8)	(0,1)	-	-	-		
EBITDA	**3,1**	**3,1**	**(0,3)**	**1,9**	**8,2**	**11,2**	**14,0**	**17,3**	***27,3%***	***28,2%***
Depreciación y provisiones	(2,9)	(5,0)	(5,1)	(4,7)	(4,4)	(4,5)	(4,7)	(4,9)		
Gastos capitalizados	2,3	2,5	2,9	1,2	1,1	1,6	1,6	1,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**2,5**	**0,6**	**(2,5)**	**(1,6)**	**5,0**	**8,4**	**10,9**	**14,0**	***19,2%***	***41,4%***
Cto.EBIT	*35,4%*	*-74,9%*	*-504,5%*	*36,6%*	*413,4%*	*68,7%*	*30,6%*	*28,3%*		
EBIT / Ingresos	*4,2%*	*1,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*7,5%*	*11,3%*	*13,3%*	*15,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,9)	(2,7)	(1,8)	(3,7)	(5,0)	(4,4)	(4,4)	(4,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario	**0,5**	**(2,1)**	**(4,3)**	**(5,3)**	**(0,0)**	**3,9**	**6,5**	**9,6**	***-19,7%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-29,1%*	*-491,6%*	*-101,1%*	*-23,3%*	*99,4%*	*n.a.*	*65,3%*	*47,7%*		
Extraordinarios	-	-	(3,6)	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,5**	**(2,1)**	**(7,8)**	**(5,3)**	**(0,0)**	**3,9**	**6,5**	**9,6**	***-19,7%***	***n.a.***
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	(1,9)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*		
Minoritarios	-	0,3	0,2	0,1	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,5**	**(1,8)**	**(7,7)**	**(5,2)**	**0,0**	**3,9**	**6,5**	**7,7**	***-58,0%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*0,1%*	*-429,8%*	*-328,9%*	*32,2%*	*100,3%*	*n.a.*	*65,3%*	*18,2%*		
Beneficio ordinario neto	**0,6**	**(1,8)**	**(2,5)**	**(4,4)**	**0,1**	**3,9**	**6,5**	**7,7**	***-34,2%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-37,9%*	*-387,3%*	*-38,1%*	*-76,8%*	*102,7%*	*n.a.*	*65,3%*	*18,2%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**11,2**	**14,0**	**17,3**	***26,9%***	***27,7%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,6)	(1,4)	(1,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**9,6**	**12,6**	**16,0**	***37,1%***	***7,0%***
CAPEX						(4,4)	(4,9)	(5,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(4,4)	(4,4)	(4,4)		
Impuestos						(0,7)	(1,3)	(1,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,1**	**1,9**	**4,1**	***29,8%***	***-0,3%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,1**	**1,9**	**4,1**	***28,4%***	***1,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,1)**	**(1,9)**	**(4,1)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**3,1**	**1,3**	**2,8**	**8,3**	**11,2**	**14,0**	**17,3**	***38,5%***	***27,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*-2,4%*	*-57,4%*	*106,9%*	*201,5%*	*35,2%*	*24,4%*	*23,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*5,5%*	*2,3%*	*4,7%*	*12,6%*	*15,3%*	*17,0%*	*18,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	3,8	(1,1)	4,7	(1,6)	(1,4)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**3,2**	**5,2**	**1,7**	**13,1**	**9,6**	**12,6**	**16,0**	***59,8%***	***7,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-13,3%*	*60,9%*	*-67,8%*	*687,7%*	*-26,3%*	*30,6%*	*27,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*5,6%*	*8,9%*	*2,8%*	*19,7%*	*13,1%*	*15,3%*	*17,3%*		
- CAPEX	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,4)	(4,9)	(5,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,0)	(1,5)	(3,3)	(4,8)	(4,4)	(4,4)	(4,4)		
- Impuestos	(1,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,7)	(1,3)	(1,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**(4,6)**	**(1,9)**	**(4,2)**	**4,1**	**0,1**	**1,9**	**4,1**	***42,5%***	***-0,3%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*6,6%*	*58,7%*	*-119,1%*	*198,7%*	*-97,2%*	*n.a.*	*114,8%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,3%*	*0,2%*	*2,3%*	*4,4%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(1,6)	(0,8)	(0,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	-	-	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	3,4	-	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(3,4)**	**(0,1)**	**(5,0)**	**4,0**	**0,1**	**1,9**	**4,1**	***47,0%***	***1,1%***
Cto. Free Cash Flow	*39,2%*	*96,8%*	*n.a.*	*178,9%*	*-97,1%*	*n.a.*	*114,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*16,7%*	*0,5%*	*7,7%*	*16,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*16,0%*	*0,5%*	*7,7%*	*16,5%*		

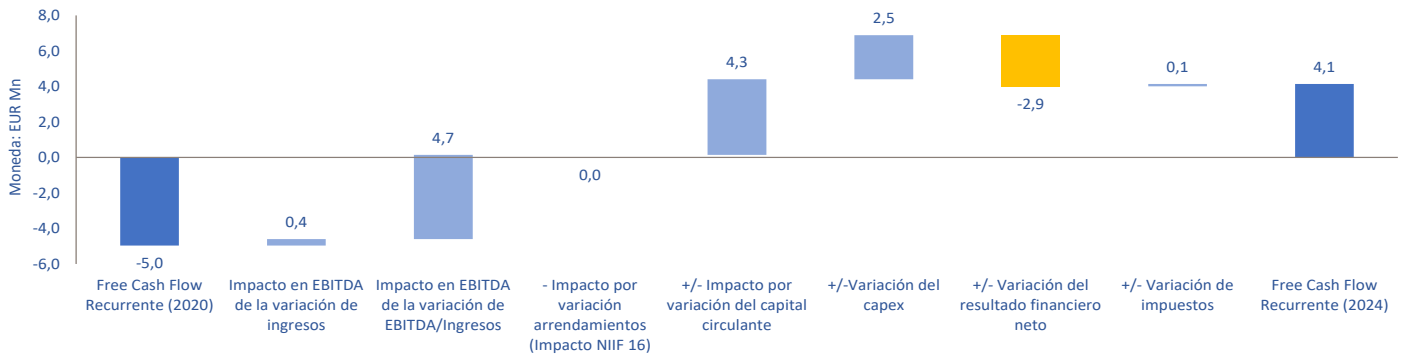
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(5,0)**	**(4,6)**	**(1,9)**	**(4,2)**	**4,1**	**0,1**	**1,9**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,1	0,0	0,4	0,9	1,3	1,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,0)	(1,9)	1,4	5,2	2,0	1,4	1,6
= Variación EBITDA recurrente	**(0,1)**	**(1,8)**	**1,4**	**5,6**	**2,9**	**2,7**	**3,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,4)	3,7	(4,9)	5,8	(6,4)	0,2	0,1
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,5)**	**2,0**	**(3,5)**	**11,4**	**(3,4)**	**2,9**	**3,4**
+/-Variación del CAPEX	1,7	(0,7)	2,9	(1,5)	(0,4)	(0,5)	(0,6)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,5	(1,8)	(1,5)	0,4	-	-
+/- Variación de impuestos	(0,9)	0,9	0,1	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**0,3**	**2,7**	**(2,3)**	**8,3**	**(4,0)**	**1,8**	**2,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(4,6)**	**(1,9)**	**(4,2)**	**4,1**	**0,1**	**1,9**	**4,1**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**0,6**	**(2,5)**	**(1,6)**	**5,0**	**8,4**	**10,9**	**14,0**	***n.a.***	***41,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(2,8)		
EBITDA recurrente	**3,1**	**1,3**	**2,8**	**8,3**	**11,2**	**14,0**	**17,3**	***38,5%***	***27,7%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	3,8	(1,1)	4,7	(1,6)	(1,4)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**3,2**	**5,2**	**1,7**	**13,1**	**9,6**	**12,6**	**16,0**	***59,8%***	***7,0%***
- CAPEX	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,4)	(4,9)	(5,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(2,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(1,6)**	**(0,3)**	**(0,9)**	**9,0**	**5,2**	**7,6**	**7,6**	***98,3%***	***-5,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*44,3%*	*80,9%*	*-190,3%*	*n.a.*	*-42,5%*	*46,6%*	*0,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	13,7%	7,1%	9,3%	8,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	-	-	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	3,4	-	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,3)**	**3,1**	**(0,9)**	**9,0**	**5,2**	**7,6**	**7,6**	***n.a.***	***-5,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*91,1%*	*n.a.*	*-127,6%*	*n.a.*	*-42,0%*	*46,6%*	*0,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*17,3%*	*10,0%*	*14,6%*	*14,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*6,0%*	*n.a.*	*17,2%*	*10,0%*	*14,6%*	*14,6%*		

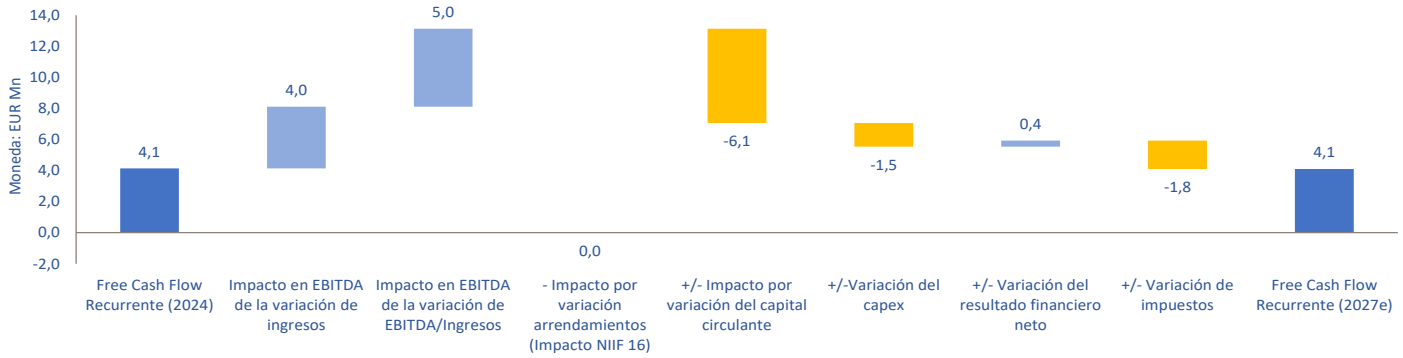
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

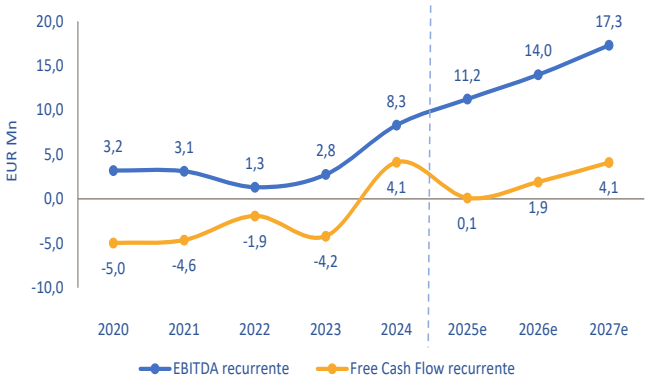
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



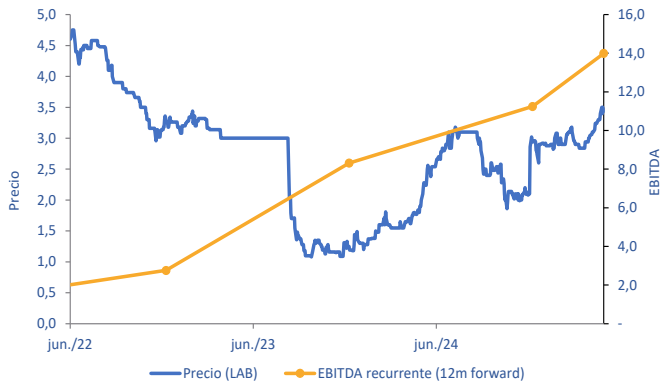
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	14,7	18,6	81,1	16,2	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	7,4	8,9	45,2	-4,5	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	9,8	21,9	71,2	6,8	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	4,6	8,2	58,7	-5,8	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	10,1	13,2	72,5	3,0	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	8,1	15,8	85,5	11,5	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Health Care	11,2	34,5	105,2	21,6	n.a.	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**5,2**	**7,6**	**7,6**	**115,0**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**24,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**28,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	10,5%	Coste de la deuda neta	10,3%	10,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**8,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**8,2%**	**8,6%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**9,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,2%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	46,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	53,6%	D	=	=
WACC	**8,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,2%**	**9,4%**
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	24,8	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	28,7	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	2,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		Rdos. 12m 2024
Enterprise Value (EV)	**52,2**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	5,1%	1,2%	n.a.	n.a.	14,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	5,3%	21,4%
FCF Yield - WACC	8,6%	5,9%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	18,7%	15,4	3,4x
Central	17,0%	14,0	3,7x
Min	15,3%	12,6	4,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	5,4%	6,0%	6,6%
15,4	3,8	3,3	2,8
14,0	2,4	1,9	1,4
12,6	1,0	0,5	0,0

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	15,3%	13,3%	11,3%
Central	9,7%	7,7%	5,7%
Min	4,0%	2,1%	0,1%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Salud Humana				Salud Animal					
	EUR Mn	Laboratorio Reig Jofre	Enanta	Laboratorios Rovi	Average	Elanco	Veoquinol	Virbac	ECO Animal Health Group	Average	LAB
Datos Mercado	Ticker (Factset)	RJF-ES	ENTA-US	ROVI-ES		ELAN-US	VETO-FR	VIRP-FR	EAH-GB		LAB-ES
	País	Spain	USA	Spain		USA	France	France	UK		Spain
	Market cap	254,8	109,5	2.643,8		5.542,4	862,6	2.575,9	49,6		24,8
	Enterprise value (EV)	302,3	129,5	2.728,0		8.987,2	671,5	2.729,6	42,0		52,2
Información financiera básica	Total Ingresos	358,0	55,2	724,2		3.993,7	553,6	1.484,3	102,6		73,7
	Cto.Total Ingresos	*5,6%*	*-7,3%*	*-5,2%*	*-2,3%*	*2,1%*	*2,7%*	*6,2%*	*4,2%*	*3,8%*	*11,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,2%*	*-2,3%*	*14,9%*	*6,3%*	*4,4%*	*2,8%*	*5,4%*	*8,0%*	*5,1%*	*12,0%*
	EBITDA	46,0	(79,9)	191,6		747,9	108,4	297,2	9,2		11,2
	Cto. EBITDA	*20,8%*	*24,1%*	*-7,3%*	*12,5%*	*-7,1%*	*5,9%*	*8,1%*	*5,8%*	*3,2%*	*36,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,3%*	*-6,5%*	*26,2%*	*8,4%*	*9,0%*	*5,9%*	*9,9%*	*16,6%*	*10,4%*	*24,0%*
	EBITDA/Ingresos	*12,8%*	*n.a.*	*26,5%*	*19,7%*	*18,7%*	*19,6%*	*20,0%*	*9,0%*	*16,8%*	*15,3%*
	EBIT	27,0	(93,0)	162,3		631,2	83,2	235,2	5,5		8,4
	Cto. EBIT	*83,3%*	*13,3%*	*-9,2%*	*29,1%*	*185,3%*	*18,3%*	*8,1%*	*6,5%*	*54,5%*	*68,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,9%*	*-3,6%*	*29,5%*	*11,6%*	*10,6%*	*7,3%*	*10,4%*	*28,3%*	*14,2%*	*29,4%*
	EBIT/Ingresos	*7,5%*	*n.a.*	*22,4%*	*15,0%*	*15,8%*	*15,0%*	*15,8%*	*5,4%*	*13,0%*	*11,3%*
	Beneficio Neto	17,0	(82,7)	127,5		366,8	67,4	161,1	2,3		3,9
	Cto. Beneficio Neto	*63,7%*	*19,1%*	*-6,9%*	*25,3%*	*23,1%*	*14,9%*	*10,9%*	*13,6%*	*15,6%*	*n.a.*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,5%*	*-10,8%*	*29,6%*	*9,1%*	*14,5%*	*15,4%*	*12,1%*	*42,5%*	*21,1%*	*39,8%*
	CAPEX/Ventas	*7,3%*	*28,6%*	*7,6%*	*14,5%*	*5,1%*	*3,2%*	*7,1%*	*3,7%*	*4,8%*	*6,0%*
	Free Cash Flow	11,0	(66,1)	113,0		330,3	62,4	106,9	3,6		0,1
	Deuda financiera Neta	47,0	n.a.	33,6		3.161,6	(233,0)	97,5	(22,8)		28,5
	DN/EBITDA (x)	1,0	n.a.	0,2	0,6	4,2	n.a.	0,3	n.a.	2,3	2,5
	Pay-out	*37,7%*	*n.a.*	*36,2%*	*36,9%*	*0,0%*	*16,4%*	*8,5%*	*0,0%*	*6,2%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	12,1	n.a.	20,8	16,5	15,1	14,1	16,0	31,1	19,1	6,3
	P/BV (x)	1,1	0,8	4,0	2,0	1,0	1,4	2,2	0,4	1,3	3,7
	EV/Ingresos (x)	0,8	2,3	3,8	2,3	2,3	1,2	1,8	0,4	1,4	0,7
	EV/EBITDA (x)	6,6	n.a.	14,2	10,4	12,0	6,2	9,2	4,6	8,0	4,6
	EV/EBIT (x)	11,2	n.a.	16,8	14,0	14,2	8,1	11,6	7,6	10,4	6,2
	ROE	*9,2*	*n.a.*	*19,1*	*14,2*	*6,8*	*9,8*	*13,6*	*1,4*	*7,9*	*76,2*
	FCF Yield (%)	*4,3*	*n.a.*	*4,3*	*4,3*	*6,0*	*7,2*	*4,2*	*7,4*	*6,2*	*0,5*
	DPA	*0,08*	*n.a.*	*0,90*	*0,49*	*0,00*	*0,94*	*1,64*	*0,00*	*0,64*	*0,00*
	Dvd Yield	*2,5%*	*n.a.*	*1,7%*	*2,1%*	*0,0%*	*1,3%*	*0,5%*	*0,0%*	*0,5%*	*0,0%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos						**48,2**	**58,4**	**57,1**	**58,2**	**58,5**	**66,3**	**73,7**	**82,4**	**92,4**	***n.a.***	***11,7%***
Cto. Total ingresos						*12,1%*	*21,1%*	*-2,3%*	*2,0%*	*0,5%*	*13,3%*	*11,3%*	*11,7%*	*12,2%*		
EBITDA						**1,7**	**3,1**	**3,1**	**(0,3)**	**1,9**	**8,2**	**11,2**	**14,0**	**17,3**	***n.a.***	***28,2%***
Cto. EBITDA						*182,2%*	*80,6%*	*0,0%*	*-109,6%*	*739,5%*	*327,4%*	*36,9%*	*24,4%*	*23,7%*		
EBITDA/Ingresos						*3,6%*	*5,4%*	*5,5%*	*n.a.*	*3,3%*	*12,4%*	*15,3%*	*17,0%*	*18,7%*		
Beneficio neto						**0,7**	**0,5**	**(1,8)**	**(7,7)**	**(5,2)**	**0,0**	**3,9**	**6,5**	**7,7**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto						*0,4%*	*-21,6%*	*-429,8%*	*-328,9%*	*32,2%*	*100,3%*	*n.a.*	*65,3%*	*18,2%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						0,1	6,2	6,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2		
BPA (EUR)						8,65	0,09	-0,29	-1,06	-0,72	0,00	0,54	0,90	1,06	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA						*n.a.*	*-99,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*32,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*65,3%*	*18,2%*		
BPA ord. (EUR)						14,77	0,10	-0,29	-0,34	-0,60	0,02	0,54	0,90	1,06	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA ord.						*n.a.*	*-99,3%*	*n.a.*	*-18,4%*	*-76,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*65,3%*	*18,2%*		
CAPEX						(5,5)	(6,5)	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,4)	(4,9)	(5,5)		
CAPEX/Vtas %[1]						*11,3%*	*11,1%*	*8,4%*	*9,4%*	*4,3%*	*6,1%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*		
Free Cash Flow						**(18,1)**	**(5,6)**	**(3,4)**	**(0,1)**	**(5,0)**	**4,0**	**0,1**	**1,9**	**4,1**	**n.a.**	**1,1%**
DN/EBITDA (x) [2]						*19,9x*	*12,1x*	*13,5x*	*n.a.*	*20,2x*	*3,5x*	*2,5x*	1,9x	1,3x		
PER (x)						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,3x*	3,8x	3,2x		
EV/Vtas (x)						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,02x*	*0,81x*	*0,71x*	*0,71x*	0,63x	0,56x		
EV/EBITDA (x) [2]						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*24,6x*	*5,7x*	*4,6x*	3,7x	3,0x		
Comport. Absoluto						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-62,8%*	*136,8%*	*16,2%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-69,7%*	*106,3%*	*-4,5%*				

(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).

Laboratorio Reig Jofre

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Pharmaceuticals

Precio de Cierre: EUR 3,15 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

Laboratorio 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 (60% s/Ingresos). Gestionada y controlada por la familia Reig (63% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	254,8	289,1
EV (Mn EUR y USD)	305,5	346,5
Número de Acciones (Mn)	80,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,16 / 2,74 / 2,45	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación(1)	7,4	
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
Autocartera	1,0
Free Float	20,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	80,1	80,9	80,9	80,9
Total Ingresos	338,9	366,7	394,0	421,5
EBITDA Rec.	35,6	39,1	44,6	48,9
% Var.	*7,1*	*9,6*	*14,2*	*9,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*10,5*	*10,7*	*11,3*	*11,6*
% Var EBITDA sector (2)	*9,8*	*12,4*	*14,4*	*11,6*
Beneficio neto	11,8	14,6	18,4	17,2
BPA (EUR)	0,15	0,18	0,23	0,21
% Var.	*10,9*	*22,4*	*25,8*	*-6,4*
BPA ord. (EUR)	0,15	0,18	0,23	0,21
% Var.	*10,9*	*22,4*	*25,8*	*-6,4*
Free Cash Flow Rec.	1,5	6,7	6,4	8,6
Pay-out (%)	*-0,7*	*-0,7*	*-0,7*	*-0,7*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	45,3	38,7	32,4	23,8
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,0	0,7	0,5
ROE (%)	*5,7*	*6,6*	*7,9*	*6,9*
ROCE (%)	*5,1*	*5,9*	*7,2*	*6,5*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	21,3	17,4	13,8	14,8
PER Ordinario	21,3	17,4	13,8	14,8
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
EV/Ventas	0,90	0,83	0,78	0,72
EV/EBITDA Rec.	8,6	7,8	6,8	6,2
EV/EBIT	24,2	20,8	16,7	14,5
FCF Yield (%)	*0,6*	*2,6*	*2,5*	*3,4*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*12,8*	*18,7*	*14,4*	*16,2*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

1T25 constata el potencial de crecimiento. RJF ha cerrado el 1T25 con unos ingresos de EUR 88,0Mn, +2%. Esto representa una moderación en su crecimiento, en un primer trimestre de transición y optimización operativa, enfocada en mejorar la rentabilidad y la expansión global futura. El margen bruto no varía (60,0% vs 60,2% en el 1T24), sin embargo, el incremento de los gastos de personal (+8%), explica la caída del 3,8% del EBITDA recurrente (EUR 9,4 Mn en 1T25 vs EUR 9,8Mn en el 1T24).

La expansión internacional es uno de los principales motores de crecimiento. Las ventas internacionales (60% del total) crecen un +11% en el 1T25, empujadas principalmente por Europa (+12%, siguiendo la estela del 2024). Este avance refleja el foco estratégico de la compañía en reducir su dependencia del mercado nacional. Los ingresos domésticos, (40% del total) caen un 10%. El CDMO (producción para terceros) alcanza los EUR 14Mn (-10% vs 1T24). Las ventas de Consumer Healthcare crecieron un 9% y continuarán la senda al alza en los próximos años.

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

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 180Mn desde 2015).

La mejora de la rentabilidad es el principal foco estratégico. Los principales drivers para la mejora de la rentabilidad son: i) transformación gradual hacia un perfil más biotecnológico que químico, reforzando el know-how en inyectables con producción propia y un mayor peso de CDMO (producción externa), ii) mejora en la capacidad/eficiencia con el nuevo capex, iii) mix de ingresos orientado hacía productos de mayor rentabilidad (ventas de inyectables no antibióticos, +13% en el 1T25), y iv) aumentar el grado de utilización de las plantas.

Mejora del mix de ingresos hacia productos más rentables, y venta cruzada entre los canales de ventas. RJF tiene un mix de ingresos diversificado gracias al negocio de Consumer Healthcare (complementos alimentarios), Specialty Pharmacare (medicamentos con receta) y Pharmaceutical Technologies (antibióticos genéricos e inyectables y liofilizados). El objetivo es cambiar el mix hacia productos más rentables e intentar hacer venta cruzada entre los tres canales de venta (diferentes para cada segmento) e incrementar las sinergias entre el médico y farmacéutico.

2024-2027e: 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 27e: 5% vs 3,3% en 2023). Estimamos un crecimiento en ingresos (+7,5% TACC 2024-2027e) que debiera traducirse en crecimiento a doble dígito en EBITDA Rec. (+11,2% TACC 24-27e). Reduciendo el endeudamiento hasta DN/EBITDA rec. 0,5x en 2027e (vs 1,3x en 2023). En resumen: crecimiento, rentabilidad y riesgo relativamente bajo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevadas necesidades de inversión. La industria farmacéutica se caracteriza por los continuos avances tecnológicos y de investigación científica. La necesidad de mejora en instalaciones para cumplir con los más altos estándares de calidad podría suponer inversión adicional en CAPEX, y reducir la capacidad de generar FCF.

Regulación: i) La línea de antibióticos (15,6% s/Ingresos 1T25) opera en un mercado regulado que limita la capacidad de subir el precio de los mismos; ii) requisitos adicionales de seguridad en la producción pueden forzar una subida del capex.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La mejora de márgenes es clave para aspirar a una expansión de múltiplos. La clave para 2025 es mantener un crecimiento de un dígito alto, con el foco en la mejora de los niveles de rentabilidad. Las altas barreras de entrada y una demanda inelástica de sus productos ofrecen, a priori, vientos de cola para facilitar el cumplimiento de las expectativas. Los números 2020-2024 son autoexplicativos: ingresos c.+50% (TACC +10,2%), con EBITDA C.+55% (TACC c.+12%) y una mejora del margen EBITDA/Vtas de +0,6 p.p. Aspirar a múltiplos realmente más altos solo pasa por una mejora de márgenes más rápida y de mayor entidad. El gran reto de RJF y su cotización.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	93,0	88,9	81,6	72,6	64,7	67,1	69,6	72,1
Inmovilizado material	75,1	81,2	82,5	82,1	87,7	85,6	86,7	87,5
Otros activos no corrientes	16,1	13,8	11,9	10,3	10,0	10,0	10,0	10,0
Inmovilizado financiero	2,2	2,4	4,0	5,0	18,6	20,2	22,0	23,7
Fondo de comercio y otros intangibles	30,0	29,8	29,0	28,0	26,8	26,8	26,8	26,8
Activo circulante	88,3	102,8	105,4	126,1	126,7	137,2	147,1	157,0
Total activo	**304,8**	**318,9**	**314,3**	**324,1**	**334,4**	**347,0**	**362,1**	**377,1**
Patrimonio neto	184,5	188,6	194,6	204,4	214,0	226,4	241,4	258,5
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Provisiones y otros pasivos a LP	6,0	6,3	6,7	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3
Otros pasivos no corrientes	10,5	11,6	11,0	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7
Deuda financiera neta	58,8	56,5	50,9	44,7	45,3	38,7	32,4	23,8
Pasivo circulante	44,9	56,0	51,2	58,9	59,2	66,1	72,4	78,8
Total pasivo	**304,8**	**318,9**	**314,3**	**324,1**	**334,4**	**347,0**	**362,1**	**377,1**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**230,1**	**236,2**	**271,2**	**316,1**	**338,9**	**366,7**	**394,0**	**421,5**	***10,2%***	***7,5%***
Cto.Total Ingresos	*14,9%*	*2,7%*	*14,8%*	*16,6%*	*7,2%*	*8,2%*	*7,4%*	*7,0%*		
Coste de ventas	(89,8)	(91,5)	(113,1)	(133,7)	(140,1)	(151,4)	(162,5)	(173,9)		
Margen Bruto	**140,3**	**144,7**	**158,1**	**182,4**	**198,8**	**215,4**	**231,5**	**247,6**	***9,1%***	***7,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*61,0%*	*61,3%*	*58,3%*	*57,7%*	*58,6%*	*58,7%*	*58,8%*	*58,8%*		
Gastos de personal	(66,4)	(64,2)	(70,5)	(75,9)	(87,7)	(95,3)	(101,7)	(108,8)		
Otros costes de explotación	(51,0)	(56,9)	(60,2)	(73,2)	(75,4)	(81,0)	(85,2)	(89,9)		
EBITDA recurrente	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**39,1**	**44,6**	**48,9**	***11,7%***	***11,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*39,7%*	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*7,1%*	*9,6%*	*14,2%*	*9,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*10,7%*	*11,3%*	*11,6%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**39,1**	**44,6**	**48,9**	***11,7%***	***11,2%***
Depreciación y provisiones	(14,9)	(15,5)	(18,2)	(20,6)	(24,5)	(25,8)	(27,7)	(29,1)		
Gastos capitalizados	3,7	3,6	3,1	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
EBIT	**9,2**	**8,9**	**8,5**	**10,5**	**12,6**	**14,7**	**18,3**	**21,1**	***8,1%***	***18,7%***
Cto.EBIT	*45,8%*	*-4,0%*	*-3,7%*	*23,1%*	*20,0%*	*16,5%*	*24,5%*	*15,3%*		
EBIT / Ingresos	*4,0%*	*3,8%*	*3,1%*	*3,3%*	*3,7%*	*4,0%*	*4,6%*	*5,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,9)	(3,2)	(1,4)	(1,0)	(0,7)	(1,7)	(1,6)	(1,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,1	1,6	1,0	(0,1)	1,7	1,7	1,8		
Beneficio ordinario	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**14,6**	**18,4**	**21,5**	***16,5%***	***22,1%***
Cto.Beneficio ordinario	*21,0%*	*-9,9%*	*51,4%*	*19,7%*	*12,6%*	*23,7%*	*25,8%*	*16,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**14,6**	**18,4**	**21,5**	***16,5%***	***22,1%***
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	(4,3)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**14,6**	**18,4**	**17,2**	***16,5%***	***13,4%***
Cto.Beneficio neto	*21,0%*	*-9,9%*	*51,4%*	*19,7%*	*12,6%*	*23,7%*	*25,8%*	*-6,4%*		
Beneficio ordinario neto	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**14,6**	**18,4**	**17,2**	***16,5%***	***13,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-15,5%*	*-9,9%*	*51,4%*	*19,7%*	*12,6%*	*23,7%*	*25,8%*	*-6,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**39,1**	**44,6**	**48,9**	***11,7%***	***11,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,1)	(1,1)	(1,2)		
Var.capital circulante						(3,6)	(3,5)	(3,5)		
Cash Flow operativo recurrente						**34,3**	**40,0**	**44,3**	***12,5%***	***8,9%***
CAPEX						(23,7)	(28,7)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,7)	(1,6)	(1,3)		
Impuestos						(2,2)	(3,3)	(4,3)		
Free Cash Flow Recurrente						**6,7**	**6,4**	**8,6**	***-48,9%***	***78,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**6,7**	**6,4**	**8,6**	***-36,3%***	***78,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Variación de Deuda financiera neta						**(6,6)**	**(6,3)**	**(8,5)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**39,1**	**44,6**	**48,9**	***14,6%***	***11,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*7,1%*	*9,6%*	*14,2%*	*9,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*10,7%*	*11,3%*	*11,6%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
+/- Var. Capital circulante	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(0,4)	(3,6)	(3,5)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**17,4**	**16,2**	**16,3**	**34,3**	**34,3**	**40,0**	**44,3**	***25,4%***	***8,9%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-18,8%*	*-6,8%*	*0,5%*	*110,5%*	*0,3%*	*16,4%*	*10,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*7,4%*	*6,0%*	*5,1%*	*10,1%*	*9,4%*	*10,1%*	*10,5%*		
- CAPEX	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(23,7)	(28,7)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(0,9)	(1,2)	(1,7)	(1,7)	(1,6)	(1,3)		
- Impuestos	(0,9)	(0,9)	(1,5)	0,3	(2,2)	(3,3)	(4,3)		
= Free Cash Flow recurrente	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**1,5**	**6,7**	**6,4**	**8,6**	***-55,1%***	***78,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-24,3%*	*-56,6%*	*-40,7%*	*-64,9%*	*340,2%*	*-4,6%*	*35,5%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*7,1%*	*2,7%*	*1,4%*	*0,4%*	*1,8%*	*1,6%*	*2,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**2,0**	**5,3**	**4,3**	**1,5**	**6,7**	**6,4**	**8,6**	***-8,2%***	***78,5%***
Cto. Free Cash Flow	*-78,7%*	*169,6%*	*-18,3%*	*-64,9%*	*340,2%*	*-4,6%*	*35,5%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*6,6%*	*2,9%*	*1,7%*	*0,6%*	*2,6%*	*2,5%*	*3,4%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*0,8%*	*2,1%*	*1,7%*	*0,6%*	*2,6%*	*2,5%*	*3,4%*		

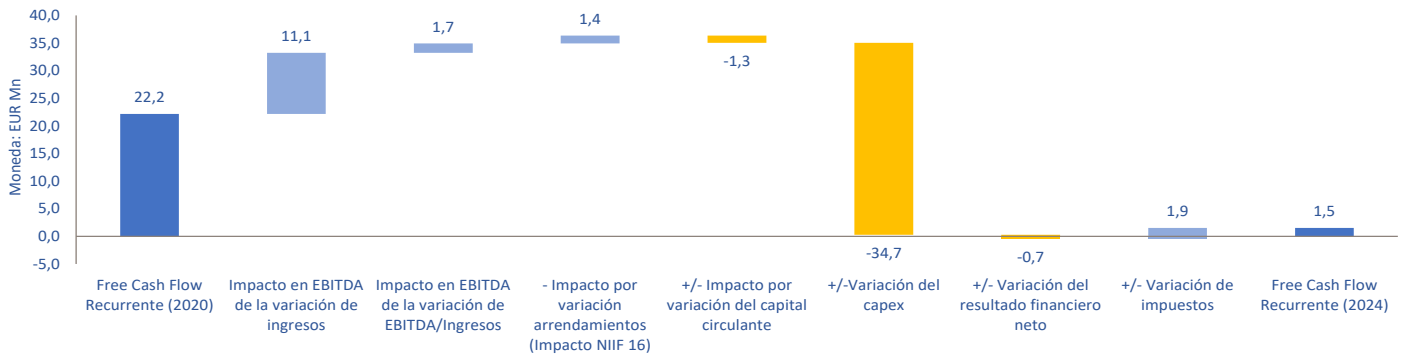
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**22,2**	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**1,5**	**6,7**	**6,4**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,6	3,5	4,5	2,4	2,9	2,9	3,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	0,2	1,4	(0,0)	0,5	2,6	1,2
= Variación EBITDA recurrente	**0,8**	**3,7**	**5,9**	**2,4**	**3,4**	**5,5**	**4,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,6)	(0,7)	(0,4)	3,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,3)	(4,2)	(5,4)	12,6	(3,3)	0,1	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(4,0)**	**(1,2)**	**0,1**	**18,0**	**0,1**	**5,6**	**4,3**
+/-Variación del CAPEX	(2,2)	(8,3)	(2,2)	(22,0)	7,6	(5,0)	(1,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,0)	(0,3)	(0,5)	(0,0)	0,1	0,3
+/- Variación de impuestos	0,7	0,0	(0,6)	1,8	(2,5)	(1,1)	(1,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(5,4)**	**(9,5)**	**(3,0)**	**(2,8)**	**5,2**	**(0,3)**	**2,3**
Free Cash Flow Recurrente	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**1,5**	**6,7**	**6,4**	**8,6**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**8,9**	**8,5**	**10,5**	**12,6**	**14,7**	**18,3**	**21,1**	***12,5%***	***18,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(4,2)		
EBITDA recurrente	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**39,1**	**44,6**	**48,9**	***14,6%***	***11,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
+/- Var. Capital circulante	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(0,4)	(3,6)	(3,5)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**17,4**	**16,2**	**16,3**	**34,3**	**34,3**	**40,0**	**44,3**	***25,4%***	***8,9%***
- CAPEX	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(23,7)	(28,7)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	(4,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**18,6**	**9,1**	**7,0**	**2,9**	**10,6**	**11,3**	**10,1**	***-46,1%***	***51,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-25,2%*	*-51,1%*	*-23,2%*	*-58,2%*	*263,9%*	*6,5%*	*-10,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	7,9%	3,3%	2,2%	0,9%	2,9%	2,9%	2,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**3,6**	**7,1**	**7,0**	**2,9**	**10,6**	**11,3**	**10,1**	***-6,4%***	***51,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-63,7%*	*98,9%*	*-1,5%*	*-58,2%*	*263,9%*	*6,5%*	*-10,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*6,1%*	*3,0%*	*2,3%*	*1,0%*	*3,5%*	*3,7%*	*3,3%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,2%*	*2,3%*	*2,3%*	*1,0%*	*3,5%*	*3,7%*	*3,3%*		

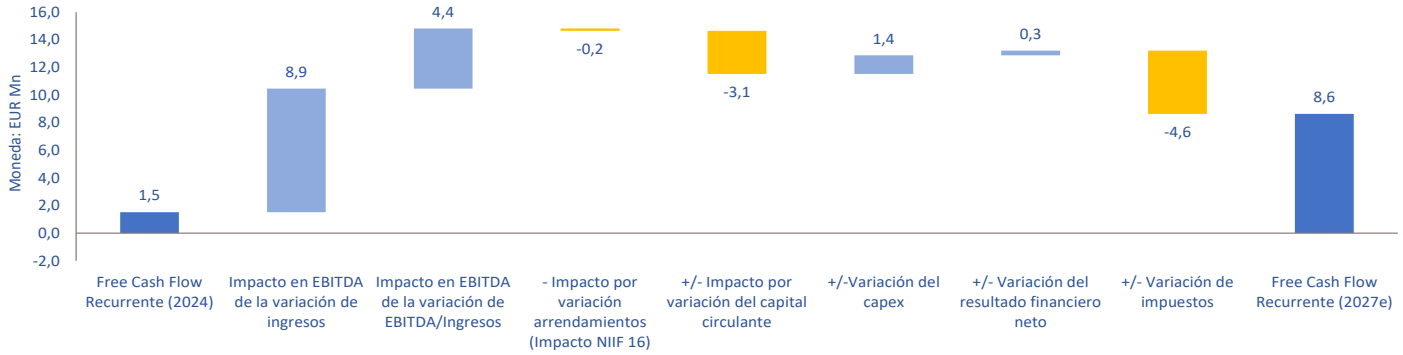
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

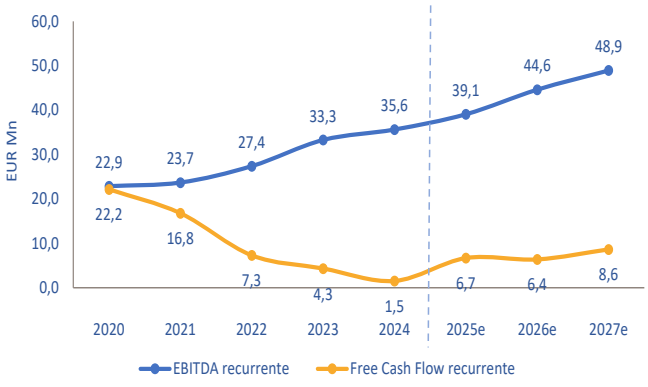
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



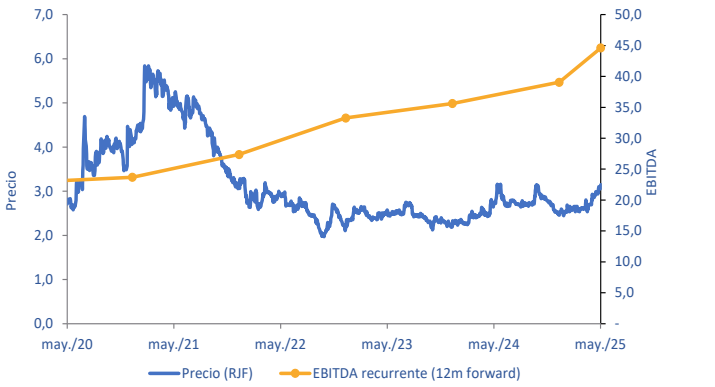
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	12,8	18,7	14,4	28,2	8,2	16,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	5,6	9,0	-8,2	5,4	-33,8	-44,8
vs Euro STOXX 50	8,0	22,0	8,2	17,8	-24,7	-36,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,9	8,2	0,3	3,9	-7,6	-35,3
vs Segmento Micro Cap España (1)	8,2	13,0	8,3	13,3	3,6	-24,1
vs MSCI Europe Micro Cap	6,3	15,8	17,2	23,0	20,4	-11,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Health Care	9,3	34,5	29,7	34,2	7,6	3,5

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**10,6**	**11,3**	**10,1**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**254,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**48,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
Coste de la deuda	3,1%	Coste de la deuda neta	2,9%	3,4%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**2,5%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**2,3%**	**2,7%**
Risk free rate (rf)	3,2%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,3%**	**10,5%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,0%	D	=	=
WACC	**8,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,4%**	**9,3%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	254,8	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 3m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	20,3	Rdos. 3m 2025
+ Deuda financiera neta	48,5	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	18,3	Rdos. 3m 2025
+/- Otros		Rdos. 3m 2025
Enterprise Value (EV)	**305,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	3,7%	3,6%	3,4%	4,2%	5,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-3,2%	-1,8%
FCF Yield - WACC	-7,3%	-5,0%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	12,4%	48,9	6,2x
Central	11,3%	44,6	6,8x
Min	10,2%	40,3	7,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	6,6%	7,3%	8,0%
48,9	13,5	10,7	7,9
44,6	9,1	6,4	3,6
40,3	4,8	2,0	(0,7)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	5,3%	4,2%	3,1%
Central	3,6%	2,5%	1,4%
Min	1,9%	0,8%	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Genéricos e Inyectables				Specialty Pharma				Cosumer Healthcare			Global Players				
	EUR Mn	Viatris	Teva	Sandoz	Average	Incyte Corporation	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	HAIN Celestial	Average	Abbvie	Sanofi	Pfizer	Average	RJF
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VTRS-US	TEVA-US	SDZ-CH		INCY-US	LLY-US	NOVN-CH		HLF-US	HAIN-US		ABBV-US	SAN-FR	PFE-US		RJF-ES
	País	USA	Israel	Switzerland		USA	USA	Switzerland		USA	USA		USA	France	USA		Spain
	Market cap	8.576,7	16.653,9	19.112,8		10.962,1	596.243,5	210.320,0		597,9	148,8		285.346,2	113.125,4	116.869,6		254,8
	Enterprise value (EV)	20.578,5	30.170,5	22.287,5		8.876,9	627.428,2	211.870,0		2.421,1	795,1		342.426,3	122.947,6	156.616,7		305,5
Información financiera básica	Total Ingresos	12.184,5	15.055,1	9.529,9		4.157,1	52.605,6	47.679,7		4.361,9	1.397,2		52.756,9	45.878,5	55.098,3		366,7
	Cto.Total Ingresos	*-6,0%*	*3,4%*	*-2,7%*	*-1,7%*	*11,2%*	*32,5%*	*0,2%*	*14,6%*	*-0,9%*	*-8,7%*	*-4,8%*	*6,2%*	*11,7%*	*-1,8%*	*5,4%*	*8,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*1,6%*	*1,5%*	*5,5%*	*2,8%*	*9,7%*	*18,7%*	*2,4%*	*10,3%*	*5,5%*	*-0,1%*	*2,7%*	*7,6%*	*6,5%*	*-1,2%*	*4,3%*	*7,2%*
	EBITDA	3.554,9	4.308,0	2.003,2		996,8	22.983,6	19.304,9		560,5	114,5		25.005,2	14.030,4	21.207,1		39,1
	Cto. EBITDA	*-11,7%*	*11,4%*	*3,6%*	*1,1%*	*567,6%*	*38,6%*	*-5,0%*	*200,4%*	*11,2%*	*-4,7%*	*3,3%*	*13,4%*	*6,8%*	*2,4%*	*7,5%*	*9,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,2%*	*5,9%*	*11,6%*	*7,6%*	*34,3%*	*26,3%*	*3,0%*	*21,2%*	*10,4%*	*4,1%*	*7,3%*	*9,2%*	*6,3%*	*-0,1%*	*5,2%*	*11,9%*
	EBITDA/Ingresos	*29,2%*	*28,6%*	*21,0%*	*26,3%*	*24,0%*	*43,7%*	*40,5%*	*36,1%*	*12,9%*	*8,2%*	*10,5%*	*47,4%*	*30,6%*	*38,5%*	*38,8%*	*10,7%*
	EBIT	3.246,4	3.917,5	1.726,8		1.228,3	21.363,1	18.614,3		430,4	66,0		24.658,7	12.284,6	19.193,9		14,7
	Cto. EBIT	*97,9%*	*33,5%*	*18,3%*	*49,9%*	*n.a.*	*42,2%*	*27,6%*	*34,9%*	*8,4%*	*-22,1%*	*-6,9%*	*68,3%*	*29,2%*	*32,1%*	*43,2%*	*16,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,0%*	*6,9%*	*11,8%*	*8,3%*	*21,1%*	*27,2%*	*2,5%*	*17,0%*	*14,8%*	*3,2%*	*9,0%*	*11,1%*	*7,6%*	*0,0%*	*6,2%*	*19,8%*
	EBIT/Ingresos	*26,6%*	*26,0%*	*18,1%*	*23,6%*	*29,5%*	*40,6%*	*39,0%*	*36,4%*	*9,9%*	*4,7%*	*7,3%*	*46,7%*	*26,8%*	*34,8%*	*36,1%*	*4,0%*
	Beneficio Neto	2.356,5	2.610,9	832,5		1.024,7	17.259,7	14.958,6		174,9	14,9		19.198,2	9.783,6	15.080,7		14,6
	Cto. Beneficio Neto	*521,5%*	*280,7%*	*n.a.*	*401,1%*	*n.a.*	*84,9%*	*32,5%*	*58,7%*	*-22,0%*	*122,6%*	*50,3%*	*413,9%*	*78,0%*	*113,3%*	*201,7%*	*23,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,5%*	*10,7%*	*28,2%*	*15,1%*	*21,0%*	*29,7%*	*3,8%*	*18,2%*	*34,9%*	*16,8%*	*25,8%*	*12,4%*	*7,8%*	*1,8%*	*7,3%*	*8,5%*
	CAPEX/Ventas	*2,8%*	*3,1%*	*6,0%*	*4,0%*	*1,1%*	*9,5%*	*3,9%*	*4,8%*	*n.a.*	*2,3%*	*2,3%*	*1,7%*	*5,5%*	*4,3%*	*3,8%*	*6,5%*
	Free Cash Flow	1.726,8	928,2	458,6		855,0	10.323,4	13.663,2		n.a.	41,0		17.290,8	10.242,5	17.576,2		6,7
	Deuda financiera Neta	11.165,2	11.520,7	2.753,8		(2.877,4)	22.640,2	12.821,3		n.a.	604,7		47.513,1	3.805,3	40.525,2		38,7
	DN/EBITDA (x)	3,1	2,7	1,4	2,4	n.a.	1,0	0,7	0,8	n.a.	5,3	5,3	1,9	0,3	1,9	1,4	1,0
	Pay-out	*21,3%*	*0,0%*	*34,6%*	*18,6%*	*0,0%*	*30,0%*	*47,0%*	*25,7%*	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*52,9%*	*53,1%*	*56,5%*	*54,2%*	*-0,7%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	3,7	6,7	15,3	8,6	11,4	32,7	13,2	19,1	3,3	9,5	6,4	15,0	11,4	7,8	11,4	17,4
	P/BV (x)	0,6	2,5	2,3	1,8	2,4	n.a.	4,8	3,6	n.a.	0,2	0,2	n.a.	1,4	1,5	1,4	1,1
	EV/Ingresos (x)	1,7	2,0	2,3	2,0	2,1	11,9	4,4	6,2	0,6	0,6	0,6	6,5	2,7	2,8	4,0	0,8
	EV/EBITDA (x)	5,8	7,0	11,1	8,0	8,9	27,3	11,0	15,7	4,3	6,9	5,6	13,7	8,8	7,4	9,9	7,8
	EV/EBIT (x)	6,3	7,7	12,9	9,0	7,2	29,4	11,4	16,0	5,6	12,0	8,8	13,9	10,0	8,2	10,7	20,8
	ROE	*15,2*	*37,4*	*15,2*	*22,6*	*21,4*	*75,6*	*36,2*	*44,4*	*n.a.*	*2,5*	*2,5*	*407,9*	*12,5*	*18,7*	*146,4*	*6,6*
	FCF Yield (%)	*20,1*	*5,6*	*2,4*	*9,4*	*7,8*	*1,7*	*6,5*	*5,3*	*n.a.*	*27,6*	*27,6*	*6,1*	*9,1*	*15,0*	*10,1*	*2,6*
	DPA	*0,42*	*0,00*	*0,67*	*0,36*	*0,00*	*5,75*	*3,48*	*3,08*	*0,00*	*n.a.*	*0,00*	*5,74*	*4,15*	*1,50*	*3,80*	*0,00*
	Dvd Yield	*5,8%*	*0,0%*	*1,5%*	*2,4%*	*0,0%*	*0,9%*	*3,5%*	*1,5%*	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*3,6%*	*4,5%*	*7,3%*	*5,1%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	-	-	**161,1**	**168,0**	**180,5**	**200,2**	**230,1**	**236,2**	**271,2**	**316,1**	**338,9**	**366,7**	**394,0**	**421,5**	***n.a.***	***7,5%***
Cto. Total ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,3%*	*7,4%*	*10,9%*	*14,9%*	*2,7%*	*14,8%*	*16,6%*	*7,2%*	*8,2%*	*7,4%*	*7,0%*		
EBITDA	-	-	**17,1**	**15,3**	**12,1**	**11,6**	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**39,1**	**44,6**	**48,9**	***n.a.***	***11,2%***
Cto. EBITDA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-10,3%*	*-21,4%*	*-4,1%*	*97,7%*	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*7,1%*	*9,6%*	*14,2%*	*9,7%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*10,6%*	*9,1%*	*6,7%*	*5,8%*	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*10,7%*	*11,3%*	*11,6%*		
Beneficio neto	-	-	**8,7**	**7,6**	**8,8**	**9,2**	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**14,6**	**18,4**	**17,2**	***n.a.***	***13,4%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-13,3%*	*16,2%*	*4,1%*	*-29,9%*	*-9,9%*	*51,4%*	*19,7%*	*12,6%*	*23,7%*	*25,8%*	*-6,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	62,9	63,1	65,3	71,3	76,4	76,9	77,7	78,8	80,1	80,9	80,9	80,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,14	0,12	0,13	0,13	0,08	0,08	0,11	0,13	0,15	0,18	0,23	0,21	*n.a.*	*13,0%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-13,6%*	*12,4%*	*-4,7%*	*-34,6%*	*-10,4%*	*49,8%*	*17,9%*	*10,9%*	*22,4%*	*25,8%*	*-6,4%*		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,14	0,12	0,13	0,13	0,08	0,08	0,11	0,13	0,15	0,18	0,23	0,21	*n.a.*	*13,0%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-13,6%*	*12,4%*	*-4,7%*	*-34,6%*	*-10,4%*	*49,8%*	*17,9%*	*10,9%*	*22,4%*	*25,8%*	*-6,4%*		
CAPEX	-	-	12,2	17,6	21,1	31,1	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(23,7)	(28,7)	(30,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*2,9%*	*9,2%*	*6,5%*	*7,3%*	*7,1%*		
Free Cash Flow	-	-	**(12,2)**	**3,7**	**(1,1)**	**5,8**	**9,2**	**2,0**	**5,3**	**4,3**	**1,5**	**6,7**	**6,4**	**8,6**	**n.a.**	**78,5%**
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*0,7x*	*1,2x*	*1,2x*	*1,9x*	*2,6x*	*2,4x*	*1,9x*	*1,3x*	*1,3x*	*1,0x*	0,7x	0,5x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*20,2x*	*17,8x*	*15,6x*	*18,4x*	*49,3x*	*41,1x*	*18,7x*	*16,5x*	*16,6x*	*17,4x*	13,8x	14,8x		
EV/Vtas (x)	*n.a.*	*n.a.*	*1,36x*	*1,00x*	*0,96x*	*1,30x*	*1,74x*	*1,32x*	*0,83x*	*0,71x*	*0,69x*	*0,83x*	0,78x	0,72x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*12,8x*	*11,0x*	*14,4x*	*22,5x*	*17,5x*	*13,2x*	*8,2x*	*6,8x*	*6,6x*	*7,8x*	6,8x	6,2x		
Comport. Absoluto	*-35,9%*	*-6,2%*	*-9,6%*	*-24,1%*	*-1,2%*	*12,1%*	*75,5%*	*-25,2%*	*-32,0%*	*4,1%*	*12,0%*	*28,2%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-38,2%*	*1,0%*	*-7,7%*	*-29,3%*	*16,2%*	*0,3%*	*107,5%*	*-30,7%*	*-28,0%*	*-15,2%*	*-2,4%*	*5,4%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 e (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)	36,6	41,5
EV (Mn EUR y USD)	46,4	52,7
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,87 / 1,55 / 1,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	5,6	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	3,5
Free Float	16,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,1	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	7,8	20,3	21,9	35,9
EBITDA Rec.	3,4	5,1	6,8	10,7
% Var.	*12,5*	*47,4*	*35,5*	*55,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*43,8*	*24,9*	*31,3*	*29,7*
% Var EBITDA sector (2)	*12,1*	*12,5*	*5,6*	*5,6*
Beneficio neto	2,8	2,5	4,0	7,2
BPA (EUR)	0,13	0,12	0,18	0,33
% Var.	*19,0*	*-12,5*	*57,4*	*80,2*
BPA ord. (EUR)	0,09	0,12	0,18	0,33
% Var.	*-6,3*	*24,7*	*57,4*	*80,2*
Free Cash Flow Rec.	-8,9	-0,3	3,2	6,7
Pay-out (%)	*30,4*	*35,5*	*25,1*	*16,7*
DPA (EUR)	0,04	0,04	0,05	0,05
Deuda financiera neta	37,0	38,3	36,2	30,8
DN / EBITDA Rec.(x)	10,8	7,6	5,3	2,9
ROE (%)	*2,9*	*2,6*	*4,0*	*6,9*
ROCE (%)	*3,5*	*4,2*	*5,6*	*8,7*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	12,6	14,4	9,2	5,1
PER Ordinario	18,0	14,4	9,2	5,1
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3
Dividend Yield (%)	*2,4*	*2,5*	*2,7*	*3,3*
EV/Ventas	5,93	2,29	2,12	1,30
EV/EBITDA Rec.	13,5	9,2	6,8	4,4
EV/EBIT	10,9	9,7	7,0	4,5
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*8,7*	*18,2*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-4,6*	*-1,2*	*4,5*	*29,2*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Los resultados 1T25 son poco significativos. LIB registró unos ingresos de EUR 1,0Mn (plano vs. 1T25), lo que se explica por la ausencia de entregas en el negocio promotor y una caída del 20% en el área turística. El 1T25 es un trimestre poco significativo por la estacionalidad del negocio, el impacto de la DANA y el impacto negativo de las inclemencias meteorológicas.

En 2025e se inicia un nuevo ciclo promotor para LIB, y además destaca la evolución del negocio turístico. Estimamos las primeras entregas, con la escrituración de c.55 viviendas (EUR 13,8Mn), en Edificio Paseo del Mar, de las que el 27% ya se han escriturado en el segundo trimestre, Residencial Zaïda, así como un local comercial. Nuestra estimación para los ingresos del negocio turístico en 2025e, EUR 3,5Mn, +9%, descuenta la recuperación en la disponibilidad, una mayor ocupación y una mejora del ADR.

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

Negocio promotor, principal driver de crecimiento desde 2025e. La cartera de preventas acumulada en el 1T25 sigue en aumento y se sitúa en los EUR 35,9Mn (135 unidades), +12% frente a Diciembre 2024 y +135% vs. 1T24, con 12 viviendas adicionales en el 1T25 (EUR 3,9Mn). El stock pendiente de venta está valorado en EUR 28,8Mn. Nuestras estimaciones apuntan a la recuperación de un negocio promotor recurrente con capacidad de entregar 55 viviendas en 2025e, 52 unidades 2026e y 103 en 2027e. 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 liquida de EUR 63,6Mn (el 76,6% corresponde a renta variable) que permite reducir la dependencia del ciclo inmobiliario. Y que, neta de deuda a cierre del 1T25, implica un valor de cartera neto de EUR 23,8Mn, (70,1% del Market Cap actual).

Desinversión en la cartera de private equity, con un peso en la cartera de inversión total a cierre del 1T25 del 10,3% (EUR 6,6Mn). LIB inició el proceso de desinversión de tres participadas en 2024. En 2025, se podrían producir desinversiones adicionales, con potencial impacto en resultados tanto en P/L y generación de caja.

Estructura de balance sana. Con una DN 1T25 de EUR 37,9Mn, 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.

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 c. EUR 20Mn. 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?

La reserva de valor se mantiene y el negocio promotor vuelve a la normalidad. El foco del investment case debe ponerse en lo siguiente: (i) riesgo operativo limitado; la recurrencia en ingresos turísticos y patrimoniales garantiza breakeven aún sin ingresos por promoción, (ii) riesgo financiero bajo, con la deuda neta bajo control (EUR 37,9Mn), representando el 59,6% de la cartera de inversión, (iii) Precio/Valor en libros de 0,4x 2025e y (iv) el valor de la cartera (EUR 63,6Mn) neto de deuda representa el 70,1% del Market Cap. La capitalización restante (EUR 11,8Mn) no descuenta suficientemente el valor de las inversiones inmobiliarias (EUR 41Mn), ni el negocio promotor (al inicio de un nuevo ciclo) y turístico (con elevada ocupación y buenas perspectivas de crecimiento). De manera simple la reactivación del negocio promotor de LIB implica momentum en un value stock de libro.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	2,2	2,0	1,7	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2
Inmovilizado material	38,0	38,4	37,5	38,6	41,7	42,1	42,5	43,2
Otros activos no corrientes	36,8	36,1	35,9	35,2	34,5	34,5	34,5	34,5
Inmovilizado financiero	43,3	52,0	51,8	55,8	59,6	59,2	58,5	56,9
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Activo circulante	22,0	15,6	14,8	12,6	20,6	23,0	24,7	30,2
Total activo	**143,0**	**144,7**	**142,2**	**144,3**	**158,0**	**160,4**	**161,7**	**166,4**
Patrimonio neto	87,9	91,5	92,3	95,5	96,9	98,5	101,4	107,3
Minoritarios	-	-	-	-	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
Provisiones y otros pasivos a LP	13,4	13,9	13,9	14,9	15,2	15,2	15,2	15,2
Otros pasivos no corrientes	2,2	2,1	1,7	1,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Deuda financiera neta	34,1	32,6	31,5	29,1	37,0	38,3	36,2	30,8
Pasivo circulante	5,4	4,6	2,8	3,3	6,6	6,1	6,6	10,8
Total pasivo	**143,0**	**144,7**	**142,2**	**144,3**	**158,0**	**160,4**	**161,7**	**166,4**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**3,9**	**16,8**	**11,5**	**13,4**	**7,8**	**20,3**	**21,9**	**35,9**	***18,8%***	***66,1%***
Cto.Total Ingresos	*-29,3%*	*328,4%*	*-31,6%*	*16,4%*	*-41,6%*	*159,6%*	*7,7%*	*63,9%*		
Coste de ventas	(1,4)	(12,1)	(5,5)	(5,8)	(0,0)	(10,6)	(10,2)	(20,2)		
Margen Bruto	**2,5**	**4,7**	**6,0**	**7,6**	**7,8**	**9,7**	**11,7**	**15,7**	***32,4%***	***26,0%***
Margen Bruto / Ingresos	*64,8%*	*28,0%*	*51,8%*	*56,8%*	*100,0%*	*47,9%*	*53,4%*	*43,7%*		
Gastos de personal	(1,7)	(2,0)	(2,2)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	(2,1)		
EBITDA recurrente	**(0,7)**	**0,6**	**1,8**	**3,0**	**3,4**	**5,1**	**6,8**	**10,7**	***62,6%***	***46,0%***
Cto.EBITDA recurrente	*-80,8%*	*184,9%*	*217,0%*	*64,8%*	*12,5%*	*47,4%*	*35,5%*	*55,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*3,5%*	*16,1%*	*22,7%*	*43,8%*	*24,9%*	*31,3%*	*29,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	1,1	0,0	0,4	1,2	-	-	-		
EBITDA	**(1,1)**	**1,7**	**1,9**	**3,4**	**4,6**	**5,1**	**6,8**	**10,7**	***58,6%***	***32,6%***
Depreciación y provisiones	(0,0)	0,3	0,3	(0,1)	(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	**(1,3)**	**1,7**	**1,9**	**3,1**	**4,2**	**4,8**	**6,6**	**10,4**	***52,3%***	***34,9%***
Cto.EBIT	*-162,3%*	*234,1%*	*14,8%*	*58,7%*	*38,2%*	*13,1%*	*37,3%*	*58,0%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*10,0%*	*16,8%*	*22,9%*	*54,2%*	*23,6%*	*30,1%*	*29,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	0,8	0,9	1,3	1,0	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(1,2)	(1,6)	(1,9)	(1,8)	(1,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(1,7)	(0,4)	(0,1)	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Beneficio ordinario	**(3,9)**	**1,6**	**2,2**	**3,3**	**3,9**	**3,2**	**5,0**	**9,0**	***31,6%***	***32,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*-359,7%*	*140,5%*	*37,9%*	*51,2%*	*18,4%*	*-17,9%*	*57,4%*	*80,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(3,9)**	**1,6**	**2,2**	**3,3**	**3,9**	**3,2**	**5,0**	**9,0**	***31,6%***	***32,5%***
Impuestos	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(0,6)	(1,0)	(1,8)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*22,4%*	*30,6%*	*28,2%*	*27,7%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(3,6)**	**1,2**	**1,5**	**2,3**	**2,8**	**2,5**	**4,0**	**7,2**	***29,1%***	***37,0%***
Cto.Beneficio neto	*-440,0%*	*133,8%*	*23,4%*	*56,4%*	*19,2%*	*-9,2%*	*57,4%*	*80,2%*		
Beneficio ordinario neto	**(3,5)**	**0,4**	**1,5**	**2,1**	**2,0**	**2,5**	**4,0**	**7,2**	***26,5%***	***54,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-430,9%*	*111,0%*	*287,7%*	*39,7%*	*-6,1%*	*29,3%*	*57,4%*	*80,2%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**5,1**	**6,8**	**10,7**	***62,6%***	***46,0%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(2,9)	(1,2)	(1,4)		
Cash Flow operativo recurrente						**2,0**	**5,5**	**9,0**	***23,4%***	***97,5%***
CAPEX						(0,4)	(0,4)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,9)	(1,8)	(1,7)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,3)**	**3,2**	**6,7**	***-13,5%***	***40,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(0,3)**	**3,2**	**6,7**	***-13,7%***	***41,9%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,0)	(1,1)	(1,3)		
Variación de Deuda financiera neta						**1,3**	**(2,1)**	**(5,4)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**0,6**	**1,8**	**3,0**	**3,4**	**5,1**	**6,8**	**10,7**	***80,5%***	***46,0%***
Cto.EBITDA recurrente	*184,9%*	*217,0%*	*64,8%*	*12,5%*	*47,4%*	*35,5%*	*55,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,5%*	*16,1%*	*22,7%*	*43,8%*	*24,9%*	*31,3%*	*29,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	5,6	(1,0)	2,7	(4,8)	(2,9)	(1,2)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	**6,0**	**0,6**	**5,5**	**(1,6)**	**2,0**	**5,5**	**9,0**	***-31,3%***	***97,5%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*229,8%*	*-89,6%*	*778,3%*	*-128,9%*	*223,6%*	*178,4%*	*65,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*35,6%*	*5,4%*	*41,0%*	*n.a.*	*9,7%*	*25,0%*	*25,2%*		
- CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(0,4)	(0,4)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,6)	(1,2)	(2,6)	(1,9)	(1,8)	(1,7)		
- Impuestos	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**4,9**	**(0,9)**	**3,1**	**(8,9)**	**(0,3)**	**3,2**	**6,7**	***-56,4%***	***40,0%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*190,8%*	*-117,5%*	*465,2%*	*-385,4%*	*96,6%*	*n.a.*	*109,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*29,0%*	*n.a.*	*23,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*14,6%*	*18,6%*		
- Gastos de reestructuración y otros	1,1	0,0	0,4	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	2,2	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	1,2	-	-	-		
= Free Cash Flow	**5,4**	**1,4**	**3,3**	**(7,8)**	**(0,3)**	**3,2**	**6,7**	***-51,1%***	***41,9%***
Cto. Free Cash Flow	*215,6%*	*-73,7%*	*132,7%*	*-336,8%*	*96,1%*	*n.a.*	*109,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*13,4%*	*n.a.*	*8,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,7%*	*18,2%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*14,7%*	*3,9%*	*9,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,7%*	*18,2%*		

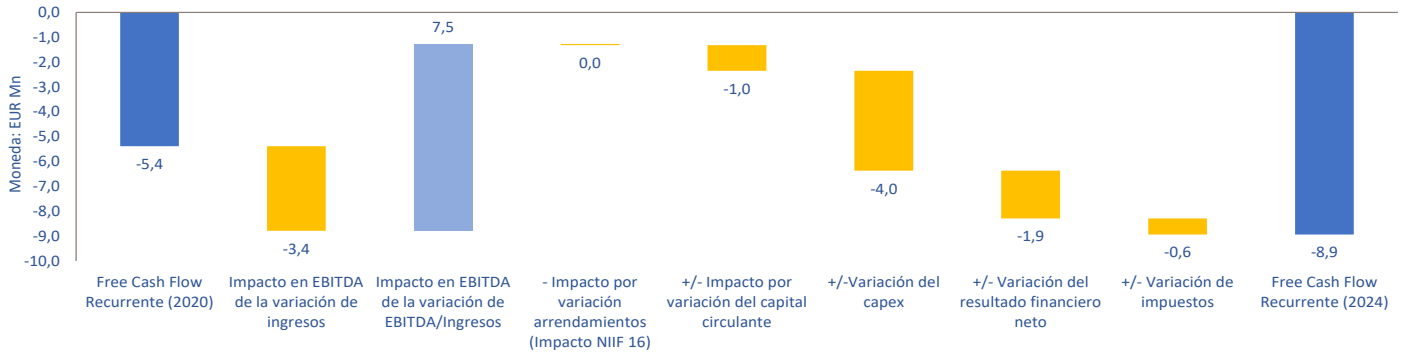
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(5,4)**	**4,9**	**(0,9)**	**3,1**	**(8,9)**	**(0,3)**	**3,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(2,3)	(0,2)	0,3	(1,3)	5,5	0,4	4,4
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,5	1,4	0,9	1,6	(3,8)	1,4	(0,6)
= Variación EBITDA recurrente	**1,3**	**1,3**	**1,2**	**0,4**	**1,6**	**1,8**	**3,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	9,4	(6,6)	3,7	(7,5)	1,9	1,7	(0,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**10,6**	**(5,4)**	**4,9**	**(7,1)**	**3,5**	**3,5**	**3,6**
+/-Variación del CAPEX	0,3	(0,2)	(0,0)	(4,1)	4,0	(0,0)	(0,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,1	(0,6)	(1,4)	0,7	0,0	0,2
+/- Variación de impuestos	(0,6)	(0,3)	(0,3)	0,5	0,4	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**10,3**	**(5,7)**	**4,0**	**(12,1)**	**8,6**	**3,5**	**3,5**
Free Cash Flow Recurrente	**4,9**	**(0,9)**	**3,1**	**(8,9)**	**(0,3)**	**3,2**	**6,7**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**1,7**	**1,9**	**3,1**	**4,2**	**4,8**	**6,6**	**10,4**	***36,0%***	***34,9%***
** Tasa fiscal teórica*	*22,4%*	*30,0%*	*28,2%*	*27,7%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,0)	(1,3)	(2,1)		
EBITDA recurrente	**0,6**	**1,8**	**3,0**	**3,4**	**5,1**	**6,8**	**10,7**	***80,5%***	***46,0%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	5,6	(1,0)	2,7	(4,8)	(2,9)	(1,2)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	**6,0**	**0,6**	**5,5**	**(1,6)**	**2,0**	**5,5**	**9,0**	***-31,3%***	***97,5%***
- CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(0,4)	(0,4)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,0)	(1,3)	(2,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**5,6**	**(0,2)**	**4,4**	**(7,1)**	**0,6**	**3,7**	**6,2**	***-48,6%***	***42,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*212,0%*	*-103,1%*	*n.a.*	*-262,6%*	*108,3%*	*523,2%*	*68,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	33,0%	n.a.	32,7%	n.a.	2,9%	16,9%	17,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	2,2	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	1,2	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**5,0**	**2,1**	**4,2**	**(6,0)**	**0,6**	**3,7**	**6,2**	***-47,3%***	***45,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*228,9%*	*-58,3%*	*101,5%*	*-242,8%*	*110,0%*	*523,2%*	*68,7%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*12,0%*	*n.a.*	*9,4%*	*n.a.*	*1,3%*	*8,0%*	*13,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*10,7%*	*4,5%*	*9,0%*	*n.a.*	*1,3%*	*8,0%*	*13,5%*		

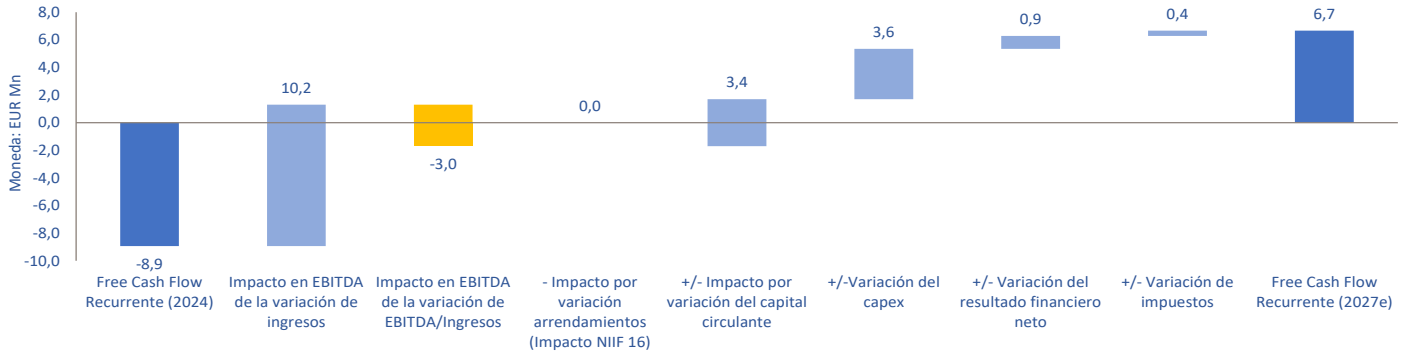
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

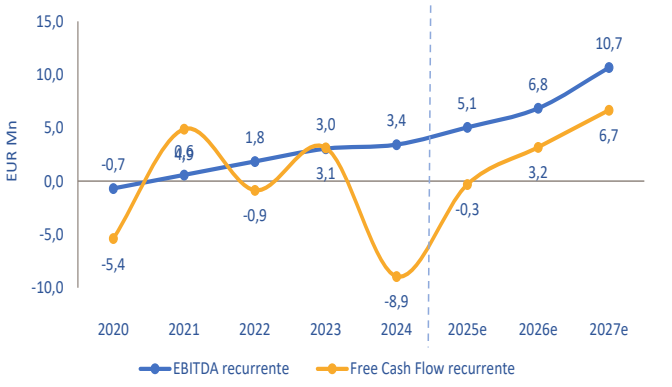
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



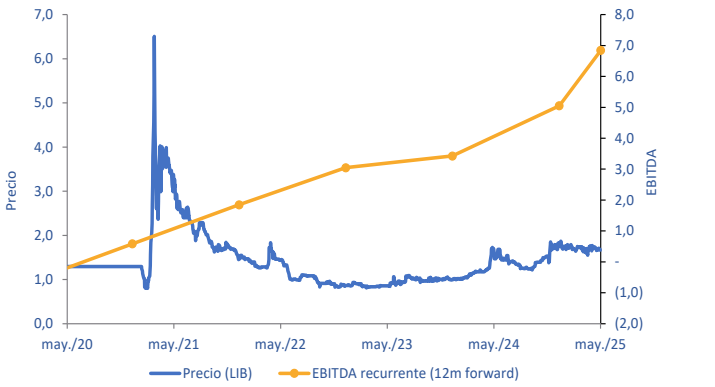
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,6	-1,2	4,5	-8,7	16,5	29,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-10,6	-9,3	-16,2	-25,0	-28,8	-38,6
vs Euro STOXX 50	-8,6	1,6	-1,1	-16,1	-18,9	-29,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-13,0	-9,9	-8,4	-26,0	-0,6	-28,0
vs Segmento Micro Cap España (1)	-8,4	-5,9	-1,0	-19,3	11,5	-15,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-10,1	-3,5	7,1	-12,4	29,6	-1,1
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	-6,7	-2,4	3,7	-12,4	44,2	40,7

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**0,6**	**3,7**	**6,2**	**129,0**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**36,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**37,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
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)	3,2%	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	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	49,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	50,9%	D	=	=
WACC	**6,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,3%**	**7,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	36,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 3m 2025
+ Deuda financiera neta	37,9	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	7,0	Rdos. 3m 2025
+/- Otros[1]	(21,1)	Rdos. 3m 2025
Enterprise Value (EV)	**46,4**	

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 34,5Mn y EUR 14,9Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (c.EUR 1,57Mn)

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	1,5%	1,6%	2,6%	3,5%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-3,4%	1,8%
FCF Yield - WACC	n.a.	6,5%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	34,4%	7,5	6,2x
Central	31,3%	6,8	6,8x
Min	28,2%	6,2	7,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	1,8%	2,0%	2,2%
7,5	3,9	3,9	3,8
6,8	3,2	3,2	3,1
6,2	2,6	2,5	2,5

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	10,7%	10,6%	10,4%
Central	8,8%	8,7%	8,6%
Min	7,0%	6,9%	6,7%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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	1.653,3	1.282,6	1.057,1	212,8		1.458,4	706,9	680,0		36,6
	Enterprise value (EV)	1.859,1	1.783,9	1.203,4	414,2		2.172,9	2.195,1	3.847,3		46,4
Información financiera básica	Total Ingresos	693,8	1.024,3	671,9	249,6		790,6	561,7	1.954,2		20,3
	Cto.Total Ingresos	*5,1%*	*-4,0%*	*36,4%*	*50,0%*	*21,9%*	*-4,6%*	*6,6%*	*7,5%*	*3,2%*	*159,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,6%*	*0,8%*	*2,8%*	*-9,3%*	*-0,8%*	*2,7%*	*5,6%*	*2,4%*	*3,6%*	*32,9%*
	EBITDA	85,7	160,0	113,2	49,5		210,8	178,9	183,0		5,1
	Cto. EBITDA	*91,0%*	*-0,9%*	*74,3%*	*82,9%*	*61,9%*	*0,3%*	*10,2%*	*-66,4%*	*-18,6%*	*10,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,7%*	*0,2%*	*2,3%*	*-10,7%*	*-0,4%*	*7,7%*	*9,4%*	*8,9%*	*8,7%*	*45,3%*
	EBITDA/Ingresos	*12,4%*	*15,6%*	*16,8%*	*19,8%*	*16,2%*	*26,7%*	*31,9%*	*9,4%*	*22,6%*	*24,9%*
	EBIT	79,8	156,2	107,5	43,9		117,8	114,2	118,8		4,8
	Cto. EBIT	*65,5%*	*-4,9%*	*77,7%*	*93,9%*	*58,0%*	*-16,4%*	*7,4%*	*-52,8%*	*-20,6%*	*13,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,8%*	*0,2%*	*2,2%*	*-11,5%*	*-0,6%*	*22,3%*	*12,0%*	*9,9%*	*14,7%*	*47,3%*
	EBIT/Ingresos	*11,5%*	*15,3%*	*16,0%*	*17,6%*	*15,1%*	*14,9%*	*20,3%*	*6,1%*	*13,8%*	*23,6%*
	Beneficio Neto	40,7	109,3	79,4	29,5		49,9	40,7	49,7		2,5
	Cto. Beneficio Neto	*156,2%*	*0,6%*	*28,1%*	*43,1%*	*57,0%*	*-23,3%*	*21,3%*	*148,1%*	*48,7%*	*-9,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*7,3%*	*-2,4%*	*6,0%*	*-15,7%*	*-1,2%*	*39,2%*	*27,1%*	*24,6%*	*30,3%*	*68,4%*
	CAPEX/Ventas	*3,7%*	*18,7%*	*17,6%*	*48,5%*	*22,1%*	*14,3%*	*11,3%*	*4,9%*	*10,2%*	*2,0%*
	Free Cash Flow	129,4	109,7	159,6	9,7		(22,7)	64,4	41,1		(0,3)
	Deuda financiera Neta	315,3	335,0	210,5	164,1		761,3	870,1	(46,0)		38,3
	DN/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,9	3,3	2,7	3,6	4,9	n.a.	4,2	7,6
	Pay-out	*285,1%*	*94,6%*	*184,0%*	*35,5%*	*149,8%*	*0,0%*	*53,4%*	*0,0%*	*17,8%*	*35,5%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	35,2	11,8	13,8	7,7	17,2	28,7	12,6	14,4	18,6	14,4
	P/BV (x)	1,1	1,3	1,3	1,2	1,2	3,0	1,8	2,4	2,4	0,4
	EV/Ingresos (x)	2,7	1,7	1,8	1,7	2,0	2,7	3,9	2,0	2,9	2,3
	EV/EBITDA (x)	21,7	11,1	10,6	8,4	13,0	10,3	12,3	21,0	14,5	9,2
	EV/EBIT (x)	23,3	11,4	11,2	9,4	13,8	18,4	19,2	32,4	23,3	9,7
	ROE	*3,1*	*10,7*	*9,8*	*15,5*	*9,8*	*10,5*	*14,5*	*16,4*	*13,8*	*2,6*
	FCF Yield (%)	*7,8*	*8,6*	*15,1*	*4,6*	*9,0*	*n.a.*	*9,1*	*6,0*	*7,6*	*n.a.*
	DPA	*0,77*	*2,40*	*1,96*	*0,57*	*1,42*	*0,00*	*0,52*	*0,00*	*0,17*	*0,04*
	Dvd Yield	*7,0%*	*8,2%*	*13,9%*	*5,0%*	*8,5%*	*0,0%*	*3,1%*	*0,0%*	*1,0%*	*2,5%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**9,0**	**5,7**	**5,2**	**3,7**	**5,5**	**5,0**	**3,9**	**16,8**	**11,5**	**13,4**	**7,8**	**20,3**	**21,9**	**35,9**	***-1,4%***	***66,1%***
Cto. Total ingresos	*-11,1%*	*-36,2%*	*-9,8%*	*-28,3%*	*49,5%*	*-10,0%*	*-21,2%*	*328,4%*	*-31,6%*	*16,4%*	*-41,6%*	*159,6%*	*7,7%*	*63,9%*		
EBITDA	**1,4**	**0,5**	**0,3**	**0,2**	**0,7**	**(0,0)**	**(1,1)**	**1,7**	**1,9**	**3,4**	**4,6**	**5,1**	**6,8**	**10,7**	***12,7%***	***32,6%***
Cto. EBITDA	*116,9%*	*-62,2%*	*-39,7%*	*-44,0%*	*283,9%*	*-101,0%*	*n.a.*	*256,2%*	*13,4%*	*81,7%*	*34,6%*	*10,3%*	*35,5%*	*55,8%*		
EBITDA/Ingresos	*15,5%*	*9,2%*	*6,1%*	*4,8%*	*12,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*9,8%*	*16,3%*	*25,4%*	*58,5%*	*24,9%*	*31,3%*	*29,7%*		
Beneficio neto	**0,7**	**1,2**	**0,9**	**0,3**	**0,1**	**0,1**	**(3,6)**	**1,2**	**1,5**	**2,3**	**2,8**	**2,5**	**4,0**	**7,2**	***15,3%***	***37,0%***
Cto. Beneficio neto	*101,4%*	*72,8%*	*-20,7%*	*-64,6%*	*-58,0%*	*-0,1%*	*n.a.*	*133,8%*	*23,4%*	*56,4%*	*19,2%*	*-9,2%*	*57,4%*	*80,2%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	21,0	21,1	21,1	21,1	21,9	21,9	21,9		
BPA (EUR)	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,01	-0,17	0,06	0,07	0,11	0,13	0,12	0,18	0,33	*15,1%*	*35,4%*
Cto. BPA	*n.a.*	*72,9%*	*-20,7%*	*-64,6%*	*-58,0%*	*-0,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*23,0%*	*56,4%*	*19,0%*	*-12,5%*	*57,4%*	*80,2%*		
BPA ord. (EUR)	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,01	-0,17	0,02	0,07	0,10	0,09	0,12	0,18	0,33	*11,1%*	*52,3%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*72,9%*	*-20,7%*	*-64,6%*	*-58,0%*	*-16,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*39,7%*	*-6,3%*	*24,7%*	*57,4%*	*80,2%*		
CAPEX	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(0,4)	(0,4)	(0,7)		
CAPEX/Vtas %[1]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,8%*	*8,7%*	*0,4%*	*1,9%*	*1,8%*	*55,7%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*		
Free Cash Flow	**17,8**	**4,9**	**3,7**	**3,1**	**0,4**	**0,9**	**(4,7)**	**5,4**	**1,4**	**3,3**	**(7,8)**	**(0,3)**	**3,2**	**6,7**	***-9,3%***	***41,9%***
DN/EBITDA (x)[2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*19,7x*	*16,8x*	*8,5x*	*8,1x*	*7,6x*	5,3x	2,9x		
PER (x)	*65,8x*	*35,6x*	*44,9x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,1x*	*12,2x*	*9,0x*	*13,8x*	*14,4x*	9,2x	5,1x		
EV/Vtas (x)	*5,08x*	*7,12x*	*7,46x*	*9,28x*	*4,55x*	*9,21x*	*10,21x*	*2,67x*	*2,63x*	*2,38x*	*6,24x*	*2,29x*	2,12x	1,30x		
EV/EBITDA (x)[2]	*32,8x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*37,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*27,2x*	*16,2x*	*9,4x*	*10,7x*	*9,2x*	6,8x	4,4x		
Comport. Absoluto	*135,0%*	*-6,4%*	*0,0%*	*-0,1%*	*-30,1%*	*6,4%*	*-12,5%*	*12,4%*	*-40,4%*	*15,4%*	*83,1%*	*-8,7%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*126,7%*	*0,8%*	*2,1%*	*-7,0%*	*-17,8%*	*-4,8%*	*3,5%*	*4,1%*	*-36,8%*	*-6,0%*	*59,5%*	*-25,0%*				

(1) Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Lingotes Especiales

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Auto Components

Precio de Cierre: EUR 5,95 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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 c.10% del mercado europeo de discos de freno (>85% s/ventas). Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	59,5	67,5
EV (Mn EUR y USD)	87,9	99,7
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,52 / 6,85 / 5,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación(1)	10,2	
Factset / Bloomberg	LGT-ES / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Onchena	9,4
Mallorquina de Seguros	6,2
Free Float	29,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	89,1	90,0	97,3	105,1
EBITDA Rec.	6,3	7,2	10,2	12,9
% Var.	*-25,1*	*15,3*	*41,5*	*25,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*7,0*	*8,0*	*10,5*	*12,3*
% Var EBITDA sector (2)	*-4,1*	*6,4*	*7,5*	*6,4*
Beneficio neto	1,9	1,4	3,7	5,6
BPA (EUR)	0,19	0,14	0,37	0,56
% Var.	*-42,1*	*-27,6*	*170,6*	*53,7*
BPA ord. (EUR)	0,03	0,07	0,30	0,50
% Var.	*-87,8*	*122,5*	*340,5*	*65,9*
Free Cash Flow Rec.	-11,2	2,3	3,3	5,3
Pay-out (%)	*214,2*	*0,0*	*95,6*	*80,0*
DPA (EUR)	0,40	0,00	0,35	0,45
Deuda financiera neta	22,3	19,1	18,4	16,8
DN / EBITDA Rec.(x)	3,6	2,6	1,8	1,3
ROE (%)	*4,2*	*3,0*	*8,1*	*12,2*
ROCE (%)	*4,3*	*3,2*	*6,7*	*9,8*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	31,9	44,0	16,3	10,6
PER Ordinario	n.a.	87,8	19,9	12,0
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3
Dividend Yield (%)	*6,7*	*0,0*	*5,9*	*7,6*
EV/Ventas	0,99	0,98	0,90	0,84
EV/EBITDA Rec.	14,0	12,2	8,6	6,8
EV/EBIT	27,6	31,4	15,1	10,5
FCF Yield (%)	*n.a.*	*3,9*	*5,5*	*8,8*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-0,8*	*-5,6*	*-9,3*	*-35,4*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Persistente incertidumbre en el sector automovilístico en 2024. LGT experimentó una caída en los ingresos en 2024 (EUR 89,1 Mn; -9,6% vs 2023) debido a un menor volumen (-5% vs 2023) y una reducción en los precios por la normalización del coste de las materias primas. EBITDA rec. 2024 de EUR 6,3 Mn (-25,1% vs 2023) debido a una estructura de costes con elevado componente fijo, en un sector en el que el apalancamiento operativo juega muy en contra si caen las ventas. La deuda neta aumentó hasta EUR 22,3 Mn (+130% vs 2023) impulsada por la normalización del capital circulante y la continuidad de las inversiones (nueva nave y equipamiento).

Estimamos un 2025e de transición. Con repetición de volúmenes y moderado incremento de precios por la entrada de nuevas piezas. La matriculación en Europa se sitúa en niveles cercanos a 2024 en los primeros meses de 2025. Estimamos un impacto limitado de la guerra arancelaria por una reducida exposición a modelos con ventas en USA. Ingresos 2025e de EUR 90,0 Mn (+1,1%) y EBITDA rec. de EUR 7,2 Mn (+15,3%; Mg. EBITDA 2025e 8,0%), lo que implicaría recuperar el nivel de 2022-2023.

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

Liderazgo 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 (peso Europa: 87% s/Ingresos 2024).

Desarrollo continuo de piezas nuevas y modernización de instalaciones. LGT apuesta por el desarrollo de piezas con mayor valor añadido, un proceso que dura c.3 años desde su inicio hasta la licitación final, que tiene una duración de c.6 años. Lo que permite aspirar a unos ingresos 2027e de EUR 105,1 Mn (+5,7% TACC 24-27e).

Cancha para mejorar márgenes. Esperamos un 2025e de transición por las expectativas en la venta de vehículos (en Europa se matricularon 13,0 Mn en 2024, -18% vs 2019). La estabilización (y posterior recuperación) del sector será el catalizador para una mejora del Mg. EBITDA 2027e hasta 12,3% (vs 7,0% en 2024 y 14,6% en 2019). Clave de bóveda del equity story.

Sólida generación de caja. Con las principales inversiones ya acometidas (CAPEX anual EUR c.9 Mn en 2023 y 2024; nueva nave, maquinaria y modernización de instalaciones), estimamos un CAPEX estable (3-4% s/ingresos) en 2025e-2027e. Que permitiría traducir el mayor nivel de rentabilidad en un mayor FCF (FCF Yield 2027e 8,8%). Y pay-out del 80% (en línea con histórico) con Dividend Yield 2027e 7,6% (sin dividendo en 2025e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Regulación. La normativa Euro 7 amplía el enfoque de las emisiones más allá del tubo de escape, incrementando la presión sobre los fabricantes de automóviles con estándares más estrictos, afectando directamente a la cadena de producción.

Concentración de los clientes. LGT concentra sus ventas entre los principales fabricantes europeos. La pérdida de cuota de mercado de éstos derivada de cambios en las tendencias de mercado impactaría negativamente en LGT.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El débil momentum del sector "atenaza" la cotización. Los fabricantes de piezas atraviesan una fase de debilidad en mercado desde la pandemia. La incógnita es si la reducción en la fabricación y venta de automóviles en Europa vs 2019 es coyuntural o estructural. La recuperación de volúmenes es esencial para devolver atractivo a una compañía con potencial de altos niveles de generación de FCF (que esperamos se recuperen en 2026-2027). El año 2025 apunta a un año de transición, condicionado por las políticas arancelarias, el avance de la electrificación, la confianza de los consumidores y la evolución de la normativa de emisiones. El momentum sigue sin ser bueno y la visibilidad a medio plazo es limitada. Sin olvidar que LGT cotiza en mínimos c.-5y. Lo que implica un enorme potencial en un escenario de normalización de volúmenes e ingresos (que no esperamos en 2025; pero sí en 2026-2027).

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	1,3	1,8	1,6	3,4	4,7	6,1	7,4	8,5
Inmovilizado material	57,1	57,0	56,4	59,5	62,2	58,9	56,7	54,6
Otros activos no corrientes	0,4	1,2	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inmovilizado financiero	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	28,3	25,7	32,2	22,0	26,3	26,6	28,8	31,1
Total activo	**87,3**	**85,9**	**91,3**	**85,4**	**93,6**	**92,0**	**93,2**	**94,6**
Patrimonio neto	45,1	43,7	46,8	46,0	43,9	45,3	45,4	46,5
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	8,3	1,4	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Otros pasivos no corrientes	0,1	0,2	0,1	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6
Deuda financiera neta	9,2	19,9	18,7	9,6	22,3	19,1	18,4	16,8
Pasivo circulante	24,5	20,7	24,7	23,5	21,1	21,3	23,1	24,9
Total pasivo	**87,3**	**85,9**	**91,3**	**85,4**	**93,6**	**92,0**	**93,2**	**94,6**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**91,2**	**85,9**	**113,9**	**98,5**	**89,1**	**90,0**	**97,3**	**105,1**	***-0,6%***	***5,7%***
Cto.Total Ingresos	*-20,7%*	*-5,8%*	*32,7%*	*-13,6%*	*-9,6%*	*1,1%*	*8,0%*	*8,0%*		
Coste de ventas	(37,7)	(40,5)	(48,9)	(45,6)	(39,3)	(38,1)	(41,2)	(44,5)		
Margen Bruto	**53,5**	**45,4**	**65,0**	**52,9**	**49,8**	**51,9**	**56,1**	**60,6**	***-1,8%***	***6,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*58,7%*	*52,9%*	*57,1%*	*53,7%*	*55,9%*	*57,6%*	*57,6%*	*57,6%*		
Gastos de personal	(25,2)	(22,7)	(23,3)	(24,5)	(24,9)	(25,0)	(26,8)	(28,7)		
Otros costes de explotación	(16,5)	(21,2)	(33,7)	(20,0)	(18,6)	(19,6)	(19,0)	(19,0)		
EBITDA recurrente	**11,8**	**1,5**	**8,0**	**8,4**	**6,3**	**7,2**	**10,2**	**12,9**	***-14,6%***	***27,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-29,9%*	*-87,2%*	*430,5%*	*4,0%*	*-25,1%*	*15,3%*	*41,5%*	*25,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*12,9%*	*1,8%*	*7,1%*	*8,5%*	*7,0%*	*8,0%*	*10,5%*	*12,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,8	0,5	0,8	1,0	1,9	0,9	0,9	0,9		
EBITDA	**12,6**	**2,0**	**8,9**	**9,3**	**8,2**	**8,1**	**11,1**	**13,8**	***-10,4%***	***19,0%***
Depreciación y provisiones	(4,5)	(5,1)	(5,5)	(5,6)	(6,2)	(6,3)	(6,2)	(6,1)		
Gastos capitalizados	0,7	1,0	1,2	1,5	1,7	1,4	1,3	1,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	**8,7**	**(2,2)**	**4,5**	**4,9**	**3,2**	**2,8**	**5,8**	**8,4**	***-22,2%***	***38,1%***
Cto.EBIT	*-25,8%*	*-124,9%*	*308,2%*	*8,5%*	*-34,7%*	*-12,1%*	*107,4%*	*44,5%*		
EBIT / Ingresos	*9,5%*	*n.a.*	*3,9%*	*5,0%*	*3,6%*	*3,1%*	*6,0%*	*8,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,0)	(0,9)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**8,4**	**(2,5)**	**4,1**	**4,2**	**2,3**	**1,8**	**4,9**	**7,5**	***-27,9%***	***48,9%***
Cto.Beneficio ordinario	*-26,7%*	*-129,6%*	*265,2%*	*3,3%*	*-46,4%*	*-20,6%*	*170,6%*	*53,7%*		
Extraordinarios	(0,4)	0,5	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**8,0**	**(2,0)**	**4,1**	**4,2**	**2,3**	**1,8**	**4,9**	**7,5**	***-27,1%***	***48,9%***
Impuestos	(2,1)	0,5	(0,9)	(1,0)	(0,4)	(0,5)	(1,2)	(1,9)		
Tasa fiscal efectiva	*25,7%*	*n.a.*	*23,1%*	*23,8%*	*17,7%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**6,0**	**(1,5)**	**3,2**	**3,2**	**1,9**	**1,4**	**3,7**	**5,6**	***-25,2%***	***44,4%***
Cto.Beneficio neto	*-31,7%*	*-124,8%*	*313,3%*	*2,4%*	*-42,1%*	*-27,6%*	*170,6%*	*53,7%*		
Beneficio ordinario neto	**5,6**	**(2,9)**	**2,5**	**2,5**	**0,3**	**0,7**	**3,0**	**5,0**	***-51,7%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-35,8%*	*-152,3%*	*186,0%*	*-1,4%*	*-87,8%*	*122,5%*	*340,5%*	*65,9%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**7,2**	**10,2**	**12,9**	***-14,6%***	***27,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						(0,1)	(0,4)	(0,5)		
Cash Flow operativo recurrente						**6,8**	**9,4**	**12,0**	***-19,9%***	***n.a.***
CAPEX						(3,0)	(4,0)	(4,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(0,9)	(0,9)		
Impuestos						(0,5)	(1,2)	(1,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**2,3**	**3,3**	**5,3**	***-44,4%***	***35,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,9	0,9	0,9		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**3,2**	**4,2**	**6,2**	***-38,3%***	***38,6%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	(3,5)	(4,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**(3,2)**	**(0,7)**	**(1,7)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

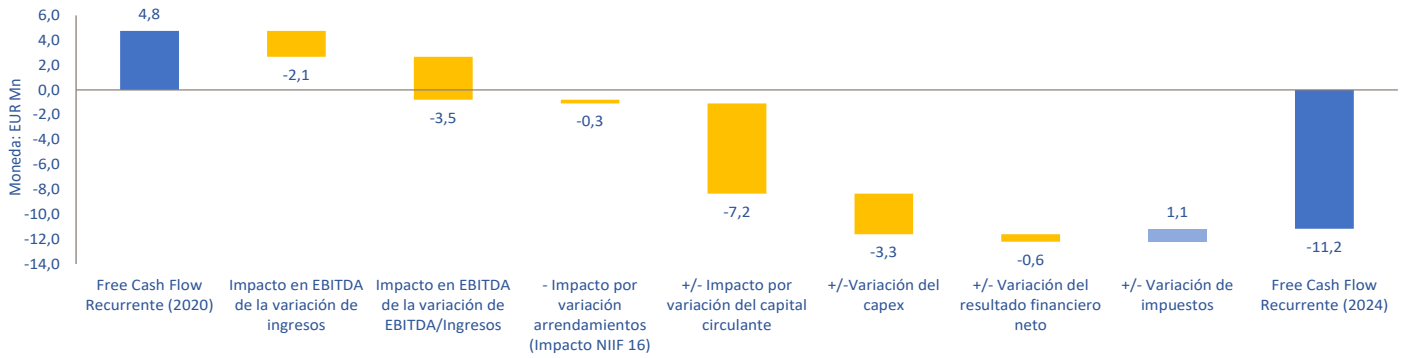
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**1,5**	**8,0**	**8,4**	**6,3**	**7,2**	**10,2**	**12,9**	***60,5%***	***27,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-87,2%*	*430,5%*	*4,0%*	*-25,1%*	*15,3%*	*41,5%*	*25,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*1,8%*	*7,1%*	*8,5%*	*7,0%*	*8,0%*	*10,5%*	*12,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	(2,5)	8,9	(6,7)	(0,1)	(0,4)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**0,1**	**5,5**	**16,9**	**(0,8)**	**6,8**	**9,4**	**12,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-99,0%*	*n.a.*	*208,6%*	*-104,8%*	*923,7%*	*38,9%*	*27,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*0,1%*	*4,8%*	*17,2%*	*n.a.*	*7,5%*	*9,7%*	*11,4%*		
- CAPEX	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(8,7)	(3,0)	(4,0)	(4,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,0)	(0,9)	(0,9)		
- Impuestos	(0,7)	(0,3)	(1,1)	(0,7)	(0,5)	(1,2)	(1,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**(6,1)**	**1,0**	**5,9**	**(11,2)**	**2,3**	**3,3**	**5,3**	***-22,2%***	***35,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-228,6%*	*115,8%*	*505,5%*	*-290,3%*	*120,8%*	*40,2%*	*61,5%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*0,9%*	*6,0%*	*n.a.*	*2,6%*	*3,3%*	*5,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,5	0,8	1,0	1,9	0,9	0,9	0,9		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,5	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	6,3	0,0	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(5,2)**	**1,8**	**13,2**	**(9,3)**	**3,2**	**4,2**	**6,2**	***-21,1%***	***38,6%***
Cto. Free Cash Flow	*-193,1%*	*134,3%*	*636,9%*	*-170,3%*	*134,8%*	*29,0%*	*48,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*1,6%*	*9,9%*	*n.a.*	*3,9%*	*5,5%*	*8,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*3,0%*	*22,1%*	*n.a.*	*5,4%*	*7,0%*	*10,3%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**4,8**	**(6,1)**	**1,0**	**5,9**	**(11,2)**	**2,3**	**3,3**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	0,5	(1,1)	(0,8)	0,1	0,6	0,8
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(9,6)	6,0	1,4	(1,3)	0,9	2,4	1,8
= Variación EBITDA recurrente	**(10,3)**	**6,5**	**0,3**	**(2,1)**	**1,0**	**3,0**	**2,7**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	0,0	(0,3)	(0,0)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,9)	(1,2)	11,4	(15,6)	6,6	(0,4)	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(12,2)**	**5,4**	**11,5**	**(17,8)**	**7,6**	**2,6**	**2,6**
+/-Variación del CAPEX	0,2	1,4	(5,6)	0,7	5,7	(1,0)	-
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,1)	0,1	0,0
+/- Variación de impuestos	1,1	0,4	(0,8)	0,4	0,3	(0,8)	(0,7)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(10,9)**	**7,1**	**4,9**	**(17,0)**	**13,5**	**0,9**	**2,0**
Free Cash Flow Recurrente	**(6,1)**	**1,0**	**5,9**	**(11,2)**	**2,3**	**3,3**	**5,3**

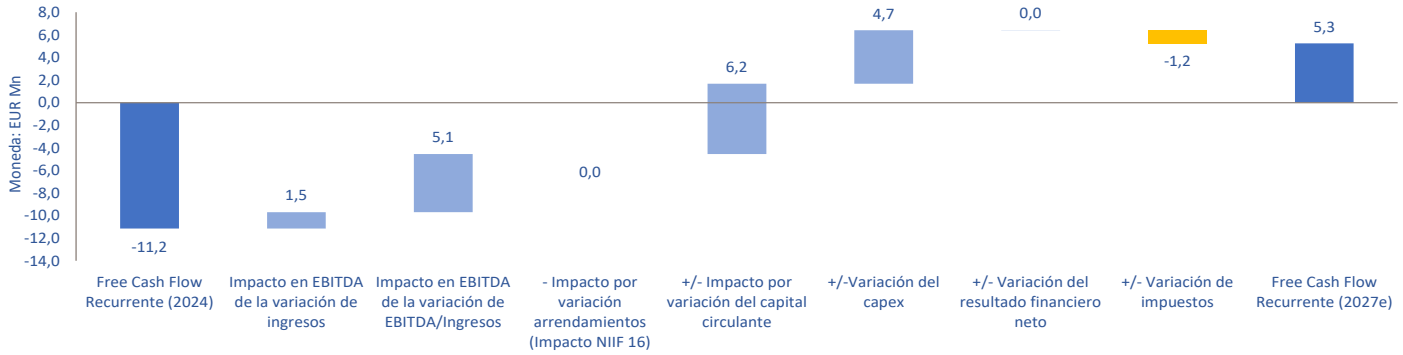
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(2,2)**	**4,5**	**4,9**	**3,2**	**2,8**	**5,8**	**8,4**	***51,5%***	***38,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*23,1%*	*23,8%*	*17,7%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(1,0)	(1,2)	(0,6)	(0,7)	(1,5)	(2,1)		
EBITDA recurrente	**1,5**	**8,0**	**8,4**	**6,3**	**7,2**	**10,2**	**12,9**	***60,5%***	***27,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	(2,5)	8,9	(6,7)	(0,1)	(0,4)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**0,1**	**5,5**	**16,9**	**(0,8)**	**6,8**	**9,4**	**12,0**	***n.a.***	***n.a.***
- CAPEX	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(8,7)	(3,0)	(4,0)	(4,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(1,0)	(1,2)	(0,6)	(0,7)	(1,5)	(2,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(5,1)**	**0,6**	**6,4**	**(10,1)**	**3,1**	**3,9**	**5,9**	***-25,5%***	***37,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-211,6%*	*112,2%*	*923,7%*	*-257,9%*	*130,3%*	*28,8%*	*49,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	0,5%	6,5%	n.a.	3,4%	4,1%	5,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,5	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	6,3	0,0	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(4,7)**	**0,6**	**12,7**	**(10,1)**	**3,1**	**3,9**	**5,9**	***-29,4%***	***37,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-201,7%*	*113,4%*	*n.a.*	*-179,4%*	*130,3%*	*28,8%*	*49,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*0,7%*	*7,3%*	*n.a.*	*3,5%*	*4,5%*	*6,7%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*0,7%*	*14,5%*	*n.a.*	*3,5%*	*4,5%*	*6,7%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

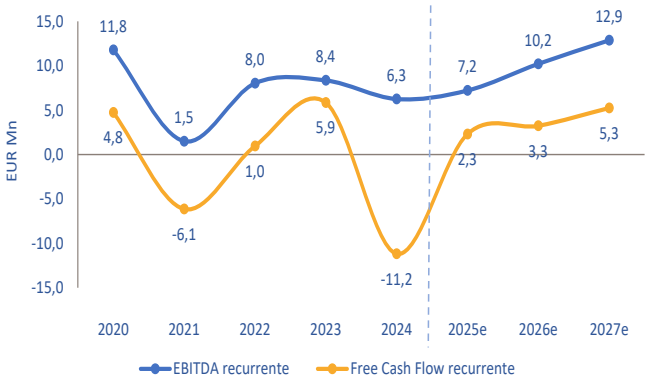
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



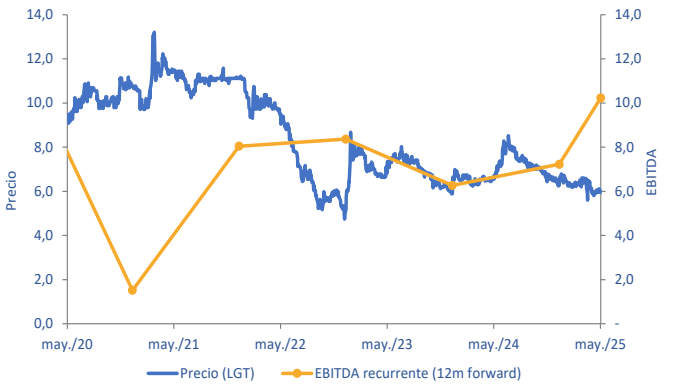
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,8	-5,6	-9,3	-5,6	-37,3	-35,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	-7,1	-13,3	-27,3	-22,4	-61,7	-69,3
vs Euro STOXX 50	-5,1	-2,9	-14,3	-13,2	-56,4	-64,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-9,5	-13,9	-20,6	-23,5	-46,5	-64,0
vs Segmento Micro Cap España (1)	-4,9	-10,0	-14,2	-16,5	-40,0	-57,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,5	-7,8	-7,1	-9,4	-30,3	-50,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts	-4,7	7,0	12,3	-1,9	-34,4	-57,1

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,1**	**3,9**	**5,9**	**107,7**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**59,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**22,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	72,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	27,3%	D	=	=
WACC	**8,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,1%**	**8,5%**
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	59,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	6,3	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	22,3	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**87,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	10,3%	n.a.	5,3%	6,1%	4,3%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-3,7%	1,8%
FCF Yield - WACC	n.a.	-1,3%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	11,6%	11,3	7,8x
Central	10,5%	10,2	8,6x
Min	9,4%	9,2	9,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	3,7%	4,1%	4,5%
11,3	4,7	4,3	3,9
10,2	3,6	3,3	2,9
9,2	2,6	2,2	1,8

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	7,9%	7,3%	6,6%
Central	6,1%	5,5%	4,8%
Min	4,3%	3,7%	3,0%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Auto-Parts					Frenos	
	EUR Mn	CIE Automotive	Gestamp	Cummins	Voestalpine	Average	Brembo SPA	LGT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CIE-ES	GEST-ES	CMI-US	VOE-AT		BRE-IT	LGT-ES
	País	Spain	Spain	USA	Austria		Italy	Spain
	Market cap	2.855,6	1.582,7	38.520,9	4.098,8		2.565,2	59,5
	Enterprise value (EV)	4.434,8	4.535,1	44.624,3	6.165,9		2.932,3	87,9
Información financiera básica	Total Ingresos	3.999,4	12.027,5	29.307,5	16.086,8		3.793,7	90,0
	Cto.Total Ingresos	*1,0%*	*0,2%*	*-2,5%*	*1,3%*	*0,0%*	*-1,2%*	*1,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*4,1%*	*3,8%*	*4,1%*	*-1,6%*	*2,6%*	*5,0%*	*8,0%*
	EBITDA	754,9	1.307,2	4.755,3	1.538,7		617,5	8,1
	Cto. EBITDA	*3,7%*	*2,2%*	*16,4%*	*12,0%*	*8,6%*	*4,3%*	*-0,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,2%*	*8,2%*	*7,1%*	*-1,0%*	*4,9%*	*8,7%*	*30,2%*
	EBITDA/Ingresos	*18,9%*	*10,9%*	*16,2%*	*9,6%*	*13,9%*	*16,3%*	*9,0%*
	EBIT	563,1	593,3	3.676,5	762,9		345,1	2,8
	Cto. EBIT	*3,4%*	*4,7%*	*16,9%*	*27,3%*	*13,1%*	*5,0%*	*-12,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,8%*	*12,8%*	*8,3%*	*7,5%*	*8,6%*	*13,7%*	*73,1%*
	EBIT/Ingresos	*14,1%*	*4,9%*	*12,5%*	*4,7%*	*9,1%*	*9,1%*	*3,1%*
	Beneficio Neto	346,1	215,3	2.532,5	396,0		230,7	1,4
	Cto. Beneficio Neto	*6,5%*	*14,2%*	*-27,2%*	*53,6%*	*11,8%*	*-12,2%*	*-27,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,5%*	*19,7%*	*10,6%*	*17,6%*	*14,1%*	*16,6%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*5,5%*	*7,5%*	*3,9%*	*7,8%*	*6,2%*	*10,8%*	*3,3%*
	Free Cash Flow	348,0	260,1	2.235,9	12,0		41,8	3,2
	Deuda financiera Neta	887,0	2.072,5	4.048,2	2.036,5		678,8	19,1
	DN/EBITDA (x)	1,2	1,6	0,9	1,3	1,2	1,1	2,6
	Pay-out	*33,8%*	*30,3%*	*35,7%*	*31,7%*	*32,9%*	*37,1%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,2	7,3	15,0	9,9	10,1	11,0	44,0
	P/BV (x)	1,6	0,6	3,7	0,5	1,6	1,1	1,3
	EV/Ingresos (x)	1,1	0,4	1,5	0,4	0,8	0,8	1,0
	EV/EBITDA (x)	5,9	3,5	9,4	4,0	5,7	4,7	12,2
	EV/EBIT (x)	7,9	7,6	12,1	8,1	8,9	8,5	31,4
	ROE	*19,7*	*8,8*	*24,7*	*5,2*	*14,6*	*9,6*	*3,0*
	FCF Yield (%)	*12,2*	*16,4*	*5,8*	*0,3*	*8,7*	*1,6*	*3,9*
	DPA	*0,98*	*0,11*	*6,54*	*0,73*	*2,09*	*0,27*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,1%*	*4,2%*	*2,3%*	*3,2%*	*3,4%*	*3,4%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**63,3**	**79,5**	**95,6**	**104,2**	**115,6**	**114,9**	**91,2**	**85,9**	**113,9**	**98,5**	**89,1**	**90,0**	**97,3**	**105,1**	***3,5%***	***5,7%***
Cto. Total ingresos	*7,3%*	*25,5%*	*20,3%*	*9,0%*	*10,9%*	*-0,6%*	*-20,7%*	*-5,8%*	*32,7%*	*-13,6%*	*-9,6%*	*1,1%*	*8,0%*	*8,0%*		
EBITDA	**8,7**	**13,2**	**19,0**	**16,7**	**18,2**	**16,8**	**12,6**	**2,0**	**8,9**	**9,3**	**8,2**	**8,1**	**11,1**	**13,8**	***-0,7%***	***19,0%***
Cto. EBITDA	*22,0%*	*50,8%*	*44,6%*	*-12,1%*	*8,9%*	*-7,5%*	*-24,9%*	*-84,4%*	*350,1%*	*5,3%*	*-12,5%*	*-0,5%*	*36,9%*	*23,8%*		
EBITDA/Ingresos	*13,8%*	*16,6%*	*19,9%*	*16,0%*	*15,8%*	*14,6%*	*13,9%*	*2,3%*	*7,8%*	*9,5%*	*9,2%*	*9,0%*	*11,4%*	*13,1%*		
Beneficio neto	**4,0**	**6,7**	**10,5**	**8,9**	**9,2**	**8,7**	**6,0**	**(1,5)**	**3,2**	**3,2**	**1,9**	**1,4**	**3,7**	**5,6**	***-7,3%***	***44,4%***
Cto. Beneficio neto	*58,1%*	*69,1%*	*56,0%*	*-14,9%*	*3,1%*	*-5,1%*	*-31,7%*	*-124,8%*	*313,3%*	*2,4%*	*-42,1%*	*-27,6%*	*170,6%*	*53,7%*		
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	1,05	0,89	0,92	0,87	0,60	-0,15	0,32	0,32	0,19	0,14	0,37	0,56	*-7,4%*	*44,4%*
Cto. BPA	*74,3%*	*67,3%*	*56,0%*	*-14,9%*	*3,1%*	*-5,1%*	*-31,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4%*	*-42,1%*	*-27,6%*	*n.a.*	*53,7%*		
BPA ord. (EUR)	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,56	-0,29	0,25	0,25	0,03	0,07	0,30	0,50	*-22,7%*	*n.a.*
Cto. BPA ord.	*74,3%*	*67,3%*	*56,0%*	*-14,9%*	*3,1%*	*-5,1%*	*-35,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*-1,4%*	*-87,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*65,9%*		
CAPEX	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(8,7)	(3,0)	(4,0)	(4,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*5,5%*	*7,7%*	*18,9%*	*9,6%*	*9,9%*	*6,5%*	*6,0%*	*6,1%*	*3,4%*	*9,5%*	*9,8%*	*3,3%*	*4,1%*	*3,8%*		
Free Cash Flow	**0,7**	**10,3**	**(0,3)**	**(0,7)**	**0,8**	**8,8**	**5,6**	**(5,2)**	**1,8**	**13,2**	**(9,3)**	**3,2**	**4,2**	**6,2**	***-30,7%***	***38,6%***
DN/EBITDA (x)[2]	*0,7x*	*-0,2x*	*0,2x*	*0,6x*	*0,9x*	*0,9x*	*0,7x*	*10,1x*	*2,1x*	*1,0x*	*2,7x*	*2,4x*	1,7x	1,2x		
PER (x)	*7,0x*	*9,8x*	*11,0x*	*16,6x*	*10,3x*	*13,8x*	*18,1x*	*n.a.*	*15,9x*	*18,2x*	*33,7x*	*44,0x*	16,3x	10,6x		
EV/Vtas (x)	*0,76x*	*1,04x*	*1,53x*	*1,82x*	*1,11x*	*1,32x*	*1,52x*	*1,64x*	*0,64x*	*0,72x*	*0,96x*	*0,98x*	0,90x	0,84x		
EV/EBITDA (x)[2]	*5,5x*	*6,3x*	*7,7x*	*11,4x*	*7,0x*	*9,0x*	*10,9x*	*n.a.*	*8,3x*	*7,6x*	*10,5x*	*10,8x*	7,9x	6,4x		
Comport. Absoluto	*27,5%*	*133,6%*	*74,3%*	*29,0%*	*-36,4%*	*27,8%*	*-10,7%*	*3,2%*	*-55,0%*	*17,7%*	*7,0%*	*-5,6%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*23,0%*	*151,6%*	*77,9%*	*20,1%*	*-25,2%*	*14,3%*	*5,6%*	*-4,4%*	*-52,3%*	*-4,1%*	*-6,8%*	*-22,4%*				

(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).

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 (39% s/Ingresos 2024) como en Estados Unidos (31% s/ ingresos 2024) y en Latam (c. 30% s/Ingresos 2024).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	100,7	114,2
EV (Mn EUR y USD)	157,3	178,4
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,90 / 8,26 / 5,95	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación(1)	10,3	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

LLYC Partners	26,2
Octavius Sensus Caucae	21,4
Vivirdemais	13,8
D. Alejandro Romero Paniagua	13,0
Free Float	2,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,4	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	115,2	125,7	144,6	162,6
EBITDA Rec.	14,9	25,3	30,9	36,1
% Var.	*-15,5*	*69,9*	*22,3*	*16,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*12,9*	*20,1*	*21,4*	*22,2*
% Var EBITDA sector (2)	*1,2*	*-8,3*	*17,4*	*6,3*
Beneficio neto	9,0	12,2	16,6	20,9
BPA (EUR)	0,79	1,05	1,42	1,79
% Var.	*6,7*	*33,3*	*35,4*	*26,0*
BPA ord. (EUR)	0,72	1,05	1,42	1,79
% Var.	*-8,6*	*45,0*	*35,4*	*26,0*
Free Cash Flow Rec.	4,5	3,0	9,4	13,1
Pay-out (%)	*25,0*	*25,0*	*25,0*	*25,0*
DPA (EUR)	0,20	0,26	0,36	0,45
Deuda financiera neta	30,0	29,0	21,7	10,8
DN / EBITDA Rec.(x)	2,0	1,1	0,7	0,3
ROE (%)	*27,3*	*37,9*	*37,1*	*34,1*
ROCE (%)	*9,2*	*17,8*	*20,5*	*22,6*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	11,0	8,2	6,1	4,8
PER Ordinario	11,9	8,2	6,1	4,8
P/BV	3,7	2,7	1,9	1,4
Dividend Yield (%)	*2,3*	*3,0*	*4,1*	*5,2*
EV/Ventas	1,37	1,25	1,09	0,97
EV/EBITDA Rec.	10,6	6,2	5,1	4,4
EV/EBIT	18,9	7,9	6,2	5,2
FCF Yield (%)	*4,5*	*3,0*	*9,3*	*13,0*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*10,9*	*1,2*	*-9,1*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Media.
(3) Otros: GPI 9,5%, Luisa García 5,6%, Inversiones Asúa 6,0%, Autocartera 1,7%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Un 2024 marcado por la discontinuación de BAM, que ha conducido a un año por debajo de lo esperado. Pero que no ha impedido mantener un crecimiento a doble dígito en ingresos (Ingresos 2024: EUR 115,1Mn, +13,6% vs 2023). Aunque ha perjudicado los niveles de rentabilidad Mg. EBITDA rec. 2024 del 12,9% (vs 17,4% en 2023). Todo ello, con un nivel de endeudamiento razonable (2x DN/EBITDA rec. 24).

Crecimiento orgánico del 5% para 2025e, más la consolidación del M&A. LLYC ha registrado un Mg. EBITDA 2S24 del 17,0% (vs 10,5% en 1S24 y 16,7% en 2023), apuntalando las bases para el crecimiento en el 2025. Esperamos que la mejora de márgenes se intensifique en 2025, incluyendo el pleno impacto de políticas de optimización de costes llevadas a cabo en los dos años anteriores. A nivel ingresos, sumando el crecimiento orgánico del 5% al crecimiento esperado por la consolidación del M&A de 2024, obtenemos unos ingresos de EUR 125,7Mn (+9% vs 2024) y EBITDA rec. de EUR 25,3Mn (+c.70% vs 2024). Lo que implicaría un Mg. EBITDA rec. 25e del 20,1%.

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

Modelo de negocio en transformación. LLYC aceleró en 2024 la integración de su oferta comercial, renovando su modelo organizativo, con dos grandes áreas de negocio, Marketing y Corporate Affairs, para hacerlo más ágil y eficiente. El modelo resiliente de LLYC da señales de fortaleza, con la mejora de márgenes en 2S24, que no será totalmente visible hasta 2025.

… con foco en el crecimiento internacional. La expansión en EE.UU. es uno de los pilares estratégicos de LLYC, y tras la adquisición de Lambert, se ha consolidado como su segundo mercado. LLYC tiene una amplia presencia internacional (61% s/Ingresos 2024) que se dividen entre: Europa, Latinoamérica y EE.UU.

Digestión del M&A. En el 2024, LLYC ha llevado a cabo 3 adquisiciones con una inversión récord de más de EUR 30Mn, Lambert (EUR 17,2Mn proforma) en Estados Unidos, Dattis en Colombia (EUR 6,2Mn proforma) y Zeus en España (EUR 2,5Mn proforma). Integrar y adaptar los modelos de negocio de las recientes adquisiciones a la estructura de costes del grupo, es el principal desafío.

La capacidad de generación de FCF hará posible reducir el nivel de endeudamiento. La alta capacidad de conversión de EBITDA en caja (FCF yield 2027e c. 13,0%; FCF c. 63% del EBITDA 2025e) derivada del modelo de negocio poco intensivo en capital de LLYC y que avala su estrategia de crecimiento inorgánico.

El equity story pasa por la recuperación de los niveles de rentabilidad y continuar creciendo. Consolidar su posición en EE.UU. y continuar creciendo (de forma orgánica o inorgánica) son los pilares del equity story de LLYC. Esperamos tasas de crecimiento en ingresos a doble dígito: +12,2% TACC 2024-2027e, y con una significativa mejora en márgenes (Mg. EBITDA 2027e >22%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Situación macro adversa. El sector de servicios de comunicación y marketing sufre el impacto negativo en la inversión de sus clientes en publicidad por la incertidumbre generada tras el anuncio de la implementación de aranceles en Estados Unidos. Esto impacta negativamente las perspectivas de crecimiento para 2025.

Ejecución y rentabilidad del M&A. Las operaciones corporativas suponen un riesgo tanto en términos de precio como de integración operativa, máxime tras lo visto con BAM (2024). Aunque seguirá siendo una de las principales vías de crecimiento.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Un momento único. El comportamiento de la acción (-12m -9,1%; -27,1% vs Ibex 35) ha dejado a LLYC cotizando a un EV/EBITDA 2025e de c. 6,2x (vs 7,0x del sector media). Con la ventaja de que la recuperación estimada para 2025 no comenzará desde cero, en la medida en que ya ha sido (parcialmente) visible en los resultados del 2S24. La discontinuación de BAM y el mal comportamiento -12m pasan por alto lo esencial en LLYC: su capacidad de conseguir, recurrentemente, altos crecimientos operativos. También en 2025.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	10,2	12,7	13,1	15,5	27,0	28,2	29,4	30,6
Inmovilizado material	2,4	2,3	2,2	2,3	3,6	4,8	5,3	6,1
Otros activos no corrientes	1,2	1,7	1,8	3,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Inmovilizado financiero	0,7	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Fondo de comercio y otros intangibles	3,4	15,3	18,1	28,2	41,5	41,5	41,5	41,5
Activo circulante	13,3	22,1	22,9	26,8	48,0	55,2	62,8	71,6
Total activo	**31,2**	**55,1**	**58,9**	**76,6**	**130,2**	**139,9**	**149,1**	**160,0**
Patrimonio neto	20,9	28,2	34,2	38,4	27,2	37,4	51,9	70,6
Minoritarios	3,4	1,2	1,1	1,8	0,8	1,1	1,6	2,1
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,0	0,0	0,6	25,0	25,0	25,0	25,0
Otros pasivos no corrientes	6,2	8,1	7,4	7,0	7,9	7,9	7,9	7,9
Deuda financiera neta	(8,1)	(1,1)	(1,5)	10,5	30,0	29,0	21,7	10,8
Pasivo circulante	8,7	18,8	17,7	18,4	39,3	39,4	41,0	43,5
Total pasivo	**31,2**	**55,1**	**58,9**	**76,6**	**130,2**	**139,9**	**149,1**	**160,0**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**44,7**	**64,1**	**89,5**	**101,4**	**115,2**	**125,7**	**144,6**	**162,6**	***26,7%***	***12,2%***
Cto.Total Ingresos	*-7,2%*	*43,5%*	*39,5%*	*13,3%*	*13,6%*	*9,2%*	*15,0%*	*12,5%*		
Coste de ventas	(6,6)	(10,9)	(16,8)	(18,3)	(22,0)	(23,2)	(26,6)	(30,0)		
Margen Bruto	**38,1**	**53,3**	**72,7**	**83,1**	**93,1**	**102,5**	**117,9**	**132,7**	***25,0%***	***12,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*85,3%*	*83,1%*	*81,3%*	*82,0%*	*80,9%*	*81,6%*	*81,6%*	*81,6%*		
Gastos de personal	(24,3)	(31,6)	(45,9)	(53,8)	(62,7)	(61,9)	(69,3)	(76,3)		
Otros costes de explotación	(5,4)	(9,0)	(11,7)	(11,7)	(15,5)	(15,4)	(17,7)	(20,3)		
EBITDA recurrente	**8,4**	**12,7**	**15,2**	**17,6**	**14,9**	**25,3**	**30,9**	**36,1**	***15,2%***	***34,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*-16,4%*	*50,2%*	*19,6%*	*16,1%*	*-15,5%*	*69,9%*	*22,3%*	*16,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*18,9%*	*19,8%*	*17,0%*	*17,4%*	*12,9%*	*20,1%*	*21,4%*	*22,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	(2,7)	-	-	-		
EBITDA	**8,1**	**11,2**	**14,4**	**16,8**	**12,2**	**25,3**	**30,9**	**36,1**	***10,5%***	***43,7%***
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(4,3)	(4,5)	(4,7)	(5,0)		
Gastos capitalizados	-	-	0,8	1,3	2,5	1,2	1,2	1,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
EBIT	**5,8**	**8,5**	**11,7**	**14,3**	**8,3**	**19,9**	**25,3**	**30,2**	***9,3%***	***53,8%***
Cto.EBIT	*-25,3%*	*45,9%*	*37,6%*	*22,2%*	*-41,8%*	*139,9%*	*26,9%*	*19,4%*		
EBIT / Ingresos	*13,0%*	*13,2%*	*13,0%*	*14,1%*	*7,2%*	*15,8%*	*17,5%*	*18,6%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,7)	(0,6)	(1,5)	(1,9)	0,3	(3,7)	(3,3)	(2,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**5,1**	**7,9**	**10,1**	**12,4**	**8,6**	**16,2**	**21,9**	**27,7**	***13,7%***	***47,6%***
Cto.Beneficio ordinario	*-29,6%*	*54,4%*	*27,7%*	*21,9%*	*-30,4%*	*88,6%*	*35,4%*	*26,0%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**5,1**	**7,9**	**10,1**	**12,4**	**8,6**	**16,2**	**21,9**	**27,7**	***13,7%***	***47,6%***
Impuestos	(2,2)	(2,4)	(2,9)	(3,2)	(2,3)	(3,6)	(4,9)	(6,2)		
Tasa fiscal efectiva	*42,5%*	*30,4%*	*28,8%*	*25,8%*	*26,5%*	*22,5%*	*22,5%*	*22,5%*		
Minoritarios	(0,7)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,6)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	2,7	-	-	-		
Beneficio neto	**2,3**	**5,3**	**6,8**	**8,3**	**9,0**	**12,2**	**16,6**	**20,9**	***40,9%***	***32,6%***
Cto.Beneficio neto	*-46,6%*	*134,6%*	*27,4%*	*23,0%*	*7,3%*	*36,7%*	*35,4%*	*26,0%*		
Beneficio ordinario neto	**3,1**	**6,4**	**7,3**	**8,9**	**8,2**	**12,2**	**16,6**	**20,9**	***27,4%***	***36,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-26,9%*	*105,1%*	*14,3%*	*22,0%*	*-8,1%*	*48,7%*	*35,4%*	*26,0%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**25,3**	**30,9**	**36,1**	***15,2%***	***34,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,1)	(2,1)	(2,1)		
Var.capital circulante						(7,2)	(5,9)	(6,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**16,0**	**22,9**	**27,7**	***7,7%***	***30,3%***
CAPEX						(5,7)	(5,2)	(5,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,7)	(3,3)	(2,5)		
Impuestos						(3,6)	(4,9)	(6,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**3,0**	**9,4**	**13,1**	***8,7%***	***42,6%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**3,0**	**9,4**	**13,1**	***n.a.***	***33,8%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,0)	(2,1)	(2,2)		
Variación de Deuda financiera neta						**(1,0)**	**(7,3)**	**(10,9)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

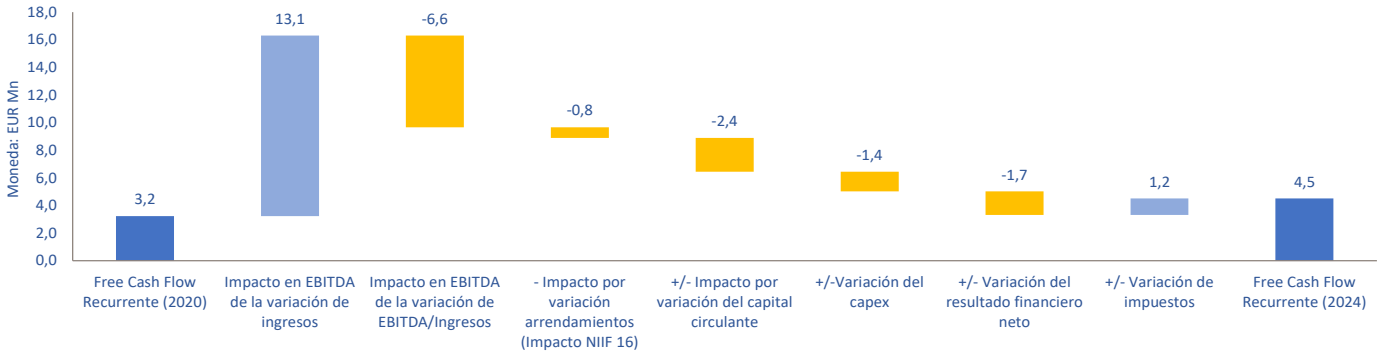
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**12,7**	**15,2**	**17,6**	**14,9**	**25,3**	**30,9**	**36,1**	***5,5%***	***34,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*50,2%*	*19,6%*	*16,1%*	*-15,5%*	*69,9%*	*22,3%*	*16,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*19,8%*	*17,0%*	*17,4%*	*12,9%*	*20,1%*	*21,4%*	*22,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	1,3	(1,9)	(3,2)	(0,3)	(7,2)	(5,9)	(6,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**12,4**	**11,2**	**12,3**	**12,5**	**16,0**	**22,9**	**27,7**	***0,1%***	***30,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*34,1%*	*-10,2%*	*10,3%*	*1,4%*	*28,2%*	*42,8%*	*20,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*19,4%*	*12,5%*	*12,2%*	*10,9%*	*12,7%*	*15,8%*	*17,0%*		
- CAPEX	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(4,6)	(5,7)	(5,2)	(5,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(1,0)	(1,5)	(2,4)	(3,7)	(3,3)	(2,5)		
- Impuestos	(1,6)	(3,0)	(2,3)	(1,0)	(3,6)	(4,9)	(6,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**8,9**	**4,6**	**3,9**	**4,5**	**3,0**	**9,4**	**13,1**	***-20,2%***	***42,6%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*174,4%*	*-47,8%*	*-16,4%*	*16,6%*	*-33,1%*	*212,5%*	*38,8%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*13,8%*	*5,2%*	*3,8%*	*3,9%*	*2,4%*	*6,5%*	*8,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(16,4)	-	(12,0)	(34,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(2,7)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(9,0)**	**3,9**	**(9,0)**	**(32,8)**	**3,0**	**9,4**	**13,1**	***-53,8%***	***33,8%***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*142,7%*	*-332,4%*	*-266,7%*	*109,2%*	*212,5%*	*38,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*8,8%*	*4,6%*	*3,8%*	*4,5%*	*3,0%*	*9,3%*	*13,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*3,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,0%*	*9,3%*	*13,0%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**3,2**	**8,9**	**4,6**	**3,9**	**4,5**	**3,0**	**9,4**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	3,7	5,0	2,0	2,4	1,4	3,8	3,9
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,6	(2,5)	0,4	(5,1)	9,0	1,9	1,3
= Variación EBITDA recurrente	**4,2**	**2,5**	**2,4**	**(2,7)**	**10,4**	**5,6**	**5,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,6)	0,0	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,9)	(3,2)	(1,3)	2,9	(6,9)	1,2	(0,4)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**3,2**	**(1,3)**	**1,2**	**0,2**	**3,5**	**6,9**	**4,8**
+/-Variación del CAPEX	1,7	(1,0)	(2,1)	0,0	(1,0)	0,5	(0,7)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,5)	(0,5)	(0,9)	(1,3)	0,4	0,8
+/- Variación de impuestos	0,6	(1,5)	0,7	1,3	(2,7)	(1,3)	(1,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**5,6**	**(4,2)**	**(0,8)**	**0,6**	**(1,5)**	**6,4**	**3,7**
Free Cash Flow Recurrente	**8,9**	**4,6**	**3,9**	**4,5**	**3,0**	**9,4**	**13,1**

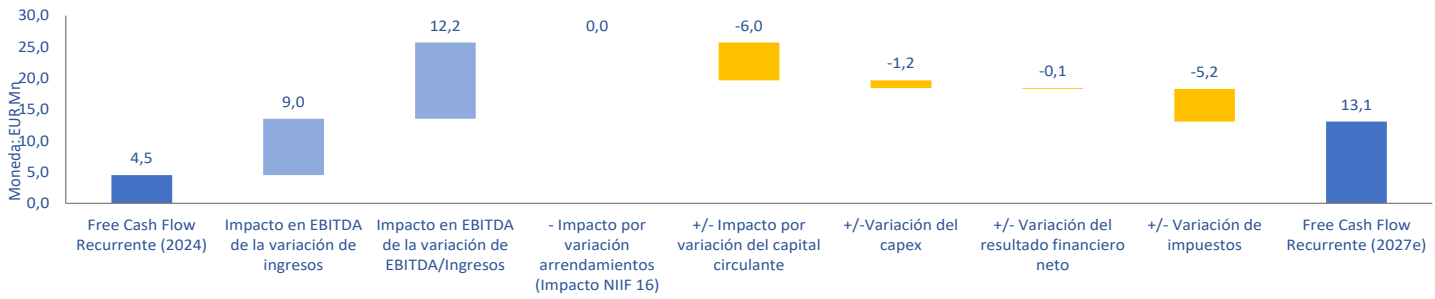
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**8,5**	**11,7**	**14,3**	**8,3**	**19,9**	**25,3**	**30,2**	***-0,7%***	***53,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*28,8%*	*25,8%*	*26,5%*	*22,5%*	*22,5%*	*22,5%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,5)	(3,4)	(3,7)	(2,2)	(4,5)	(5,7)	(6,8)		
EBITDA recurrente	**12,7**	**15,2**	**17,6**	**14,9**	**25,3**	**30,9**	**36,1**	***5,5%***	***34,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	1,3	(1,9)	(3,2)	(0,3)	(7,2)	(5,9)	(6,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**12,4**	**11,2**	**12,3**	**12,5**	**16,0**	**22,9**	**27,7**	***0,1%***	***30,3%***
- CAPEX	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(4,6)	(5,7)	(5,2)	(5,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,5)	(3,4)	(3,7)	(2,2)	(4,5)	(5,7)	(6,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**8,4**	**5,3**	**4,0**	**5,7**	**5,9**	**12,0**	**15,0**	***-12,3%***	***38,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*93,7%*	*-37,1%*	*-24,1%*	*41,5%*	*3,5%*	*103,8%*	*25,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	13,1%	5,9%	4,0%	4,9%	4,7%	8,3%	9,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(16,4)	-	(12,0)	(34,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(2,7)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(8,0)**	**5,3**	**(8,0)**	**(31,6)**	**5,9**	**12,0**	**15,0**	***-58,4%***	***35,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-467,7%*	*166,6%*	*-250,7%*	*-296,4%*	*118,6%*	*103,8%*	*25,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*5,4%*	*3,4%*	*2,6%*	*3,6%*	*3,7%*	*7,6%*	*9,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*3,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,7%*	*7,6%*	*9,5%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

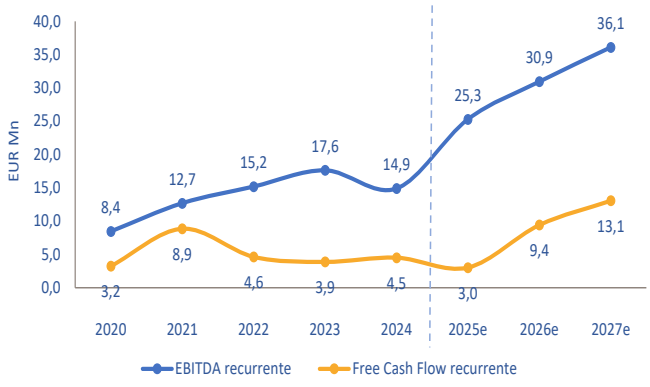
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



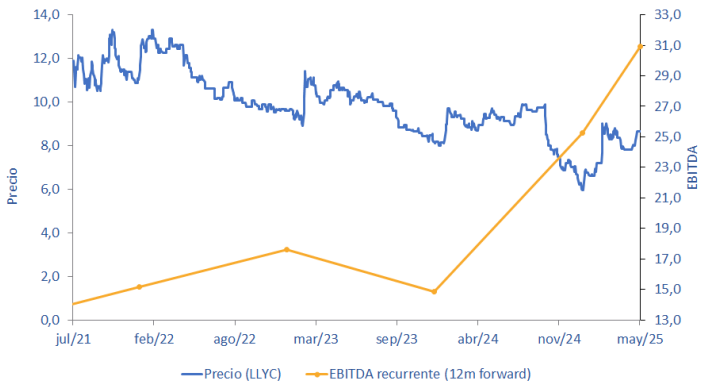
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	10,9	1,2	-9,1	45,4	-22,4	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,9	-7,1	-27,1	19,5	-52,5	n.a.
vs Euro STOXX 50	6,2	4,0	-14,0	33,6	-46,0	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,2	-7,7	-20,3	17,8	-33,7	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	6,4	-3,6	-14,0	28,5	-25,7	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	4,5	-1,3	-6,9	39,5	-13,7	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	1,9	4,8	-12,1	41,6	-46,3	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**5,9**	**12,0**	**15,0**	**259,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**100,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**30,0**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**9,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,2%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	77,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	23,0%	D	=	=
WACC	**8,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,3%**	**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	100,7	
+ Minoritarios	0,8	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	25,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	30,0	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 12m 2024
+/- Otros(1)	1,7	Rdos. 12m 2024
Enterprise Value (EV)	**157,3**	

(1) Importe correspondiente al valor de mercado de la autocartera y activos mantenidos para la venta.

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	24,8%	27,7%	27,6%	25,4%	9,2%

	2024	2027e
ROCE - WACC	1,0%	14,4%
FCF Yield - WACC	-4,6%	1,4%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	22,5%	32,5	4,8x
Central	21,4%	30,9	5,1x
Min	20,3%	29,3	5,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	3,2%	3,6%	4,0%
32,5	11,6	11,0	10,4
30,9	10,0	9,4	8,8
29,3	8,4	7,8	7,2

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	11,5%	10,9%	10,4%
Central	9,9%	9,3%	8,8%
Min	8,3%	7,8%	7,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Media					Agencia de Comunicación			
	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	7.592,9	24.398,7	12.577,3	7.822,0		321,2	55,7		100,7
	Enterprise value (EV)	12.314,5	25.563,0	16.583,6	9.978,3		393,8	77,1		157,3
Información financiera básica	Total Ingresos	12.660,0	14.721,6	14.146,8	7.678,8		586,6	314,2		125,7
	Cto.Total Ingresos	*-27,8%*	*-8,2%*	*2,3%*	*-18,5%*	*-13,1%*	*-32,4%*	*-1,5%*	*-17,0%*	*9,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*1,9%*	*6,0%*	*3,6%*	*2,9%*	*3,6%*	*3,6%*	*-1,3%*	*1,2%*	*13,7%*
	EBITDA	2.258,4	3.185,6	2.305,2	1.334,1		112,7	15,0		25,3
	Cto. EBITDA	*-9,8%*	*1,1%*	*1,0%*	*-10,4%*	*-4,5%*	*-12,5%*	*5,6%*	*-3,5%*	*108,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,4%*	*5,3%*	*4,4%*	*7,8%*	*5,0%*	*4,7%*	*6,4%*	*5,5%*	*19,5%*
	EBITDA/Ingresos	*17,8%*	*21,6%*	*16,3%*	*17,4%*	*18,3%*	*19,2%*	*4,8%*	*12,0%*	*20,1%*
	EBIT	1.885,7	2.580,6	2.102,9	1.045,4		93,9	10,8		19,9
	Cto. EBIT	*-1,6%*	*6,6%*	*1,6%*	*-17,1%*	*-2,6%*	*6,4%*	*17,0%*	*11,7%*	*139,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*3,4%*	*6,2%*	*4,5%*	*12,1%*	*6,6%*	*7,2%*	*7,6%*	*7,4%*	*23,1%*
	EBIT/Ingresos	*14,9%*	*17,5%*	*14,9%*	*13,6%*	*15,2%*	*16,0%*	*3,4%*	*9,7%*	*15,8%*
	Beneficio Neto	1.053,8	1.749,1	1.380,1	847,5		39,8	6,0		12,2
	Cto. Beneficio Neto	*63,4%*	*5,4%*	*5,7%*	*39,4%*	*28,5%*	*-15,2%*	*23,9%*	*4,3%*	*36,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*3,0%*	*7,6%*	*5,2%*	*5,2%*	*5,3%*	*28,3%*	*11,2%*	*19,8%*	*30,6%*
	CAPEX/Ventas	*2,7%*	*1,6%*	*0,8%*	*1,6%*	*1,7%*	*1,2%*	*0,2%*	*0,7%*	*4,5%*
	Free Cash Flow	1.056,2	1.985,0	1.422,3	804,5		74,0	14,8		3,0
	Deuda financiera Neta	4.675,4	(1.106,5)	1.362,1	962,0		88,1	8,6		29,0
	DN/EBITDA (x)	2,1	n.a.	0,6	0,7	1,1	0,8	0,6	0,7	1,1
	Pay-out	*44,4%*	*53,1%*	*37,0%*	*52,4%*	*46,7%*	*46,1%*	*31,4%*	*38,8%*	*25,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	7,4	12,7	8,7	9,1	9,5	5,1	9,3	7,2	8,2
	P/BV (x)	1,7	2,0	3,0	2,3	2,3	3,8	1,5	2,7	2,7
	EV/Ingresos (x)	1,0	1,7	1,2	1,3	1,3	0,7	0,2	0,5	1,3
	EV/EBITDA (x)	5,5	8,0	7,2	7,5	7,0	3,5	5,1	4,3	6,2
	EV/EBIT (x)	6,5	9,9	7,9	9,5	8,5	4,2	7,2	5,7	7,9
	ROE	*22,3*	*15,9*	*34,5*	*25,8*	*24,6*	*74,9*	*16,7*	*45,8*	*37,9*
	FCF Yield (%)	*13,9*	*8,1*	*11,3*	*10,3*	*10,9*	*23,0*	*26,6*	*24,8*	*3,0*
	DPA	*0,43*	*3,70*	*2,60*	*1,18*	*1,98*	*0,18*	*0,65*	*0,42*	*0,26*
	Dvd Yield	*6,2%*	*3,9%*	*4,0%*	*5,6%*	*4,9%*	*5,7%*	*3,6%*	*4,7%*	*3,0%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	-	-	-	**38,7**	**41,5**	**48,2**	**44,7**	**64,1**	**89,5**	**101,4**	**115,2**	**125,7**	**144,6**	**162,6**	*n.a.*	***12,2%***
Cto. Total ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*7,2%*	*16,0%*	*-7,2%*	*43,5%*	*39,5%*	*13,3%*	*13,6%*	*9,2%*	*15,0%*	*12,5%*		
EBITDA	-	-	-	**8,0**	**7,8**	**10,1**	**8,1**	**11,2**	**14,4**	**16,8**	**12,2**	**25,3**	**30,9**	**36,1**	*n.a.*	***43,7%***
Cto. EBITDA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-2,3%*	*29,5%*	*-19,1%*	*37,3%*	*28,9%*	*16,6%*	*-27,6%*	*108,0%*	*22,3%*	*16,7%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,5%*	*18,7%*	*20,9%*	*18,2%*	*17,4%*	*16,1%*	*16,6%*	*10,6%*	*20,1%*	*21,4%*	*22,2%*		
Beneficio neto	-	-	-	**1,5**	**1,8**	**4,3**	**2,3**	**5,3**	**6,8**	**8,3**	**9,0**	**12,2**	**16,6**	**20,9**	*n.a.*	***32,6%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*138,7%*	*-46,6%*	*134,6%*	*27,4%*	*23,0%*	*7,3%*	*36,7%*	*35,4%*	*26,0%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	11,6	11,6	11,3	11,4	11,6	11,6	11,6		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,00	0,14	0,17	0,40	0,21	0,46	0,58	0,74	0,79	1,05	1,42	1,79	*n.a.*	*31,5%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*n.a.*	*-46,6%*	*n.a.*	*27,4%*	*26,7%*	*6,7%*	*33,3%*	*35,4%*	*26,0%*		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,00	0,15	0,20	0,40	0,30	0,55	0,63	0,79	0,72	1,05	1,42	1,79	*n.a.*	*35,3%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*30,9%*	*n.a.*	*-26,9%*	*86,5%*	*14,3%*	*25,7%*	*-8,6%*	*45,0%*	*35,4%*	*26,0%*		
CAPEX	-	-	-	(1,8)	(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(4,6)	(5,7)	(5,2)	(5,9)		
CAPEX/Vtas %[1]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,7%*	*3,3%*	*1,1%*	*7,1%*	*2,3%*	*2,8%*	*4,6%*	*4,0%*	*4,5%*	*3,6%*	*3,6%*		
Free Cash Flow	-	-	-	**2,6**	**0,4**	**4,8**	**0,7**	**(9,0)**	**3,9**	**(9,0)**	**(32,8)**	**3,0**	**9,4**	**13,1**	n.a.	**33,8%**
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-0,7x*	*-0,6x*	*-0,7x*	*-1,0x*	*-0,1x*	*-0,1x*	*0,6x*	*2,5x*	*1,1x*	0,7x	0,3x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*24,0x*	*16,6x*	*11,1x*	*7,5x*	*8,2x*	6,1x	4,8x		
EV/Vtas (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,25x*	1,09x	0,97x		
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.*	*6,2x*	5,1x	4,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-11,9%*	*-15,4%*	*-27,4%*	*45,4%*				
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%*	*-36,7%*	*19,5%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 al 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)	295,7	335,4
EV (Mn EUR y USD)	371,1	420,9
Número de Acciones (Mn)	434,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,72 / 0,65 / 0,53	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	1,2	
Factset / Bloomberg	NAT-ES / NAT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Idoasis 2002	29,4
Aldabi Inversiones	29,3
Inveready	11,8
Onchena	6,0
Free Float	23,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	431,6	434,8	434,8	434,8
Total Ingresos	36,0	50,4	65,8	78,7
EBITDA Rec.	11,3	15,3	22,0	27,6
% Var.	*37,4*	*36,2*	*43,5*	*25,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*31,3*	*30,5*	*33,5*	*35,1*
% Var EBITDA sector (2)	*2,2*	*7,9*	*9,4*	*6,0*
Beneficio neto	0,4	5,3	10,1	14,6
BPA (EUR)	0,00	0,01	0,02	0,03
% Var.	*-94,1*	*n.a.*	*89,0*	*44,5*
BPA ord. (EUR)	0,01	0,01	0,02	0,03
% Var.	*n.a.*	*58,5*	*137,3*	*54,6*
Free Cash Flow Rec.	-3,8	0,4	7,5	8,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	66,7	66,3	58,8	50,4
DN / EBITDA Rec.(x)	5,9	4,3	2,7	1,8
ROE (%)	*0,9*	*11,8*	*19,0*	*22,3*
ROCE (%)	*3,9*	*7,3*	*11,1*	*14,4*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	55,4	29,3	20,3
PER Ordinario	n.a.	85,5	36,0	23,3
P/BV	6,9	6,2	5,1	4,1
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	10,30	7,36	5,64	4,71
EV/EBITDA Rec.	32,9	24,2	16,8	13,4
EV/EBIT	n.a.	31,4	20,4	15,6
FCF Yield (%)	*n.a.*	*0,1*	*2,5*	*2,8*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*7,9*	*3,0*	*3,0*	*-63,2*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2023E?

Fuerte crecimiento en 2024 tanto en ingresos como en EBITDA Rec. NAT cerró 2024 con unos ingresos de EUR 36Mn (+35% vs 2023), explicado por: i) crecimiento en Asia (apertura de delegación en Singapur), ii) apuesta por sectores de alto crecimiento (alimentación animal, mercado orgánico), iii) crecimiento de la cartera de clientes Tier 1, y iv) ampliación de la cartera de productos. La producción de Omega-3 en As Somozas comenzó el pasado septiembre, y por tanto, tuvo un impacto limitado en 2024. La región de APAC (abierta en 2022) contribuyó con EUR 5,3Mn en ingresos. El EBITDA Rec. se situó en EUR 11,3Mn (+37,3% vs. 2023) , con un margen estable.

Esperamos un "salto" en ingresos y EBITDA Rec para 2025e hasta EUR 50,4Mn (+41% vs 2024) y EUR 15,5Mn (+36,2% vs 2024), 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, 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, seria de c.EUR 120Mn en ingresos (sin necesidad de inversiones adicionales significativas). Es decir, NAT tiene un potencial (por si 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 2025e).

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 2024 NAT exportó el 92% de la producción).

2025e-2027e: crecimiento generalizado (Ingresos, EBITDA, FCF). En 2027e, deberíamos tener una compañía con ingresos de EUR 78,7Mn (29,8% TACC 2024-27e; en línea con el crecimiento histórico) y EBITDA Rec. de EUR 27,6Mn (34,9% TACC 2024-27e). Que empujaría la generación de caja hasta EUR 8,4Mn en 2027.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento. A cierre de 2024, NAT tenía una deuda neta de EUR 66,7Mn (incluyendo EUR 10,3Mn de bonos convertibles), lo que supone un múltiplo DN/EBITDA Rec. de 5,9x. 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 la compra de existencias hasta la comercialización (impactando en el capital circulante).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Se mantiene el momentum positivo. Esperamos que el fuerte crecimiento que se materializó en el negocio de NAT en 2024 tenga continuidad en 2025-2026. El equity story se mantiene como la oportunidad de aprovechar la capacidad productiva ya instalada y apalancar ese crecimiento para continuar mejorando la rentabilidad. El principal hándicap (elevado apalancamiento financiero), se debería ir diluyendo a medida que vaya aumentando el EBITDA. El momentum de negocio sigue siendo muy favorable y NAT seguirá creciendo con fuerza en 2025 y 2026. Algo que sigue sin cotizar (-12m, -17,4% vs Ibex 35).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	4,7	3,2	9,9	9,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Inmovilizado material	14,9	15,0	15,8	26,0	35,1	41,0	40,7	40,4
Otros activos no corrientes	0,9	0,7	0,7	0,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Inmovilizado financiero	0,3	2,5	8,0	12,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	4,0	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7
Activo circulante	15,0	21,3	31,8	28,9	27,8	29,4	33,6	40,9
Total activo	**35,9**	**42,8**	**70,2**	**126,5**	**134,7**	**142,3**	**146,2**	**153,1**
Patrimonio neto	5,2	8,5	(16,9)	41,4	42,7	48,0	58,1	72,7
Minoritarios	0,2	0,3	0,7	2,5	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	5,3	5,8	7,1	16,5	15,0	12,5	10,0	7,5
Otros pasivos no corrientes	-	-	0,4	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Deuda financiera neta	19,2	24,0	71,8	59,3	66,7	66,3	58,8	50,4
Pasivo circulante	6,0	4,2	7,1	6,4	9,8	14,8	18,7	21,9
Total pasivo	**35,9**	**42,8**	**70,2**	**126,5**	**134,7**	**142,3**	**146,2**	**153,1**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**17,7**	**20,4**	**22,5**	**26,7**	**36,0**	**50,4**	**65,8**	**78,7**	***19,5%***	***29,8%***
Cto.Total Ingresos	*n.a.*	*15,5%*	*10,2%*	*18,7%*	*35,0%*	*39,8%*	*30,6%*	*19,6%*		
Coste de ventas	(5,1)	(5,1)	(5,9)	(6,3)	(10,3)	(13,8)	(18,0)	(21,5)		
Margen Bruto	**12,6**	**15,3**	**16,6**	**20,4**	**25,8**	**36,6**	**47,8**	**57,2**	***19,6%***	***30,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*71,1%*	*75,1%*	*73,8%*	*76,4%*	*71,5%*	*72,6%*	*72,6%*	*72,6%*		
Gastos de personal	(3,1)	(4,2)	(5,6)	(7,0)	(9,2)	(10,5)	(12,4)	(13,8)		
Otros costes de explotación	(3,7)	(4,7)	(4,3)	(5,2)	(5,3)	(10,8)	(13,4)	(15,7)		
EBITDA recurrente	**5,8**	**6,4**	**6,7**	**8,2**	**11,3**	**15,3**	**22,0**	**27,6**	***18,0%***	***34,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*10,7%*	*3,4%*	*23,1%*	*37,4%*	*36,2%*	*43,5%*	*25,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*32,9%*	*31,6%*	*29,6%*	*30,7%*	*31,3%*	*30,5%*	*33,5%*	*35,1%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	1,4	0,9	(1,5)	(1,1)	(1,9)	2,5	2,5	2,5		
EBITDA	**7,3**	**7,4**	**5,2**	**7,1**	**9,3**	**17,8**	**24,5**	**30,1**	***6,5%***	***47,8%***
Depreciación y provisiones	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(4,1)	(4,9)	(6,0)	(6,4)	(6,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,1	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-		
EBIT	**5,5**	**4,8**	**1,9**	**3,0**	**4,4**	**11,8**	**18,2**	**23,8**	***-5,2%***	***75,2%***
Cto.EBIT	*n.a.*	*-11,9%*	*-60,6%*	*56,4%*	*48,6%*	*166,5%*	*54,0%*	*31,1%*		
EBIT / Ingresos	*31,1%*	*23,7%*	*8,5%*	*11,2%*	*12,3%*	*23,4%*	*27,6%*	*30,3%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,0)	0,4	(4,1)	(4,2)	(4,7)	(4,7)	(4,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**4,8**	**4,8**	**2,3**	**(1,1)**	**0,2**	**7,1**	**13,4**	**19,4**	***-52,9%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*n.a.*	*-0,9%*	*-53,0%*	*-148,9%*	*121,6%*	*n.a.*	*89,0%*	*44,5%*		
Extraordinarios	-	-	(0,0)	9,6	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**4,8**	**4,8**	**2,3**	**8,5**	**0,2**	**7,1**	**13,4**	**19,4**	***-52,9%***	***n.a.***
Impuestos	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(2,2)	0,1	(1,8)	(3,4)	(4,9)		
Tasa fiscal efectiva	*28,2%*	*26,8%*	*53,4%*	*25,9%*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(0,2)	(0,1)	(0,1)	0,2	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**3,3**	**3,4**	**1,0**	**6,4**	**0,4**	**5,3**	**10,1**	**14,6**	***-41,5%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*n.a.*	*3,2%*	*-72,0%*	*569,8%*	*-94,0%*	*n.a.*	*89,0%*	*44,5%*		
Beneficio ordinario neto	**2,3**	**2,7**	**2,5**	**0,1**	**2,2**	**3,5**	**8,2**	**12,7**	***-1,3%***	***80,3%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*n.a.*	*19,7%*	*-7,3%*	*-95,4%*	*n.a.*	*59,7%*	*137,3%*	*54,6%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**15,3**	**22,0**	**27,6**	***18,0%***	***34,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						3,5	(0,4)	(4,0)		
Cash Flow operativo recurrente						**18,9**	**21,6**	**23,6**	***62,4%***	***14,6%***
CAPEX						(12,0)	(6,0)	(6,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(4,7)	(4,7)	(4,4)		
Impuestos						(1,8)	(3,4)	(4,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,4**	**7,5**	**8,4**	***30,7%***	***61,6%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,4**	**7,5**	**8,4**	***29,5%***	***61,6%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,4)**	**(7,5)**	**(8,4)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

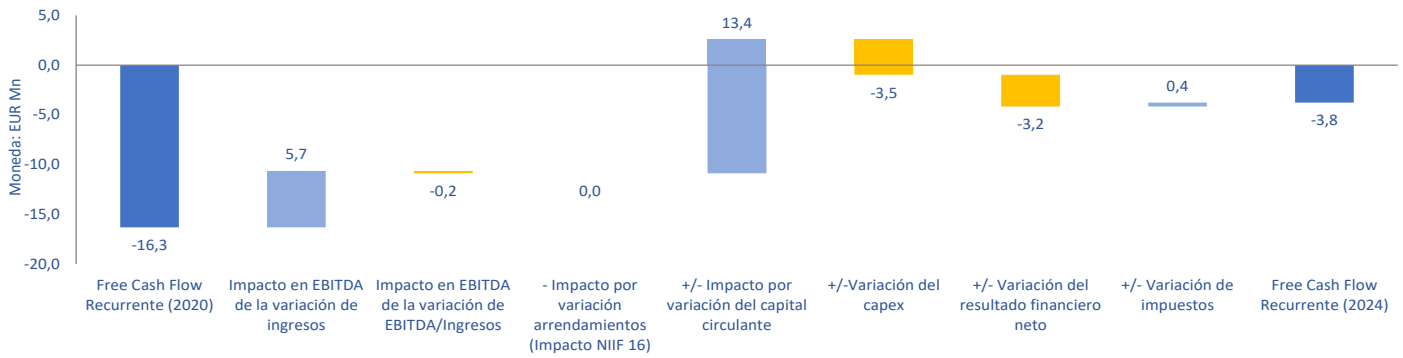
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**6,4**	**6,7**	**8,2**	**11,3**	**15,3**	**22,0**	**27,6**	***20,5%***	***34,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*10,7%*	*3,4%*	*23,1%*	*37,4%*	*36,2%*	*43,5%*	*25,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*31,6%*	*29,6%*	*30,7%*	*31,3%*	*30,5%*	*33,5%*	*35,1%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(8,1)	(7,6)	2,2	4,4	3,5	(0,4)	(4,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(1,7)**	**(1,0)**	**10,2**	**15,7**	**18,9**	**21,6**	**23,6**	***n.a.***	***14,6%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*47,0%*	*41,7%*	*n.a.*	*53,7%*	*20,0%*	*14,7%*	*9,3%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*38,3%*	*43,6%*	*37,4%*	*32,9%*	*30,0%*		
- CAPEX	(3,2)	(5,9)	(2,2)	(15,8)	(12,0)	(6,0)	(6,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(2,3)	(4,0)	(3,6)	(4,7)	(4,7)	(4,4)		
- Impuestos	(0,5)	(1,0)	(0,7)	-	(1,8)	(3,4)	(4,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**(5,7)**	**(10,1)**	**3,4**	**(3,8)**	**0,4**	**7,5**	**8,4**	***13,0%***	***61,6%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*65,0%*	*-76,8%*	*133,4%*	*-211,5%*	*110,1%*	*n.a.*	*11,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*12,6%*	*n.a.*	*0,8%*	*11,4%*	*10,6%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(1,5)	(2,9)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(10,5)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,7	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(5,0)**	**(22,1)**	**0,5**	**(3,8)**	**0,4**	**7,5**	**8,4**	***9,4%***	***61,6%***
Cto. Free Cash Flow	*66,9%*	*-337,6%*	*102,1%*	*-898,6%*	*110,1%*	*n.a.*	*11,0%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*1,1%*	*n.a.*	*0,1%*	*2,5%*	*2,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*n.a.*	*0,1%*	*2,5%*	*2,8%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(16,3)**	**(5,7)**	**(10,1)**	**3,4**	**(3,8)**	**0,4**	**7,5**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,9	0,7	1,2	2,9	4,5	4,7	4,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,3)	(0,4)	0,3	0,2	(0,4)	2,0	1,3
= Variación EBITDA recurrente	**0,6**	**0,2**	**1,5**	**3,1**	**4,1**	**6,7**	**5,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,1)	0,2	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,9	0,6	9,7	2,3	(0,9)	(3,9)	(3,6)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**1,5**	**0,7**	**11,2**	**5,5**	**3,1**	**2,8**	**2,0**
+/-Variación del CAPEX	9,1	(2,7)	3,7	(13,7)	3,8	6,0	-
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(1,9)	(1,7)	0,4	(1,1)	(0,0)	0,3
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,5)	0,2	0,7	(1,8)	(1,6)	(1,5)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**10,6**	**(4,4)**	**13,5**	**(7,1)**	**4,1**	**7,1**	**0,8**
Free Cash Flow Recurrente	**(5,7)**	**(10,1)**	**3,4**	**(3,8)**	**0,4**	**7,5**	**8,4**

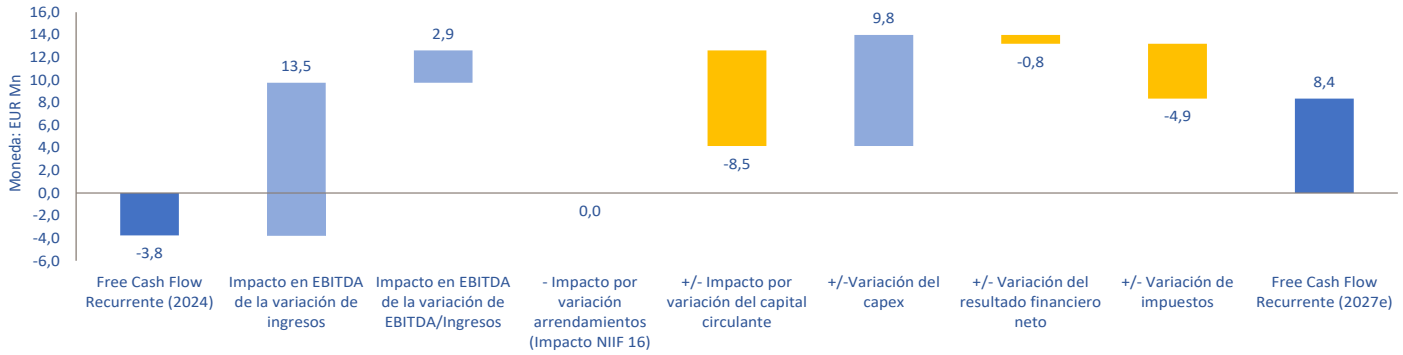
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**4,8**	**1,9**	**3,0**	**4,4**	**11,8**	**18,2**	**23,8**	***-2,9%***	***75,2%***
** Tasa fiscal teórica*	*26,8%*	*30,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,3)	(0,6)	-	-	(3,0)	(4,5)	(6,0)		
EBITDA recurrente	**6,4**	**6,7**	**8,2**	**11,3**	**15,3**	**22,0**	**27,6**	***20,5%***	***34,9%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(8,1)	(7,6)	2,2	4,4	3,5	(0,4)	(4,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(1,7)**	**(1,0)**	**10,2**	**15,7**	**18,9**	**21,6**	**23,6**	***n.a.***	***14,6%***
- CAPEX	(3,2)	(5,9)	(2,2)	(15,8)	(12,0)	(6,0)	(6,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,3)	(0,6)	-	-	(3,0)	(4,5)	(6,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(6,2)**	**(7,5)**	**8,1**	**(0,1)**	**3,9**	**11,1**	**11,7**	***73,2%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*63,6%*	*-20,4%*	*208,3%*	*-101,5%*	*n.a.*	*184,0%*	*5,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	30,2%	n.a.	7,7%	16,8%	14,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(10,5)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,7	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(5,5)**	**(18,0)**	**8,1**	**(0,1)**	**3,9**	**11,1**	**11,7**	***72,2%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*65,3%*	*-224,8%*	*144,9%*	*-101,5%*	*n.a.*	*184,0%*	*5,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*2,2%*	*n.a.*	*1,1%*	*3,0%*	*3,1%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*2,2%*	*n.a.*	*1,1%*	*3,0%*	*3,1%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

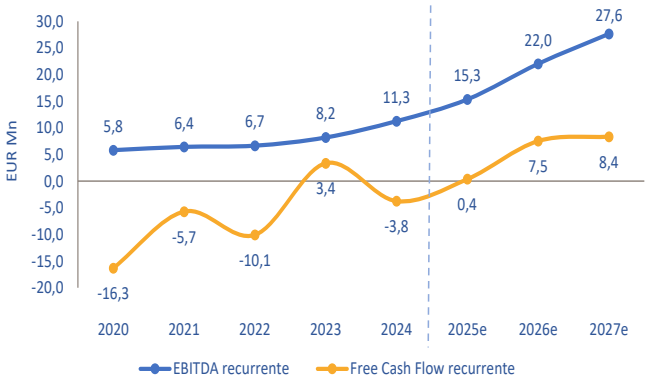
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



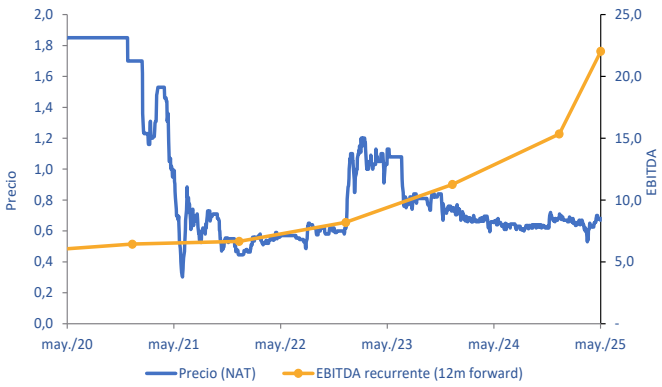
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	7,9	3,0	3,0	-0,7	19,3	-63,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,1	-5,4	-17,4	-18,4	-27,0	-82,5
vs Euro STOXX 50	3,3	5,9	-2,6	-8,8	-16,9	-79,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,5	-6,0	-9,7	-19,5	1,8	-79,5
vs Segmento Micro Cap España (1)	3,6	-1,9	-2,5	-12,2	14,2	-76,0
vs MSCI Europe Micro Cap	1,7	0,6	5,5	-4,7	32,7	-71,9
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	7,9	3,0	10,1	-5,4	39,3	-63,8

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,9**	**11,1**	**11,7**	**190,5**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**295,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**66,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,4%	D	=	=
WACC	**8,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,9%**	**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	295,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	15,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	66,7	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	6,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**371,1**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	10,8%	2,9%	3,7%	3,9%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-5,0%	5,5%
FCF Yield - WACC	n.a.	-5,7%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	36,8%	24,2	15,3x
Central	33,5%	22,0	16,8x
Min	30,2%	19,9	18,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	8,2%	9,1%	10,0%
24,2	10,3	9,7	9,1
22,0	8,1	7,5	6,9
19,9	5,9	5,4	4,8

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	3,5%	3,3%	3,1%
Central	2,7%	2,5%	2,3%
Min	2,0%	1,8%	1,6%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Extractos de plantas				Omega-3				
	EUR Mn	Inter. Flavors & Fragrances	Symrise	Givaudan	Average	BASF	KERRY	Archer Daniels	Average	NAT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IFF-US	SY1-DE	GIVN-CH		BAS-DE	KRZ-IE	ADM-US		NAT-ES
	País	USA	Germany	Switzerland		Germany	Ireland	USA		Spain
	Market cap	16.910,6	14.613,2	40.604,6		37.014,5	15.825,3	20.303,0		295,7
	Enterprise value (EV)	25.138,4	16.474,5	44.853,9		58.673,5	17.738,4	27.881,2		371,1
Información financiera básica	Total Ingresos	9.517,4	5.177,7	8.252,7		65.670,9	7.081,3	74.974,0		50,4
	Cto.Total Ingresos	*-6,0%*	*3,1%*	*3,7%*	*0,3%*	*0,6%*	*2,2%*	*-0,5%*	*0,8%*	*39,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,3%*	*6,0%*	*4,8%*	*4,4%*	*4,0%*	*4,6%*	*4,4%*	*4,3%*	*25,0%*
	EBITDA	1.847,2	1.092,9	1.993,0		7.768,5	1.254,4	3.542,8		17,8
	Cto. EBITDA	*-4,5%*	*8,6%*	*5,0%*	*3,0%*	*-0,1%*	*4,7%*	*19,9%*	*8,2%*	*91,1%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,2%*	*7,8%*	*5,1%*	*6,0%*	*12,0%*	*8,1%*	*6,1%*	*8,7%*	*30,0%*
	EBITDA/Ingresos	*19,4%*	*21,1%*	*24,2%*	*21,6%*	*11,8%*	*17,7%*	*4,7%*	*11,4%*	*35,4%*
	EBIT	696,9	792,1	1.609,0		3.719,6	964,2	1.495,6		11,8
	Cto. EBIT	*-33,0%*	*11,4%*	*6,3%*	*-5,1%*	*-1,9%*	*7,5%*	*-23,3%*	*-5,9%*	*166,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*30,6%*	*10,4%*	*6,4%*	*15,8%*	*20,6%*	*9,7%*	*23,4%*	*17,9%*	*42,1%*
	EBIT/Ingresos	*7,3%*	*15,3%*	*19,5%*	*14,0%*	*5,7%*	*13,6%*	*2,0%*	*7,1%*	*23,4%*
	Beneficio Neto	971,2	541,6	1.228,4		2.197,9	767,3	1.683,1		5,3
	Cto. Beneficio Neto	*353,4%*	*13,3%*	*5,0%*	*123,9%*	*69,3%*	*13,9%*	*6,1%*	*29,8%*	*n.a.*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,4%*	*12,2%*	*7,4%*	*9,3%*	*29,0%*	*10,0%*	*8,9%*	*16,0%*	*65,2%*
	CAPEX/Ventas	*6,0%*	*5,1%*	*3,8%*	*5,0%*	*7,9%*	*4,3%*	*1,7%*	*4,7%*	*23,8%*
	Free Cash Flow	515,7	519,9	1.316,9		687,9	704,0	877,1		0,4
	Deuda financiera Neta	5.484,1	1.515,9	3.861,1		20.188,3	1.835,7	6.203,3		66,3
	DN/EBITDA (x)	3,0	1,4	1,9	2,1	2,6	1,5	1,8	1,9	4,3
	Pay-out	*38,2%*	*33,5%*	*60,7%*	*44,1%*	*93,8%*	*31,2%*	*54,1%*	*59,7%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,6	27,3	32,3	25,7	13,2	19,4	11,7	14,8	55,4
	P/BV (x)	1,4	3,4	7,6	4,1	1,0	2,4	1,1	1,5	6,2
	EV/Ingresos (x)	2,6	3,2	5,4	3,8	0,9	2,5	0,4	1,3	7,4
	EV/EBITDA (x)	13,6	15,1	22,5	17,1	7,6	14,1	7,9	9,9	24,2
	EV/EBIT (x)	36,1	20,8	27,9	28,2	15,8	18,4	18,6	17,6	31,4
	ROE	*8,2*	*12,3*	*23,4*	*14,6*	*7,9*	*12,3*	*9,0*	*9,7*	*11,8*
	FCF Yield (%)	*3,0*	*3,6*	*3,2*	*3,3*	*1,9*	*4,4*	*4,3*	*3,5*	*0,1*
	DPA	*1,45*	*1,30*	*80,83*	*27,86*	*2,31*	*1,38*	*1,85*	*1,85*	*0,00*
	Dvd Yield	*2,2%*	*1,2%*	*1,8%*	*1,8%*	*5,6%*	*1,4%*	*4,4%*	*3,8%*	*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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Naturhouse Health

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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 (38%), Italia (30%) y Polonia (11%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (78,4% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	106,5	120,8
EV (Mn EUR y USD)	90,9	103,1
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,97 / 1,64 / 1,48	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación(1)	16,2	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

D. F. Revuelta y Familia	78,4
Miembros del Consejo	0,1
Autocartera	0,1
Free Float	21,4

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	59,9	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	49,6	48,8	48,1	47,6
EBITDA Rec.	15,4	14,8	14,5	14,2
% Var.	*-16,9*	*-3,7*	*-2,5*	*-1,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*31,1*	*30,4*	*30,1*	*29,9*
% Var EBITDA sector (2)	*2,2*	*7,9*	*9,4*	*6,0*
Beneficio neto	9,9	9,4	9,1	9,0
BPA (EUR)	0,16	0,16	0,15	0,15
% Var.	*-12,7*	*-4,8*	*-2,6*	*-1,7*
BPA ord. (EUR)	0,17	0,16	0,15	0,15
% Var.	*-10,8*	*-7,0*	*-2,6*	*-1,7*
Free Cash Flow Rec.	7,9	9,4	9,2	9,0
Pay-out (%)	*121,7*	*90,0*	*90,0*	*90,0*
DPA (EUR)	0,20	0,14	0,14	0,13
Deuda financiera neta	-19,5	-20,4	-21,4	-22,3
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6
ROE (%)	*31,7*	*29,2*	*27,6*	*26,5*
ROCE (%)	*87,1*	*78,3*	*76,3*	*75,1*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	10,8	11,3	11,6	11,8
PER Ordinario	10,5	11,3	11,6	11,8
P/BV	3,4	3,3	3,2	3,1
Dividend Yield (%)	*11,3*	*7,9*	*7,7*	*7,6*
EV/Ventas	1,83	1,86	1,89	1,91
EV/EBITDA Rec.	5,9	6,1	6,3	6,4
EV/EBIT	6,9	7,0	7,2	7,4
FCF Yield (%)	*7,4*	*8,9*	*8,6*	*8,5*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*1,4*	*4,4*	*18,5*	*72,2*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Ingresos planos en 2024: Los resultados 2024 muestran unos ingresos prácticamente planos, de EUR 49,6 Mn (-2,5% vs 2023) a pesar del menor número de puntos de venta: 1.324 (-7,6% vs 1.433 en 2023). El canal online vende EUR c.3,0 Mn (vs EUR 2,7 Mn; c.6% s/total). Por geografías, los ingresos se reducen en todos los países (Francia: -1,6%, Italia: -1,9%, Polonia: -1,3%), siendo España la más presionada (-3,3%) debido a la mayor pérdida de centros (-40 centros vs 2023).

Normalización en los márgenes. Tras la mejora de márgenes observada en 2023, se produce una normalización tanto en términos de margen bruto (71,9% en 2024 vs 73,1% en 2023) como de margen EBITDA (por aumento en salarios y OPEX, principalmente publicidad; margen EBITDA de 31,1% s/Vtas en 2024 vs 36,5% en 2023). Estimamos un margen EBITDA c. 30,4% para los próximos años.

El nuevo reto de NTH es frenar los cierres. NTH parece estar sumida en un contexto adverso en los últimos años (elevada inflación y amenaza de nuevos productos sustitutivos como Ozempic). Esperamos que NTH sea capaz de reducir el ritmo de cierres durante los próximos años. Para 2025e proyectamos una compañía con unos ingresos de EUR 48,8 Mn (-1,6% vs 2024) y con capacidad para mantener márgenes, EBITDA rec. de EUR 14,8 Mn (-3,7% vs 2024; margen EBITDA 30,4%).

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

Reestructuración de los puntos de venta. NTH ha llevado a cabo una estrategia de reducción de puntos de ventas en los últimos años. Desde 2017, se han cerrado +1.000 tiendas (-109 en 2024; c.-150 de media anual). Para los próximos años estimamos una reducción en el ritmo de cierres hasta los c. 1.140 puntos de venta en 2027e (vs 1.324 en 2024).

Un modelo de negocio integrado verticalmente con una estructura muy eficiente. La integración vertical y la ligera estructura de costes le permite a NTH tener unos márgenes resilientes y competitivos (que se han incrementado durante los últimos años). Principalmente debido al modelo de negocio basado en franquicias.

Elevada generación de caja (FCF 2025e EUR 9,4 Mn; FCF yield 8,9%). El principal atractivo de NTH es la elevada capacidad de generar caja. Las bajas necesidades de circulante (c. 2% s/Ventas) y de CAPEX (c. 1% s/Ventas) permiten mantener la generación de FCF (FCF 2025e EUR 9,4 Mn; FCF yield 8,9%).

La retribución al accionista vía dividendo es el principal foco de NTH. El pay-out histórico de la compañía se sitúa en el 80%-100% (2024: 60%) que implica un Dividend yield 2025e del 7,9% (que nuestras estimaciones de beneficio para 2025e y 2026e permiten mantener).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Sector altamente competitivo y con amenaza de productos sustitutivos. Con reducidas barreras de entrada. La aparición de productos sustitutivos de la mano de los avances tecnológicos y científicos es la principal amenaza para NTH.

Obsolescencia de productos. El cambio en los patrones de consumo representa un riesgo de obsolescencia para los productos de NTH. Debe ser capaz de atraer nuevos clientes y generar un relevo generacional exitoso en el m/l plazo.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

NTH ha mostrado un comportamiento resiliente (-12m: +18,5% absoluto y +22,6 vs sector) en un entorno adverso para el sector. La buena gestión de costes junto con la integración vertical le ha permitido tener unos márgenes resilientes. Pero, sin duda, lo más interesante es la elevada generación de FCF. Principal soporte de la atractiva retribución a los accionistas (Dividend yield 2025e: 7,9%). La cuestión es clara: sin visibilidad sobre la capacidad para crecer, en NTH la oportunidad de inversión pivota, casi exclusivamente, sobre la valoración de su capacidad de generación de FCF recurrente.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	3,7	2,5	3,4	3,1	2,9	2,7	2,4	2,2
Inmovilizado material	1,2	0,9	1,2	1,0	0,8	1,0	1,2	1,5
Otros activos no corrientes	3,5	7,0	10,7	10,0	10,3	10,3	10,3	10,3
Inmovilizado financiero	0,6	1,3	3,1	3,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	11,8	10,0	12,3	7,3	6,5	6,4	6,3	6,2
Total activo	**21,0**	**21,8**	**30,7**	**24,5**	**21,9**	**21,8**	**21,7**	**21,6**
Patrimonio neto	26,0	36,0	27,8	30,6	31,7	32,6	33,5	34,4
Minoritarios	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	1,5	2,7	4,9	1,2	1,2	1,2	1,2
Otros pasivos no corrientes	3,7	2,2	3,3	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Deuda financiera neta	(18,3)	(25,1)	(10,0)	(22,5)	(19,5)	(20,4)	(21,4)	(22,3)
Pasivo circulante	8,1	7,1	6,9	8,2	5,5	5,4	5,3	5,2
Total pasivo	**21,0**	**21,8**	**30,7**	**24,5**	**21,9**	**21,8**	**21,7**	**21,6**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**56,2**	**57,9**	**52,6**	**50,9**	**49,6**	**48,8**	**48,1**	**47,6**	***-3,1%***	***-1,4%***
Cto.Total Ingresos	*-31,7%*	*3,0%*	*-9,3%*	*-3,2%*	*-2,5%*	*-1,6%*	*-1,4%*	*-1,1%*		
Coste de ventas	(15,9)	(16,3)	(14,9)	(13,7)	(14,0)	(13,8)	(13,7)	(13,5)		
Margen Bruto	**40,4**	**41,6**	**37,7**	**37,2**	**35,6**	**35,0**	**34,5**	**34,1**	***-3,1%***	***-1,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*71,8%*	*71,8%*	*71,6%*	*73,1%*	*71,9%*	*71,7%*	*71,6%*	*71,7%*		
Gastos de personal	(12,4)	(10,8)	(10,6)	(9,3)	(9,8)	(9,8)	(9,7)	(9,5)		
Otros costes de explotación	(10,6)	(10,3)	(11,3)	(9,3)	(10,4)	(10,4)	(10,4)	(10,4)		
EBITDA recurrente	**17,4**	**20,5**	**15,7**	**18,6**	**15,4**	**14,8**	**14,5**	**14,2**	***-3,0%***	***-2,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*-24,8%*	*18,1%*	*-23,4%*	*18,0%*	*-16,9%*	*-3,7%*	*-2,5%*	*-1,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*30,9%*	*35,4%*	*29,9%*	*36,5%*	*31,1%*	*30,4%*	*30,1%*	*29,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	(0,6)	(0,6)	(0,0)	(0,3)	-	-	-		
EBITDA	**17,4**	**19,9**	**15,2**	**18,5**	**15,1**	**14,8**	**14,5**	**14,2**	***-3,5%***	***-2,0%***
Depreciación y provisiones	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,6)	(1,9)	(1,7)	(1,6)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
EBIT	**14,2**	**17,5**	**12,9**	**16,3**	**13,1**	**12,9**	**12,6**	**12,3**	***-1,9%***	***-2,2%***
Cto.EBIT	*-24,0%*	*23,4%*	*-26,5%*	*26,5%*	*-19,2%*	*-1,7%*	*-2,9%*	*-1,9%*		
EBIT / Ingresos	*25,2%*	*30,2%*	*24,4%*	*32,0%*	*26,5%*	*26,5%*	*26,1%*	*25,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,9)	(0,1)	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	0,3	(0,1)	(0,7)	(0,1)	(0,0)	0,0	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	0,3	0,6	0,3	(0,2)	0,5	-	-	-		
Beneficio ordinario	**13,5**	**18,2**	**13,1**	**15,4**	**13,5**	**12,9**	**12,6**	**12,3**	***0,1%***	***-3,0%***
Cto.Beneficio ordinario	*-27,7%*	*35,0%*	*-28,2%*	*17,6%*	*-12,2%*	*-4,8%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**13,5**	**18,2**	**13,1**	**15,4**	**13,5**	**12,9**	**12,6**	**12,3**	***0,1%***	***-3,0%***
Impuestos	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(4,2)	(3,7)	(3,5)	(3,4)	(3,4)		
Tasa fiscal efectiva	*30,5%*	*26,7%*	*26,6%*	*27,0%*	*27,2%*	*27,2%*	*27,2%*	*27,2%*		
Minoritarios	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**9,4**	**13,4**	**9,6**	**11,3**	**9,9**	**9,4**	**9,1**	**9,0**	***1,3%***	***-3,0%***
Cto.Beneficio neto	*-29,3%*	*42,5%*	*-27,9%*	*17,3%*	*-12,7%*	*-4,8%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
Beneficio ordinario neto	**9,4**	**13,8**	**10,0**	**11,3**	**10,1**	**9,4**	**9,1**	**9,0**	***1,8%***	***-3,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-29,0%*	*46,5%*	*-27,2%*	*12,6%*	*-10,8%*	*-6,9%*	*-2,6%*	*-1,7%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**14,8**	**14,5**	**14,2**	***-3,0%***	***-2,7%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,4)	(1,4)	(1,4)		
Var.capital circulante						0,0	0,0	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						**13,4**	**13,1**	**12,8**	***-5,8%***	***2,4%***
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	0,0	0,0		
Impuestos						(3,5)	(3,4)	(3,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-7,7%***	***4,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-5,2%***	***0,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(8,5)	(8,2)	(8,1)		
Variación de Deuda financiera neta						**(1,0)**	**(1,0)**	**(0,9)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**20,5**	**15,7**	**18,6**	**15,4**	**14,8**	**14,5**	**14,2**	***-9,1%***	***-2,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*18,1%*	*-23,4%*	*18,0%*	*-16,9%*	*-3,7%*	*-2,5%*	*-1,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*35,4%*	*29,9%*	*36,5%*	*31,1%*	*30,4%*	*30,1%*	*29,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,7	(2,5)	6,4	(2,0)	0,0	0,0	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	**20,4**	**11,6**	**23,3**	**11,9**	**13,4**	**13,1**	**12,8**	***-16,3%***	***2,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*34,3%*	*-43,3%*	*101,9%*	*-48,8%*	*12,6%*	*-2,8%*	*-1,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*35,2%*	*22,0%*	*45,8%*	*24,1%*	*27,5%*	*27,2%*	*27,0%*		
- CAPEX	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	0,0	0,0		
- Impuestos	(4,9)	(6,1)	(4,2)	(3,7)	(3,5)	(3,4)	(3,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**15,3**	**4,4**	**18,5**	**7,9**	**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-19,9%***	***4,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*41,6%*	*-71,5%*	*324,4%*	*-57,5%*	*19,8%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*26,5%*	*8,3%*	*36,4%*	*15,9%*	*19,3%*	*19,1%*	*19,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,7)	1,0	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,5)	(4,4)	-	1,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**11,1**	**1,0**	**18,5**	**8,9**	**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-7,2%***	***0,5%***
Cto. Free Cash Flow	*1,0%*	*-91,4%*	*n.a.*	*-52,1%*	*6,2%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*14,4%*	*4,1%*	*17,4%*	*7,4%*	*8,9%*	*8,6%*	*8,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*10,4%*	*0,9%*	*17,4%*	*8,3%*	*8,9%*	*8,6%*	*8,5%*		

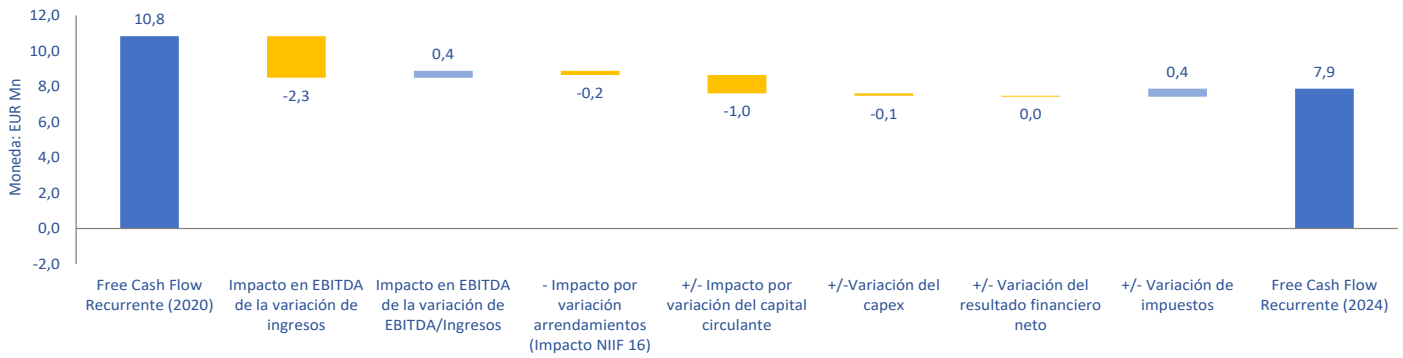
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**10,8**	**15,3**	**4,4**	**18,5**	**7,9**	**9,4**	**9,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	(1,9)	(0,5)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,6	(2,9)	3,3	(2,7)	(0,3)	(0,2)	(0,1)
= Variación EBITDA recurrente	**3,2**	**(4,8)**	**2,8**	**(3,1)**	**(0,6)**	**(0,4)**	**(0,2)**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,3	(0,8)	0,1	0,2	0,0	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,7	(3,2)	8,9	(8,4)	2,0	(0,0)	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**5,2**	**(8,8)**	**11,8**	**(11,4)**	**1,5**	**(0,4)**	**(0,2)**
+/-Variación del CAPEX	0,2	(0,9)	0,4	0,2	(0,2)	0,0	0,0
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	0,0	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos	(0,8)	(1,2)	2,0	0,5	0,2	0,1	0,1
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**4,5**	**(11,0)**	**14,2**	**(10,7)**	**1,6**	**(0,2)**	**(0,2)**
Free Cash Flow Recurrente	**15,3**	**4,4**	**18,5**	**7,9**	**9,4**	**9,2**	**9,0**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**17,5**	**12,9**	**16,3**	**13,1**	**12,9**	**12,6**	**12,3**	***-9,1%***	***-2,2%***
** Tasa fiscal teórica*	*26,7%*	*26,6%*	*27,0%*	*27,2%*	*27,2%*	*27,2%*	*27,2%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,7)	(3,4)	(4,4)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)		
EBITDA recurrente	**20,5**	**15,7**	**18,6**	**15,4**	**14,8**	**14,5**	**14,2**	***-9,1%***	***-2,7%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,7	(2,5)	6,4	(2,0)	0,0	0,0	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	**20,4**	**11,6**	**23,3**	**11,9**	**13,4**	**13,1**	**12,8**	***-16,3%***	***2,4%***
- CAPEX	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,7)	(3,4)	(4,4)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**15,6**	**7,2**	**18,4**	**8,0**	**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-19,9%***	***3,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*46,0%*	*-54,2%*	*156,0%*	*-56,2%*	*17,6%*	*-2,8%*	*-1,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	27,0%	13,6%	36,1%	16,2%	19,4%	19,1%	18,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,5)	(4,4)	-	1,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**12,1**	**2,8**	**18,4**	**9,0**	**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-9,3%***	***-0,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*11,3%*	*-77,1%*	*559,6%*	*-50,7%*	*4,5%*	*-2,8%*	*-1,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*17,2%*	*7,9%*	*20,2%*	*8,8%*	*10,4%*	*10,1%*	*9,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*13,3%*	*3,1%*	*20,2%*	*10,0%*	*10,4%*	*10,1%*	*9,9%*		

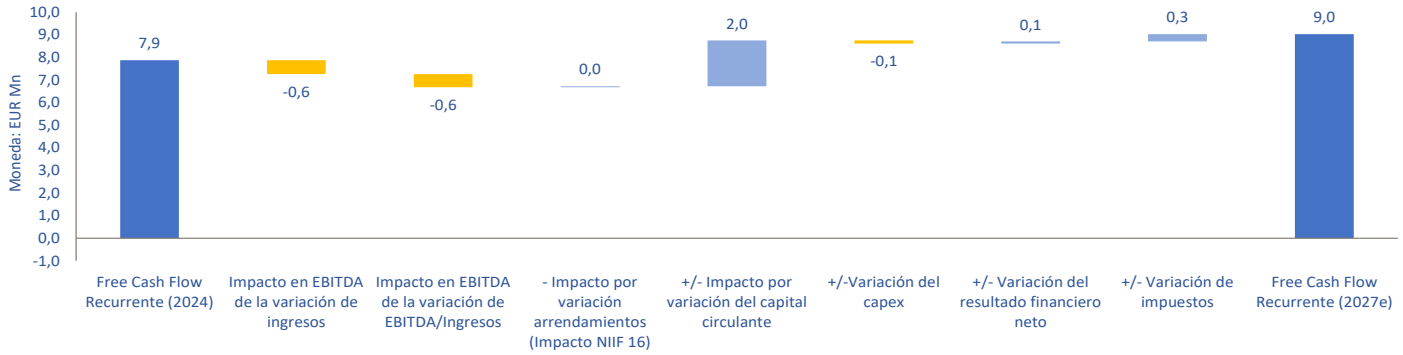
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

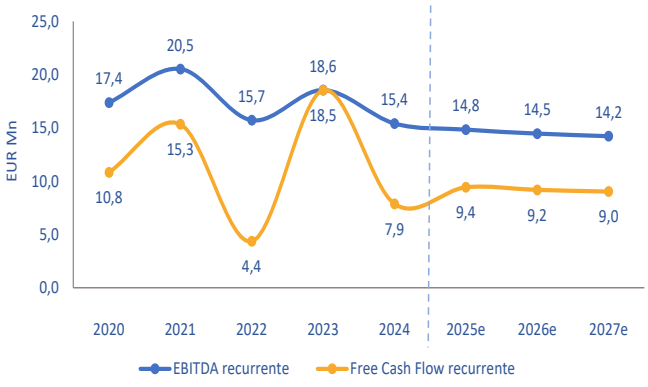
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



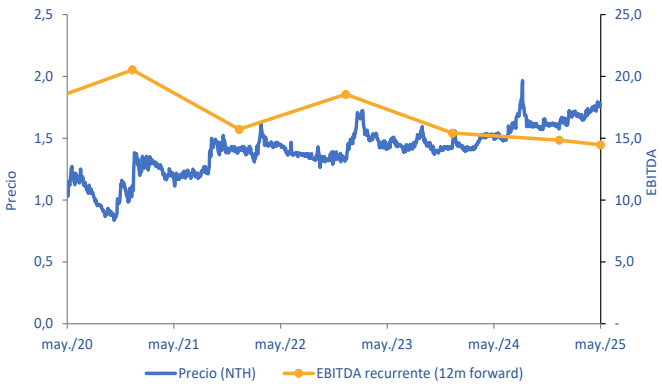
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,4	4,4	18,5	12,3	22,7	72,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,0	-4,1	-4,9	-7,7	-25,0	-18,2
vs Euro STOXX 50	-2,9	7,3	12,1	3,2	-14,6	-6,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-7,5	-4,7	3,9	-9,0	4,7	-4,1
vs Segmento Micro Cap España (1)	-2,7	-0,5	12,2	-0,7	17,5	12,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,4	1,9	21,4	7,8	36,5	31,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	-0,3	1,0	22,6	3,5	38,6	63,9

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**9,4**	**9,2**	**9,0**	**107,4**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**106,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-19,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**9,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,2%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**9,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,2%**	**10,4%**
G "Razonable"	**0,0%**		**0,5%**	**-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	106,5	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,2	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	(19,5)	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**90,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	111,4%	130,4%	66,0%	86,6%	87,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	77,9%	65,9%
FCF Yield - WACC	-0,4%	0,7%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	33,1%	15,9	5,7x
Central	30,1%	14,5	6,3x
Min	27,1%	13,0	7,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	0,9%	1,0%	1,1%
15,9	10,7	10,6	10,6
14,5	9,2	9,2	9,1
13,0	7,8	7,7	7,7

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	10,0%	10,0%	9,9%
Central	8,7%	8,6%	8,6%
Min	7,3%	7,3%	7,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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	USA	USA	USA		USA	Ireland		Spain
	Market cap	597,9	129,9	20,0		316,2	3.106,3		106,5
	Enterprise value (EV)	2.421,1	(2,3)	1.264,6		393,0	3.633,0		90,9
Información financiera básica	Total Ingresos	4.361,9	343,9	676,5		n.a.	3.431,2		48,8
	Cto.Total Ingresos	*-0,9%*	*-35,2%*	*-2,3%*	*-12,8%*	*n.a.*	*-3,3%*	*-3,3%*	*-1,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,5%*	*n.a.*	*3,8%*	*4,6%*	*n.a.*	*3,7%*	*3,7%*	*-1,3%*
	EBITDA	560,5	(1,2)	104,6		n.a.	426,5		14,8
	Cto. EBITDA	*11,2%*	*-106,9%*	*-2,5%*	*-32,7%*	*n.a.*	*-16,7%*	*-16,7%*	*-1,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*10,4%*	*n.a.*	*0,7%*	*5,6%*	*n.a.*	*7,0%*	*7,0%*	*-2,1%*
	EBITDA/Ingresos	*12,9%*	*n.a.*	*15,5%*	*14,2%*	*n.a.*	*12,4%*	*12,4%*	*30,4%*
	EBIT	430,4	(15,2)	80,0		n.a.	302,1		12,9
	Cto. EBIT	*8,4%*	*-697,6%*	*8,2%*	*-227,0%*	*n.a.*	*-17,8%*	*-17,8%*	*-1,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*14,8%*	*n.a.*	*8,5%*	*11,6%*	*n.a.*	*9,1%*	*9,1%*	*-2,4%*
	EBIT/Ingresos	*9,9%*	*n.a.*	*11,8%*	*10,8%*	*n.a.*	*8,8%*	*8,8%*	*26,5%*
	Beneficio Neto	174,9	(9,3)	(15,0)		n.a.	235,6		9,4
	Cto. Beneficio Neto	*-22,0%*	*-602,2%*	*95,1%*	*-176,4%*	*n.a.*	*54,7%*	*54,7%*	*-4,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*34,9%*	*n.a.*	*52,7%*	*43,8%*	*n.a.*	*10,7%*	*10,7%*	*-2,2%*
	CAPEX/Ventas	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,1%*	*2,1%*	*1,0%*
	Free Cash Flow	n.a.	(1,3)	n.a.		n.a.	245,7		9,4
	Deuda financiera Neta	n.a.	n.a.	1.275,6		n.a.	451,5		(20,4)
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	12,2	12,2	n.a.	1,1	1,1	(1,4)
	Pay-out	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*n.a.*	*41,2%*	*41,2%*	*90,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	3,3	n.a.	n.a.	3,3	n.a.	11,1	11,1	11,3
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7	1,7	3,3
	EV/Ingresos (x)	0,6	n.a.	1,9	1,2	n.a.	1,1	1,1	1,9
	EV/EBITDA (x)	4,3	1,9	12,1	6,1	n.a.	8,5	8,5	6,1
	EV/EBIT (x)	5,6	0,2	15,8	7,2	n.a.	12,0	12,0	7,0
	ROE	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*15,2*	*15,2*	*29,2*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*7,9*	*7,9*	*8,9*
	DPA	*0,00*	*n.a.*	*0,00*	*0,00*	*n.a.*	*0,37*	*0,37*	*0,14*
	Dvd Yield	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*n.a.*	*3,0%*	*3,0%*	*7,9%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 18-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**96,4**	**96,6**	**98,3**	**95,4**	**88,7**	**82,4**	**56,2**	**57,9**	**52,6**	**50,9**	**49,6**	**48,8**	**48,1**	**47,6**	***-9,2%***	***-1,4%***
Cto. Total ingresos	*56,7%*	*0,2%*	*1,8%*	*-2,9%*	*-7,1%*	*-7,1%*	*-31,7%*	*3,0%*	*-9,3%*	*-3,2%*	*-2,5%*	*-1,6%*	*-1,4%*	*-1,1%*		
EBITDA	**33,7**	**33,6**	**32,4**	**29,4**	**23,3**	**22,9**	**17,4**	**19,9**	**15,2**	**18,5**	**15,1**	**14,8**	**14,5**	**14,2**	***-6,9%***	***-2,0%***
Cto. EBITDA	*143,8%*	*-0,2%*	*-3,7%*	*-9,3%*	*-20,8%*	*-1,4%*	*-24,0%*	*14,4%*	*-24,0%*	*22,3%*	*-18,5%*	*-1,7%*	*-2,5%*	*-1,7%*		
EBITDA/Ingresos	*34,9%*	*34,8%*	*32,9%*	*30,8%*	*26,2%*	*27,8%*	*31,0%*	*34,4%*	*28,8%*	*36,4%*	*30,4%*	*30,4%*	*30,1%*	*29,9%*		
Beneficio neto	**22,6**	**22,9**	**22,5**	**19,9**	**15,4**	**13,3**	**9,4**	**13,4**	**9,6**	**11,3**	**9,9**	**9,4**	**9,1**	**9,0**	***-7,1%***	***-3,0%***
Cto. Beneficio neto	*164,0%*	*1,3%*	*-1,6%*	*-11,8%*	*-22,6%*	*-13,8%*	*-29,3%*	*42,5%*	*-27,9%*	*17,3%*	*-12,7%*	*-4,8%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	60,0	59,9	60,0	60,0	60,0	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	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	0,16	0,16	0,15	0,15	*-7,1%*	*-3,1%*
Cto. BPA	*n.a.*	*1,4%*	*-1,6%*	*-11,8%*	*-22,6%*	*-13,7%*	*-29,3%*	*42,5%*	*-27,9%*	*17,3%*	*-12,7%*	*-4,8%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
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	0,16	0,15	0,15	*-6,7%*	*-3,8%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*1,9%*	*-1,3%*	*-9,7%*	*-25,2%*	*-15,0%*	*-27,7%*	*46,5%*	*-27,2%*	*12,6%*	*-10,8%*	*-7,0%*	*-2,6%*	*-1,7%*		
CAPEX	(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
CAPEX/Vtas %[1]	*3,2%*	*0,9%*	*1,2%*	*1,4%*	*0,8%*	*1,1%*	*0,4%*	*0,1%*	*1,8%*	*1,1%*	*0,7%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*		
Free Cash Flow	**37,0**	**30,9**	**14,4**	**14,7**	**20,8**	**18,9**	**11,0**	**11,1**	**1,0**	**18,5**	**8,9**	**9,4**	**9,2**	**9,0**	***-13,2%***	***0,5%***
DN/EBITDA (x) [2]	*0,0x*	*-0,4x*	*-0,4x*	*-0,2x*	*-0,2x*	*-0,3x*	*-1,0x*	*-1,3x*	*-0,7x*	*-1,2x*	*-1,3x*	*-1,4x*	*-1,5x*	*-1,6x*		
PER (x)	*n.a.*	*5,4x*	*7,1x*	*7,3x*	*4,0x*	*6,5x*	*7,1x*	*6,4x*	*8,2x*	*7,5x*	*9,6x*	*11,3x*	11,6x	11,8x		
EV/Vtas (x)	*0,00x*	*2,25x*	*2,78x*	*2,49x*	*1,01x*	*1,37x*	*1,34x*	*1,56x*	*1,60x*	*1,50x*	*1,61x*	*1,86x*	1,89x	1,91x		
EV/EBITDA (x) [2]	*0,0x*	*6,5x*	*8,4x*	*8,1x*	*3,9x*	*4,9x*	*4,3x*	*4,5x*	*5,6x*	*4,1x*	*5,3x*	*6,1x*	6,3x	6,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*29,2%*	*-9,3%*	*-57,6%*	*39,2%*	*-22,3%*	*27,7%*	*-7,3%*	*7,7%*	*11,3%*	*12,3%*				
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%*	*-3,0%*	*-7,7%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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 (2024) las ventas en España suponen el 11% del total, con una contribución del resto de Europa de c.50%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	141,6	160,7
EV (Mn EUR y USD)	124,7	141,4
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	11,75 / 8,01 / 6,36	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación(1)	11,3	
Factset / Bloomberg	NEA-ES / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Nicolás-Correa	29,0
Onchena	5,4
Jose Maria Galíndez	5,4
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	5,6
Free Float	48,3

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	122,3	114,7	122,2	134,4
EBITDA Rec.	18,5	16,7	17,5	20,3
% Var.	*31,3*	*-9,7*	*4,7*	*15,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*15,1*	*14,6*	*14,3*	*15,1*
% Var EBITDA sector (2)	*2,0*	*15,2*	*18,4*	*12,5*
Beneficio neto	13,7	11,7	11,2	13,4
BPA (EUR)	1,13	0,95	0,91	1,09
% Var.	*29,8*	*-15,6*	*-4,8*	*20,5*
BPA ord. (EUR)	1,14	0,95	0,91	1,09
% Var.	*31,8*	*-16,5*	*-4,8*	*20,5*
Free Cash Flow Rec.	9,4	1,9	4,6	11,2
Pay-out (%)	*24,6*	*31,2*	*31,5*	*24,9*
DPA (EUR)	0,28	0,30	0,29	0,27
Deuda financiera neta	-19,8	-12,8	-12,1	-19,9
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,1	-0,8	-0,7	-1,0
ROE (%)	*17,3*	*13,2*	*11,6*	*12,8*
ROCE (%)	*20,1*	*15,6*	*13,1*	*14,7*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	10,2	12,1	12,7	10,5
PER Ordinario	10,1	12,1	12,7	10,5
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,3
Dividend Yield (%)	*2,4*	*2,6*	*2,5*	*2,4*
EV/Ventas	1,02	1,09	1,02	0,93
EV/EBITDA Rec.	6,7	7,5	7,1	6,2
EV/EBIT	7,7	8,5	8,9	7,5
FCF Yield (%)	*6,6*	*1,4*	*3,2*	*7,9*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*9,5*	*27,8*	*69,6*	*250,7*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Factset Europe Industrial Machinery.
(3) Otros: Masaveu Finanzas 5,0%, Autocartera 1,3%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

NEA cerró 2024 con cifras récord: ingresos de EUR 122,3 Mn (+10,6% vs 2023) y EBITDA rec. de EUR 18,5 Mn (+31,3% vs 2023). La compañía ha demostrado una excelente capacidad de ejecución, apalancando eficientemente su estructura de costes al fuerte crecimiento en ventas.

Sin embargo, estos resultados marcan también un punto de inflexión. NEA alcanza el 100% de ocupación de su capacidad productiva, limitando su crecimiento en el futuro. La compañía ha iniciado un exigente plan de inversión para ampliar su capacidad de fabricación, con un CAPEX estimado de EUR c.26 Mn entre 2025e-2026e (ver). Parte de los recursos productivos se dedicarán a fabricar internamente maquinaria para su nueva nave de mecanizado. Esto, junto con una normalización de la cartera de pedidos en 2024 (EUR 78 Mn, -27% vs 2023), augura una cifra de ingresos 2025e de 114,7 Mn (-6,2% vs 2024) y EBITDA rec. de 16,7 Mn (-9,7% vs 2024, margen EBITDA rec. 14,6%, no incluye gastos asociados a activaciones).

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

Posición de referencia en un nicho industrial (maquinaria de arranque y grandes fresadoras). Lo que le permite disfrutar de un "ciclo propio", relativamente ajeno a la situación macro. El modelo de negocio (desarrollo especializado y altas barreras de entrada) invita a pensar en la capacidad de NEA de crecer por encima de su sector.

Diversificación geográfica y exposición a sectores con dinámicas positivas. NEA exporta el 89% s/ingresos (Europa c.50% y China c.20%; USA <10%). Destaca su exposición a distintos sectores (reduciendo el riesgo comercial), especialmente, aeroespacial, defensa y energía.

Balance hipersaneado (Caja Neta). Sexto año consecutivo en posición de caja neta con EUR -19,8 Mn (c.15% s/Mkt Cap), lo que avala su capacidad para afrontar el plan de inversión sin comprometer su estructura financiera.

Mayor capacidad, más FCF y creación de valor a partir de 2027e. A partir de 2027e, con las inversiones completadas, estimamos un FCF de EUR c. 11,2 Mn (vs EUR 9,4 Mn en 2024) y con una capacidad instalada significativamente superior, abriendo una nueva fase de creación de valor. Estimamos un ROCE 2027e del 14,7% (vs WACC 10,4%), lo que valida económicamente el esfuerzo inversor.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Incremento del CAPEX. La ampliación de capacidad productiva implica un riesgo operativo y financiero. La fabricación de maquinaria propia afectará tanto a ingresos como a márgenes en 2025e-2026e, traduciéndose en una menor generación de caja.

Incertidumbre global. NEA opera en el sector de bienes de equipo, expuesto a ciclos de inversión. Una reducción de la confianza de los consumidores podría afectar a la cartera de pedidos, ya en niveles más normalizados a cierre de 2024 (EUR 78 Mn; -27% vs 2023), e influiría (negativamente) sobre nuestras estimaciones.

Variación en la política de dividendos. Nuestras estimaciones contemplan un pay-out del c.30% (Div. Yield 2025e: c.2,5%), pero el esfuerzo inversor podría ocasionar una suspensión coyuntural del dividendo para preservar la solidez del balance.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Seguimos viendo reserva de valor pese al comportamiento de la acción -12m: (+69,6%). Las razones: capacidad de generación de caja superior a partir de 2027e, un ROCE estructuralmente superior a su WACC y múltiplos (objetivamente) bajos (EV/EBITDA 2027e 6,2x; PER 2027e 10,5x). La historia es clara: hoy sacrifica parte de su momentum, pero a cambio compra capacidad de crecimiento futuro y generación de valor sostenible.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,1	1,5	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Inmovilizado material	14,8	15,3	18,9	21,2	22,6	38,6	44,8	42,4
Otros activos no corrientes	11,6	11,0	11,4	11,4	9,9	9,9	9,9	9,9
Inmovilizado financiero	2,1	2,5	3,0	3,3	3,9	4,8	5,6	6,5
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Activo circulante	40,6	51,1	56,3	70,8	63,9	60,0	63,9	71,9
Total activo	**79,7**	**90,5**	**100,6**	**118,0**	**111,6**	**124,4**	**135,4**	**141,8**
Patrimonio neto	56,3	59,6	66,2	73,7	84,5	92,5	100,2	110,3
Minoritarios	0,7	0,4	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,8
Provisiones y otros pasivos a LP	3,5	3,7	4,6	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5
Otros pasivos no corrientes	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Deuda financiera neta	(1,8)	(13,1)	(11,4)	(12,5)	(19,8)	(12,8)	(12,1)	(19,9)
Pasivo circulante	20,1	39,2	39,5	49,9	39,4	36,9	39,3	43,3
Total pasivo	**79,7**	**90,5**	**100,6**	**118,0**	**111,6**	**124,4**	**135,4**	**141,8**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**67,5**	**78,2**	**99,1**	**110,5**	**122,3**	**114,7**	**122,2**	**134,4**	***16,0%***	***3,2%***
Cto.Total Ingresos	*-9,1%*	*15,8%*	*26,7%*	*11,6%*	*10,6%*	*-6,2%*	*6,5%*	*10,0%*		
Coste de ventas	(29,2)	(34,2)	(45,9)	(49,2)	(54,0)	(50,6)	(53,9)	(59,3)		
Margen Bruto	**38,3**	**44,0**	**53,2**	**61,3**	**68,3**	**64,1**	**68,3**	**75,1**	***15,6%***	***3,2%***
Margen Bruto / Ingresos	*56,7%*	*56,3%*	*53,7%*	*55,5%*	*55,9%*	*55,9%*	*55,9%*	*55,9%*		
Gastos de personal	(17,8)	(18,8)	(21,9)	(25,8)	(28,1)	(27,1)	(29,1)	(31,0)		
Otros costes de explotación	(12,3)	(16,0)	(20,2)	(21,4)	(21,7)	(20,3)	(21,7)	(23,8)		
EBITDA recurrente	**8,1**	**9,2**	**11,1**	**14,1**	**18,5**	**16,7**	**17,5**	**20,3**	***22,8%***	***3,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-13,0%*	*12,7%*	*21,3%*	*26,6%*	*31,3%*	*-9,7%*	*4,7%*	*15,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*12,0%*	*11,7%*	*11,2%*	*12,7%*	*15,1%*	*14,6%*	*14,3%*	*15,1%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,2)	(5,3)	(1,8)	-		
EBITDA	**8,1**	**9,0**	**10,9**	**14,1**	**18,3**	**11,4**	**15,7**	**20,3**	***22,5%***	***3,5%***
Depreciación y provisiones	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(3,2)	(3,4)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	5,3	1,8	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	**6,5**	**7,3**	**9,0**	**12,1**	**16,3**	**14,6**	**14,0**	**16,7**	***25,8%***	***0,8%***
Cto.EBIT	*-20,5%*	*12,0%*	*23,7%*	*34,9%*	*34,0%*	*-10,2%*	*-3,9%*	*18,7%*		
EBIT / Ingresos	*9,6%*	*9,3%*	*9,1%*	*11,0%*	*13,3%*	*12,7%*	*11,5%*	*12,4%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	1,2	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,6)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,5)	(0,7)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8		
Beneficio ordinario	**6,5**	**7,0**	**10,3**	**12,8**	**17,1**	**14,9**	**14,2**	**17,1**	***27,5%***	***0,0%***
Cto.Beneficio ordinario	*-18,9%*	*8,9%*	*46,5%*	*24,0%*	*33,7%*	*-12,8%*	*-4,8%*	*20,5%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**6,5**	**7,0**	**10,3**	**12,8**	**17,1**	**14,9**	**14,2**	**17,1**	***27,5%***	***0,0%***
Impuestos	(0,6)	(1,4)	(1,1)	(2,0)	(3,2)	(3,0)	(2,8)	(3,4)		
Tasa fiscal efectiva	*9,0%*	*19,4%*	*11,1%*	*15,7%*	*18,8%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**5,8**	**5,6**	**9,0**	**10,5**	**13,7**	**11,7**	**11,2**	**13,4**	***24,2%***	***-0,6%***
Cto.Beneficio neto	*-28,4%*	*-3,3%*	*62,2%*	*16,6%*	*30,0%*	*-14,5%*	*-4,8%*	*20,5%*		
Beneficio ordinario neto	**5,8**	**5,7**	**9,2**	**10,5**	**13,9**	**11,7**	**11,2**	**13,4**	***24,5%***	***-1,0%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-26,3%*	*-1,7%*	*62,4%*	*14,1%*	*31,9%*	*-15,4%*	*-4,8%*	*20,5%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**16,7**	**17,5**	**20,3**	***22,8%***	***3,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						1,5	(1,5)	(4,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**18,0**	**15,8**	**16,0**	***51,5%***	***2,9%***
CAPEX						(12,6)	(7,7)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,7)	(0,4)		
Impuestos						(3,0)	(2,8)	(3,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**1,9**	**4,6**	**11,2**	***84,5%***	***6,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(5,3)	(1,8)	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(3,3)**	**2,8**	**11,2**	***98,0%***	***1,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(3,7)	(3,5)	(3,3)		
Variación de Deuda financiera neta						**7,0**	**0,7**	**(7,8)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**9,2**	**11,1**	**14,1**	**18,5**	**16,7**	**17,5**	**20,3**	***26,4%***	***3,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*12,7%*	*21,3%*	*26,6%*	*31,3%*	*-9,7%*	*4,7%*	*15,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*11,7%*	*11,2%*	*12,7%*	*15,1%*	*14,6%*	*14,3%*	*15,1%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	8,6	(4,8)	(4,2)	(3,6)	1,5	(1,5)	(4,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**17,6**	**6,1**	**9,7**	**14,7**	**18,0**	**15,8**	**16,0**	***-5,9%***	***2,9%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*530,4%*	*-65,2%*	*59,0%*	*51,0%*	*22,8%*	*-12,3%*	*1,3%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*22,5%*	*6,2%*	*8,8%*	*12,0%*	*15,7%*	*12,9%*	*11,9%*		
- CAPEX	(2,4)	(3,0)	(4,3)	(3,2)	(12,6)	(7,7)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,3)	0,1	0,6	(0,5)	(0,7)	(0,4)		
- Impuestos	(0,0)	(1,1)	(2,1)	(2,7)	(3,0)	(2,8)	(3,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**14,9**	**1,7**	**3,4**	**9,4**	**1,9**	**4,6**	**11,2**	***-14,3%***	***6,0%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*-88,6%*	*102,1%*	*174,3%*	*-79,6%*	*138,6%*	*144,5%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*19,0%*	*1,7%*	*3,1%*	*7,7%*	*1,7%*	*3,7%*	*8,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,2)	(5,3)	(1,8)	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(1,7)	(0,8)	0,7	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(1,4)	1,1	1,4	0,7	-	-	-		
= Free Cash Flow	**13,4**	**0,9**	**4,0**	**10,6**	**(3,3)**	**2,8**	**11,2**	***-7,5%***	***1,7%***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*-93,6%*	*370,5%*	*164,6%*	*-131,5%*	*184,2%*	*297,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*10,5%*	*1,2%*	*2,4%*	*6,6%*	*1,4%*	*3,2%*	*7,9%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*9,4%*	*0,6%*	*2,8%*	*7,5%*	*n.a.*	*2,0%*	*7,9%*		

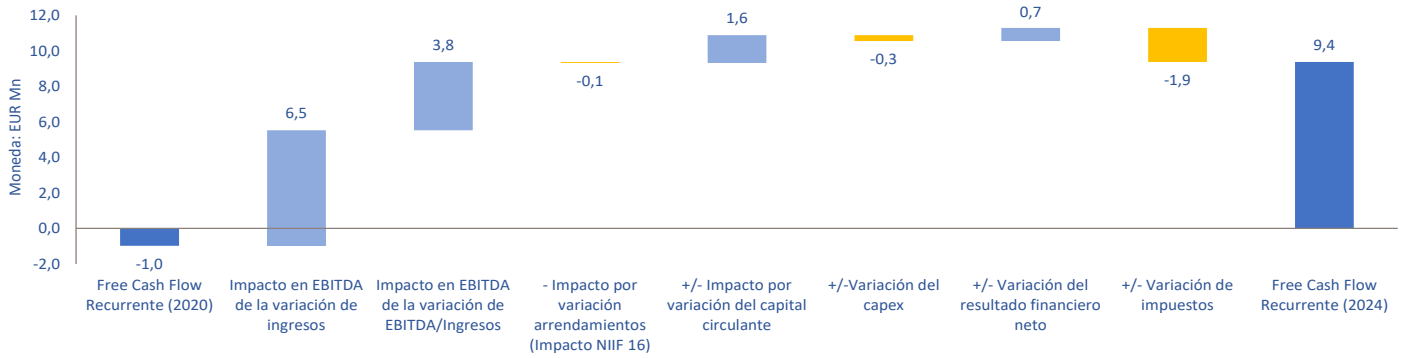
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(1,0)**	**14,9**	**1,7**	**3,4**	**9,4**	**1,9**	**4,6**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,3	2,4	1,3	1,5	(1,1)	1,1	1,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	(0,5)	1,7	2,9	(0,6)	(0,3)	1,0
= Variación EBITDA recurrente	**1,0**	**2,0**	**3,0**	**4,4**	**(1,8)**	**0,8**	**2,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	13,8	(13,4)	0,6	0,6	5,1	(3,0)	(2,6)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**14,8**	**(11,5)**	**3,6**	**4,9**	**3,3**	**(2,2)**	**0,2**
+/-Variación del CAPEX	0,5	(0,6)	(1,3)	1,1	(9,4)	4,9	6,7
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	0,4	0,5	(1,1)	(0,1)	0,3
+/- Variación de impuestos	0,7	(1,1)	(0,9)	(0,6)	(0,3)	0,1	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**15,9**	**(13,2)**	**1,7**	**6,0**	**(7,5)**	**2,7**	**6,6**
Free Cash Flow Recurrente	**14,9**	**1,7**	**3,4**	**9,4**	**1,9**	**4,6**	**11,2**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**7,3**	**9,0**	**12,1**	**16,3**	**14,6**	**14,0**	**16,7**	***30,8%***	***0,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*19,4%*	*11,1%*	*15,7%*	*18,8%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,4)	(1,0)	(1,9)	(3,1)	(2,9)	(2,8)	(3,3)		
EBITDA recurrente	**9,2**	**11,1**	**14,1**	**18,5**	**16,7**	**17,5**	**20,3**	***26,4%***	***3,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	8,6	(4,8)	(4,2)	(3,6)	1,5	(1,5)	(4,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**17,6**	**6,1**	**9,7**	**14,7**	**18,0**	**15,8**	**16,0**	***-5,9%***	***2,9%***
- CAPEX	(2,4)	(3,0)	(4,3)	(3,2)	(12,6)	(7,7)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,4)	(1,0)	(1,9)	(3,1)	(2,9)	(2,8)	(3,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**13,8**	**2,1**	**3,5**	**8,4**	**2,5**	**5,3**	**11,7**	***-15,2%***	***11,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*-84,8%*	*66,1%*	*142,3%*	*-70,1%*	*110,5%*	*120,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	17,6%	2,1%	3,1%	6,9%	2,2%	4,3%	8,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(1,7)	(0,8)	0,7	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(1,4)	1,1	1,4	0,7	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**12,4**	**1,4**	**4,0**	**9,8**	**2,5**	**5,3**	**11,7**	***-7,5%***	***5,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*-88,4%*	*179,4%*	*145,1%*	*-74,5%*	*110,5%*	*120,8%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*11,0%*	*1,7%*	*2,8%*	*6,7%*	*2,0%*	*4,2%*	*9,3%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*9,9%*	*1,2%*	*3,2%*	*7,9%*	*2,0%*	*4,2%*	*9,3%*		

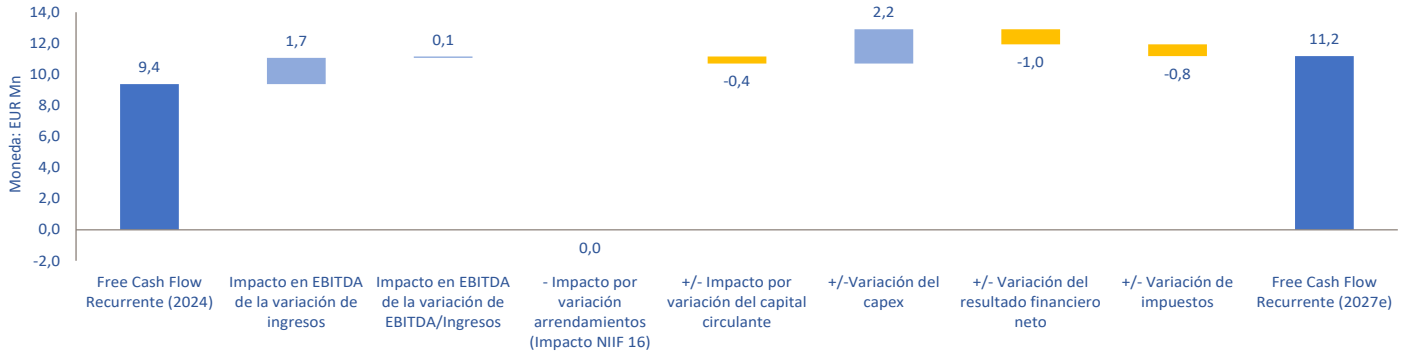
Nota. En 2024 (i) NEA comenzó las obras para la ampliación de la zona de montaje de su fábrica (+5.000 m2 adicionales; lo que supondría duplicar la capacidad actual); (ii) su filial, Correa Electrónica, adquirió la nave contigua a sus instalaciones y está realizando las obras de rehabilitación y adecuación; (iii) su filial, Nicolas Correa Service, ha procedido a anexar las dos parcelas contiguas y se están adecuando sus naves. Adicionalmente, en 2024 se pagaron nuevos anticipos de la maquinaria que se instalará en la nueva planta de su filial, Correa Mecanizado, en Burgos. También se está avanzando en la construcción de la nueva planta de Correa Mecanizado, que se situará en la parcela adquirida en 2022 de 21.000 m2 (16.000 m2 edificables).

Analítica del Free Cash Flow (II)

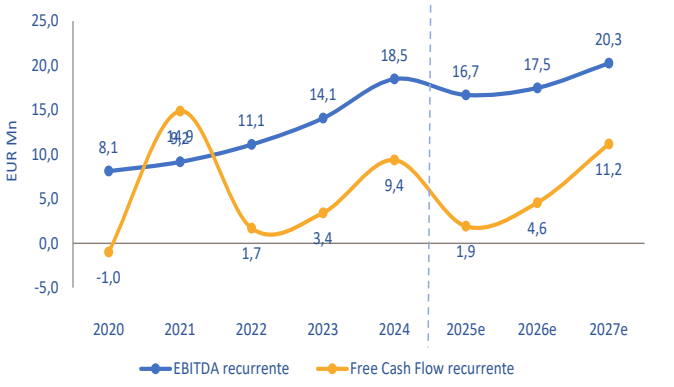
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



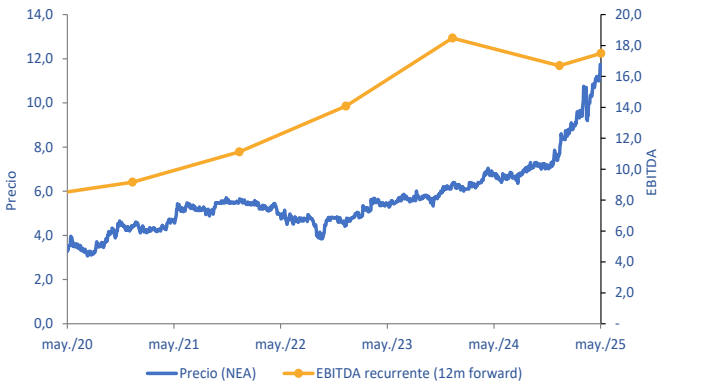
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	9,5	27,8	69,6	49,4	133,1	250,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	2,6	17,3	36,0	22,8	42,6	66,5
vs Euro STOXX 50	4,8	31,3	60,4	37,3	62,3	91,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,1	16,6	48,6	21,0	99,0	95,3
vs Segmento Micro Cap España (1)	5,1	21,7	60,6	32,0	123,1	129,0
vs MSCI Europe Micro Cap	3,2	24,7	73,8	43,3	159,3	168,5
vs Sector						
vs Factset Europe Industrial Machinery	1,4	25,7	62,9	31,6	57,9	59,3

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**2,5**	**5,3**	**11,7**	**141,4**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**141,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-19,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**10,4%**	**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	**10,4%**	**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	141,6	
+ Minoritarios	1,2	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	5,5	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	(19,8)	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	3,9	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**124,7**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	11,0%	11,2%	15,2%	16,9%	20,1%

	2024	2027e
ROCE - WACC	9,7%	4,3%
FCF Yield - WACC	-3,7%	-1,1%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	15,7%	19,2	6,5x
Central	14,3%	17,5	7,1x
Min	12,9%	15,8	7,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	5,7%	6,3%	6,9%
19,2	7,0	6,3	5,5
17,5	5,3	4,6	3,8
15,8	3,6	2,9	2,1

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	5,0%	4,4%	3,9%
Central	3,7%	3,2%	2,7%
Min	2,5%	2,0%	1,5%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		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	5.532,4	1.479,8	208,3	32,8		141,6
	Enterprise value (EV)	7.622,9	1.389,8	208,6	47,8		124,7
Información financiera básica	Total Ingresos	4.289,2	1.500,1	546,2	62,5		114,7
	Cto.Total Ingresos	*2,7%*	*3,7%*	*3,0%*	*3,2%*	*3,1%*	*-6,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*-2,8%*	*4,8%*	*2,2%*	*8,0%*	*3,1%*	*8,2%*
	EBITDA	592,4	193,6	44,6	6,4		11,4
	Cto. EBITDA	*12,0%*	*16,8%*	*80,9%*	*82,2%*	*48,0%*	*-37,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*3,4%*	*12,5%*	*5,7%*	*29,9%*	*12,9%*	*33,1%*
	EBITDA/Ingresos	*13,8%*	*12,9%*	*8,2%*	*10,3%*	*11,3%*	*10,0%*
	EBIT	440,6	138,4	31,9	5,1		14,6
	Cto. EBIT	*21,1%*	*21,0%*	*174,2%*	*113,5%*	*82,5%*	*-10,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,8%*	*15,1%*	*7,0%*	*25,3%*	*13,3%*	*6,8%*
	EBIT/Ingresos	*10,3%*	*9,2%*	*5,8%*	*8,2%*	*8,4%*	*12,7%*
	Beneficio Neto	328,3	120,9	24,1	1,3		11,7
	Cto. Beneficio Neto	*70,9%*	*35,7%*	*89,2%*	*-47,9%*	*37,0%*	*-14,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*1,3%*	*13,1%*	*9,2%*	*87,5%*	*27,8%*	*7,1%*
	CAPEX/Ventas	*2,2%*	*9,4%*	*2,3%*	*n.a.*	*4,6%*	*11,0%*
	Free Cash Flow	634,3	44,9	24,5	(4,6)		(3,3)
	Deuda financiera Neta	1.270,6	(75,9)	(27,3)	n.a.		(12,8)
	DN/EBITDA (x)	2,1	(0,4)	(0,6)	n.a.		(0,8)
	Pay-out	*37,9%*	*38,3%*	*48,7%*	*44,1%*	*42,3%*	*31,2%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,5	11,7	8,7	11,8	12,9	12,1
	P/BV (x)	n.a.	1,0	0,6	n.a.	0,8	1,5
	EV/Ingresos (x)	1,8	0,9	0,4	0,8	1,0	1,1
	EV/EBITDA (x)	12,9	7,2	4,7	7,5	8,0	7,5
	EV/EBIT (x)	17,3	10,0	6,5	9,3	10,8	8,5
	ROE	*n.a.*	*8,2*	*6,7*	*n.a.*	*7,5*	*13,2*
	FCF Yield (%)	*11,5*	*3,0*	*11,8*	*n.a.*	*8,8*	*1,4*
	DPA	*1,52*	*1,97*	*2,15*	*0,14*	*1,44*	*0,30*
	Dvd Yield	*2,3%*	*3,2%*	*5,6%*	*1,7%*	*3,2%*	*2,6%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**56,5**	**56,2**	**60,5**	**59,2**	**72,1**	**74,3**	**67,5**	**78,2**	**99,1**	**110,5**	**122,3**	**114,7**	**122,2**	**134,4**	***8,0%***	***3,2%***
Cto. Total ingresos	*1,4%*	*-0,5%*	*7,7%*	*-2,1%*	*21,7%*	*3,0%*	*-9,1%*	*15,8%*	*26,7%*	*11,6%*	*10,6%*	*-6,2%*	*6,5%*	*10,0%*		
EBITDA	**3,8**	**3,7**	**5,6**	**4,3**	**8,4**	**9,3**	**8,1**	**9,0**	**10,9**	**14,1**	**18,3**	**11,4**	**15,7**	**20,3**	***17,0%***	***3,5%***
Cto. EBITDA	*181,4%*	*-2,6%*	*49,3%*	*-22,1%*	*94,5%*	*11,0%*	*-13,0%*	*11,3%*	*20,8%*	*29,2%*	*29,5%*	*-37,4%*	*37,5%*	*28,8%*		
EBITDA/Ingresos	*6,8%*	*6,6%*	*9,2%*	*7,3%*	*11,7%*	*12,6%*	*12,0%*	*11,6%*	*11,0%*	*12,8%*	*15,0%*	*10,0%*	*12,9%*	*15,1%*		
Beneficio neto	**1,4**	**1,4**	**4,1**	**2,2**	**7,8**	**8,1**	**5,8**	**5,6**	**9,0**	**10,5**	**13,7**	**11,7**	**11,2**	**13,4**	***26,0%***	***-0,6%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*0,2%*	*203,0%*	*-45,6%*	*250,0%*	*2,8%*	*-28,4%*	*-3,3%*	*62,2%*	*16,6%*	*30,0%*	*-14,5%*	*-4,8%*	*20,5%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	12,2	-	12,2	12,2	12,3	12,3	12,2	12,1	12,1	12,1	12,2	12,3	12,3	12,3		
BPA (EUR)	0,11	n.a.	0,34	0,18	0,64	0,66	0,47	0,46	0,75	0,87	1,13	0,95	0,91	1,09	*26,1%*	*-1,1%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-45,6%*	*n.a.*	*2,8%*	*-27,8%*	*-2,8%*	*62,3%*	*16,1%*	*29,8%*	*-15,6%*	*-4,8%*	*20,5%*		
BPA ord. (EUR)	0,11	n.a.	0,18	0,35	0,60	0,66	0,47	0,47	0,76	0,86	1,14	0,95	0,91	1,09	*26,3%*	*-1,4%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*99,7%*	*70,4%*	*8,8%*	*-27,8%*	*-1,1%*	*62,6%*	*13,6%*	*31,8%*	*-16,5%*	*-4,8%*	*20,5%*		
CAPEX	(0,9)	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,9)	(2,4)	(3,0)	(4,3)	(3,2)	(12,6)	(7,7)	(1,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*1,6%*	*2,6%*	*1,5%*	*1,7%*	*2,6%*	*2,4%*	*4,2%*	*3,1%*	*3,0%*	*3,9%*	*2,6%*	*11,0%*	*6,3%*	*0,7%*		
Free Cash Flow	**4,4**	**2,3**	**3,0**	**5,3**	**5,9**	**8,3**	**(0,8)**	**13,4**	**0,9**	**4,0**	**10,6**	**(3,3)**	**2,8**	**11,2**	***9,2%***	***1,7%***
DN/EBITDA (x) [2]	*4,3x*	*3,9x*	*2,2x*	*1,9x*	*0,2x*	*-0,5x*	*-0,2x*	*-1,4x*	*-1,0x*	*-0,9x*	*-1,1x*	*-1,1x*	-0,8x	-1,0x		
PER (x)	*8,3x*	*n.a.*	*4,4x*	*14,7x*	*4,3x*	*6,2x*	*9,2x*	*11,9x*	*6,0x*	*7,3x*	*6,8x*	*12,1x*	12,7x	10,5x		
EV/Vtas (x)	*0,62x*	*0,63x*	*0,55x*	*0,81x*	*0,55x*	*0,74x*	*0,90x*	*0,80x*	*0,50x*	*0,64x*	*0,64x*	*1,09x*	1,02x	0,93x		
EV/EBITDA (x) [2]	*9,2x*	*9,5x*	*6,0x*	*11,0x*	*4,7x*	*5,9x*	*7,5x*	*6,9x*	*4,5x*	*5,0x*	*4,3x*	*10,9x*	7,9x	6,2x		
Comport. Absoluto	*-15,8%*	*17,0%*	*36,9%*	*83,1%*	*1,7%*	*48,5%*	*7,6%*	*25,7%*	*-18,6%*	*41,4%*	*22,2%*	*49,4%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*-18,8%*	*26,0%*	*39,7%*	*70,5%*	*19,6%*	*32,8%*	*27,2%*	*16,5%*	*-13,8%*	*15,2%*	*6,5%*	*22,8%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Pangaea Oncology

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Biotechnology

Precio de Cierre: EUR 1,73 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 sus fundadores (c.12% del capital) y un equipo médico de primer nivel.. La Familia Villagrá (Vidaro) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	59,5	67,5
EV (Mn EUR y USD)	59,3	67,2
Número de Acciones (Mn)	34,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,86 / 1,75 / 1,66	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	2,0	
Factset / Bloomberg	PANG-ES / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	14,7
Inv. Industriales Serpis	7,4
Vidaro Inv. (Fam. Villagrá Blanco)	7,3
Mirling Europe	7,0
Free Float	11,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	34,1	34,4	34,4	34,4
Total Ingresos	14,6	16,4	18,4	20,4
EBITDA Rec.	-2,1	-2,5	-0,7	0,3
% Var.	*29,0*	*-18,9*	*71,5*	*147,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,7*
% Var EBITDA sector (2)	*5,8*	*24,5*	*27,6*	*25,2*
Beneficio neto	-1,2	-2,4	-0,9	0,1
BPA (EUR)	-0,03	-0,07	-0,03	0,00
% Var.	*77,9*	*-107,0*	*64,2*	*107,0*
BPA ord. (EUR)	-0,05	-0,08	-0,03	0,00
% Var.	*52,2*	*-69,8*	*63,9*	*106,6*
Free Cash Flow Rec.	-4,9	-0,7	0,2	0,8
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,2	1,9	1,7	0,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	2,5
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,4*

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	2,7	3,0	3,2	3,2
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	4,05	3,62	3,22	2,90
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.*	*0,4*	*1,3*

Comportamiento histórico (base 100)

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

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Factset Europe Biotechnology.
(3) Otros: Fundadores 11,7%, Eléctrica del Oeste 6,8%, Areyhold 6,6%, Inversiones Orensanas de Patrimonio 6,6%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

El salto en tamaño ya es una realidad, y los resultados 2024 son la prueba. PANG registra unos ingresos 2024 de EUR 14,3Mn (+93% vs 2023). La cifra de ingresos refleja el primer año de integración total del M&A llevado a cabo en 2023 (IOB, IBCC y Pectus), sumado al crecimiento orgánico. La nueva dimensión le ha permitido reducir sus pérdidas operativas (EBITDA rec.) hasta EUR -2,1Mn (vs EUR -3Mn 2023).

En 2025, PANG se focalizará en la consolidación de las sinergias del reciente M&A, para dar un paso adicional hacia el break-even a nivel operativo (EBITDA rec.). Este es uno de los objetivos del modelo de negocio y clave del equity story. Estimamos unos ingresos 2025e de c.EUR 16Mn y un EBITDA rec. 25e EUR -2,5Mn).

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

Modelo circular entre sus líneas de negocio. La combinación del equipo de su laboratorio de biología molecular con el equipo médico asistencial permite ofrecer mejoras terapéuticas para sus pacientes. Este modelo circular, que se verá potenciado por el volumen de pacientes de IOB, fomenta una constante generación de ideas innovadoras en el campo de la oncología, lo que se traduce en un flujo constante de proyectos de I+D (activaciones por I+D -5y: EUR 11Mn) en oncología para la industria farmacéutica.

Prestigio del equipo médico. Uno de los activos más valiosos de PANG es su equipo médico-científico, compuesto por profesionales de talla internacional. Dirigidos por el Dr. Rosell, la presencia de médicos de reconocido prestigio consolida la posición de liderazgo de PANG en el ámbito de los tratamientos oncológicos. Lo que garantiza una alta visibilidad y reconocimiento de PANG en el sector.

Comenzar a materializar el crecimiento orgánico a partir de 2025e… Una vez completadas las integraciones el crecimiento orgánico de la línea de servicios a empresas por el aumento de los KPIs (visitas, pacientes nuevos) debería empujar los ingresos hasta EUR 20,4Mn en 2027e (+11,8% TACC 2024-2027e).

… y las sinergias llevarán a PANG a superar break-even en EBITDA Rec. en 2027e. El reto de la rentabilidad es el principal pilar del equity story. Esperamos que para 2027 el EBITDA alcance c. EUR 0,3Mn (vs EUR -2,1Mn en 2024). Esperamos un reducido consumo de FCF en 2025e, y generación positiva de caja en 2026e y 2027e. Sin tener en cuenta posibles operaciones de crecimiento inorgánico que aceleren la obtención de EBITDA recurrente positivo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Márgenes inestables. Los contratos con grandes farmacéuticas son cruciales en la evolución del margen (con mayor impacto en EBITDA rec.). La no obtención de los contratos esperados por el crecimiento de los principales KPIs implicaría la imposibilidad de obtener los niveles de rentabilidad esperados en el m/p y l/p.

Riesgo de pérdida de personal clave. Los médicos de referencia tienen una larga trayectoria por lo que perder alguno de ellos puede afectar significativamente a la capacidad de atraer a un mayor número de pacientes y al prestigio de PANG. La capacidad de atraer y mantener personal clave es uno de los principales riesgos del modelo de negocio de PANG.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El equity story de PANG se resume en apalancar la estructura adquirida (M&A) y creada (OPEX 2024) para alcanzar el breakeven en EBITDA en el medio/largo plazo. Los resultados del 2024 sugieren el comienzo de una mejora de rentabilidad que debería de ir siendo cada vez más visible por la aparición de sinergias y el despegue de la línea de servicios a empresas (por el mayor volumen) y que permitiría alcanzar break even en EBITDA en 2027. El comportamiento de la acción en términos en los últimos doce meses (-6,5%; -25,0% vs Ibex35; -11,8% vs sector) indica que el potencial de crecimiento aportado por el M&A 2024 sigue sin cotizar. Y que la condición *sine qua non* para que esto pase, es hacer visible en resultados operativos (EBITDA "cash") una mejora rápida de la rentabilidad. Lo que convierte los resultados y el newsflow 2025 en claves.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	7,0	8,2	9,6	12,7	13,0	13,1	13,3	13,5
Inmovilizado material	0,6	0,4	0,4	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Otros activos no corrientes	3,9	4,0	4,0	2,7	2,9	2,8	2,5	2,1
Inmovilizado financiero	0,0	0,6	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,6	3,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Activo circulante	4,3	4,6	4,8	6,8	8,7	9,1	10,0	11,0
Total activo	**15,8**	**17,9**	**19,9**	**26,0**	**28,0**	**28,4**	**29,3**	**30,0**
Patrimonio neto	8,3	14,1	22,9	17,8	22,1	19,7	18,8	18,9
Minoritarios	-	-	0,2	1,0	0,7	0,6	0,5	0,4
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	5,7	2,4	(4,8)	2,9	1,2	1,9	1,7	0,9
Pasivo circulante	1,5	1,1	1,3	3,2	3,1	5,4	7,5	9,0
Total pasivo	**15,8**	**17,9**	**19,9**	**26,0**	**28,0**	**28,4**	**29,3**	**30,0**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**4,1**	**4,6**	**4,4**	**8,0**	**14,6**	**16,4**	**18,4**	**20,4**	***37,5%***	***11,8%***
Cto.Total Ingresos	*23,6%*	*12,3%*	*-5,1%*	*83,1%*	*83,0%*	*11,8%*	*12,4%*	*11,1%*		
Coste de ventas	(1,6)	(1,5)	(2,6)	(2,2)	(2,5)	(3,7)	(3,8)	(4,0)		
Margen Bruto	**2,5**	**3,1**	**1,8**	**5,8**	**12,1**	**12,7**	**14,6**	**16,4**	***47,9%***	***10,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*61,9%*	*66,6%*	*41,3%*	*72,5%*	*82,9%*	*77,4%*	*79,4%*	*80,2%*		
Gastos de personal	(2,8)	(3,2)	(3,6)	(5,6)	(9,4)	(9,9)	(10,4)	(10,9)		
Otros costes de explotación	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(3,2)	(4,9)	(5,3)	(4,9)	(5,1)		
EBITDA recurrente	**(1,5)**	**(1,6)**	**(3,3)**	**(3,0)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-8,6%***	***29,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*11,7%*	*-2,8%*	*-110,5%*	*9,5%*	*29,0%*	*-18,9%*	*71,5%*	*147,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,2	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,0)	-	-	-		
EBITDA	**(1,3)**	**(1,6)**	**(3,6)**	**(3,5)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-13,6%***	***29,3%***
Depreciación y provisiones	(2,4)	(1,0)	(1,2)	(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,5)	(2,6)		
Gastos capitalizados	2,1	2,1	2,3	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(1,6)**	**(0,5)**	**(2,6)**	**(3,8)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-6,1%***	***29,0%***
Cto.EBIT	*29,3%*	*67,1%*	*-380,1%*	*-49,3%*	*46,2%*	*-23,2%*	*70,6%*	*140,4%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,4)	(0,1)	0,4	0,4	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(1,9)**	**(1,1)**	**(2,8)**	**(3,5)**	**(1,7)**	**(2,8)**	**(1,1)**	**(0,0)**	***2,4%***	***72,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*62,6%*	*41,1%*	*-158,5%*	*-23,5%*	*51,7%*	*-66,4%*	*61,6%*	*96,7%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(1,9)**	**(1,1)**	**(2,8)**	**(3,5)**	**(1,7)**	**(2,8)**	**(1,1)**	**(0,0)**	***2,4%***	***72,3%***
Impuestos	0,1	0,5	0,1	(1,3)	0,5	0,3	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	0,1		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	(0,1)	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,8)**	**(0,6)**	**(2,7)**	**(4,7)**	**(1,2)**	**(2,4)**	**(0,9)**	**0,1**	***9,7%***	***27,1%***
Cto.Beneficio neto	*63,8%*	*63,4%*	*-322,5%*	*-71,7%*	*74,9%*	*-108,7%*	*64,2%*	*107,0%*		
Beneficio ordinario neto	**(2,1)**	**(1,0)**	**(2,5)**	**(2,9)**	**(1,6)**	**(2,7)**	**(1,0)**	**0,1**	***6,9%***	***26,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*60,3%*	*51,1%*	*-144,6%*	*-15,9%*	*45,9%*	*-71,2%*	*63,9%*	*106,6%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-8,6%***	***29,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,9	1,1	0,6		
Cash Flow operativo recurrente						**-0,7**	**0,4**	**1,0**	***-19,1%***	***30,7%***
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						0,4	0,4	0,4		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,7)**	**0,2**	**0,8**	***-24,9%***	***29,3%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(0,7)**	**0,2**	**0,8**	***-18,1%***	***29,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**0,7**	**(0,2)**	**(0,8)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

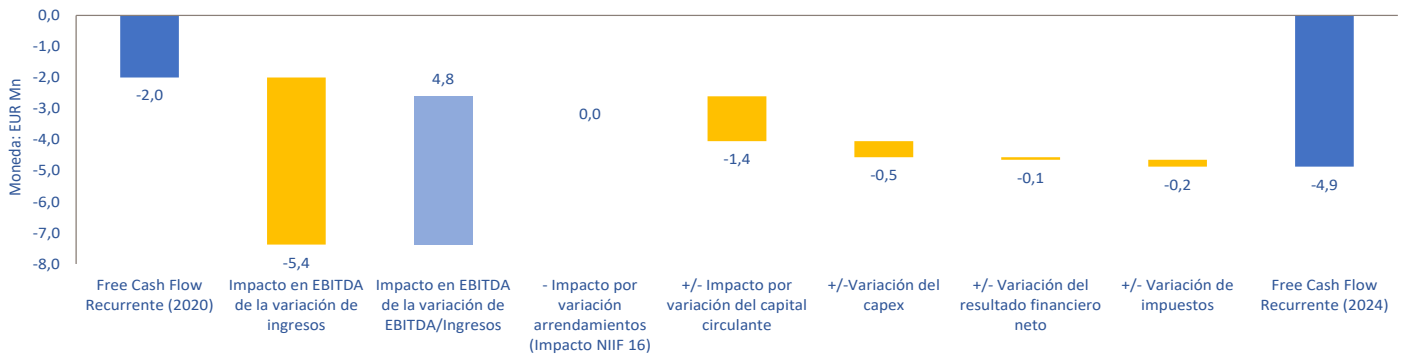
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**(1,6)**	**(3,3)**	**(3,0)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-10,6%***	***29,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*-2,8%*	*-110,5%*	*9,5%*	*29,0%*	*-18,9%*	*71,5%*	*147,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,9)	1,9	1,1	0,6		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,3)**	**(3,4)**	**(3,1)**	**(4,1)**	**(0,7)**	**0,4**	**1,0**	***-21,9%***	***30,7%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-11,0%*	*-49,7%*	*8,7%*	*-32,6%*	*83,9%*	*153,8%*	*168,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,9%*	*4,7%*		
- CAPEX	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,6)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	0,7	0,1	(0,1)	0,1	0,4	0,4	0,4		
= Free Cash Flow recurrente	**(2,2)**	**(3,4)**	**(3,5)**	**(4,9)**	**(0,7)**	**0,2**	**0,8**	***-30,3%***	***29,3%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-10,0%*	*-56,4%*	*-0,5%*	*-40,8%*	*85,6%*	*130,3%*	*268,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,1%*	*3,8%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	(0,3)	(0,4)	(0,0)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	(0,1)	(1,5)	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(2,4)**	**(3,9)**	**(5,4)**	**(4,6)**	**(0,7)**	**0,2**	**0,8**	***-24,5%***	***29,5%***
Cto. Free Cash Flow	*-0,8%*	*-63,3%*	*-39,9%*	*15,4%*	*84,7%*	*130,3%*	*268,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,4%*	*1,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,4%*	*1,3%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(2,0)**	**(2,2)**	**(3,4)**	**(3,5)**	**(4,9)**	**(0,7)**	**0,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	0,1	(2,8)	(2,5)	(0,3)	(0,3)	(0,1)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(1,8)	3,1	3,4	(0,2)	2,1	1,2
= Variación EBITDA recurrente	**(0,0)**	**(1,7)**	**0,3**	**0,9**	**(0,4)**	**1,8**	**1,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,2)	0,6	(0,0)	(1,9)	3,8	(0,8)	(0,5)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,2)**	**(1,1)**	**0,3**	**(1,0)**	**3,4**	**1,0**	**0,6**
+/-Variación del CAPEX	(0,3)	0,3	(0,2)	(0,3)	0,4	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,2	0,1	(0,3)	0,0	(0,1)	-
+/- Variación de impuestos	0,4	(0,7)	(0,2)	0,2	0,3	(0,0)	(0,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(0,2)**	**(1,2)**	**(0,0)**	**(1,4)**	**4,2**	**0,9**	**0,6**
Free Cash Flow Recurrente	**(2,2)**	**(3,4)**	**(3,5)**	**(4,9)**	**(0,7)**	**0,2**	**0,8**

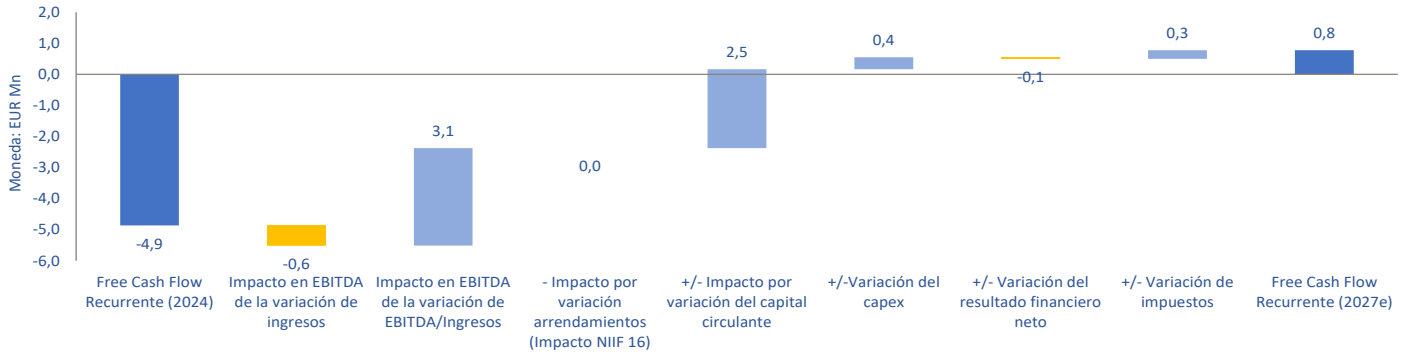
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**(0,5)**	**(2,6)**	**(3,8)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-56,9%***	***29,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**(1,6)**	**(3,3)**	**(3,0)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***-10,6%***	***29,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,9)	1,9	1,1	0,6		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,3)**	**(3,4)**	**(3,1)**	**(4,1)**	**(0,7)**	**0,4**	**1,0**	***-21,9%***	***30,7%***
- CAPEX	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,6)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(2,6)**	**(3,4)**	**(3,3)**	**(4,7)**	**(0,8)**	**0,2**	**0,7**	***-22,0%***	***29,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-22,5%*	*-31,8%*	*1,7%*	*-40,0%*	*82,4%*	*120,7%*	*339,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%	3,7%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	(0,1)	(1,5)	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,8)**	**(3,5)**	**(4,8)**	**(4,4)**	**(0,8)**	**0,2**	**0,7**	***-15,6%***	***29,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-16,1%*	*-24,6%*	*-37,7%*	*9,9%*	*81,1%*	*120,7%*	*339,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*1,3%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*1,3%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

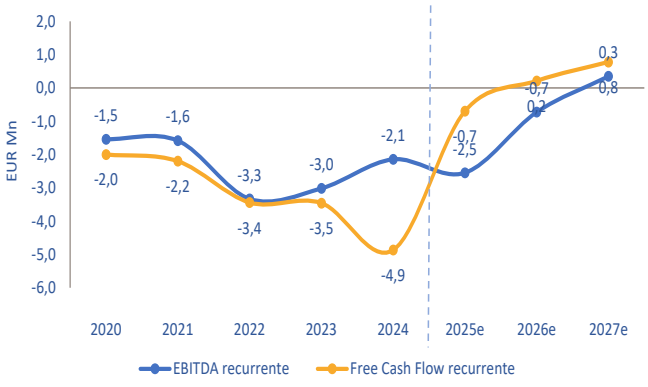
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



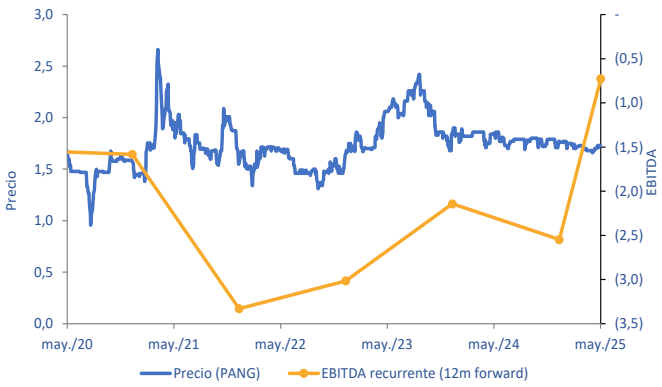
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,0	-0,6	-6,5	-2,3	3,3	3,3
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,6	-8,7	-25,0	-19,6	-36,8	-51,0
vs Euro STOXX 50	-1,4	2,2	-11,6	-10,2	-28,1	-43,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,1	-9,3	-18,0	-20,8	-11,9	-42,5
vs Segmento Micro Cap España (1)	-1,2	-5,3	-11,5	-13,6	-1,2	-32,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,9	-3,0	-4,2	-6,2	14,9	-20,9
vs Sector						
vs Factset Europe Biotechnology	2,3	-1,9	-11,8	-10,4	12,5	24,1

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,8)**	**0,2**	**0,7**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**59,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**1,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**11,0%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,8%**	**12,3%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	98,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	1,9%	D	=	=
WACC	**10,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,7%**	**12,1%**
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	59,5	
+ Minoritarios	0,7	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	1,2	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2024
+/- Otros[1]	(2,9)	Rdos. 12m 2024
Enterprise Value (EV)	**59,3**	

(1) Bases imponibles negativas

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	-9,5%
FCF Yield - WACC	n.a.	-9,6%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	-17,2%	(3,2)	-18,8x
Central	-15,6%	(2,9)	-20,7x
Min	-14,0%	(2,6)	-23,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	0,9%	1,0%	1,1%
(3,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)
(2,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
(2,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Laboratorios de Diagnóstico Molecular						Equipos Médicos Avanzados						Líder Global	
	EUR Mn	MDxHealth SA	Atrys Health	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fisher	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average	Roche	PANG
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MDXH-BE	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	89,0	212,8	4.149,8	9.469,7	840,6		130.992,3	8.010,7	116.417,4	27.275,1	43.297,4		227.709,5	59,5
	Enterprise value (EV)	106,0	447,8	4.685,6	11.014,9	1.058,1		155.956,9	8.402,8	130.161,5	28.946,4	59.611,0		247.036,4	59,3
Información financiera básica	Total Ingresos	97,5	230,3	780,2	2.731,9	655,8		38.536,7	1.812,4	21.520,6	5.932,5	19.249,0		68.141,9	16,4
	Cto.Total Ingresos	*17,1%*	*8,3%*	*19,8%*	*12,3%*	*12,6%*	*14,0%*	*2,0%*	*3,9%*	*2,3%*	*3,4%*	*8,2%*	*4,0%*	*4,9%*	*11,8%*
	2y TACC (25e - 27e)	*16,2%*	*6,5%*	*22,0%*	*12,4%*	*10,7%*	*13,6%*	*6,5%*	*6,4%*	*7,1%*	*6,1%*	*4,8%*	*6,2%*	*4,1%*	*11,7%*
	EBITDA	(0,4)	48,9	(198,3)	387,3	48,1		9.542,1	675,8	6.755,6	1.764,1	5.605,9		26.857,3	(2,5)
	Cto. EBITDA	*97,2%*	*38,5%*	*43,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*59,9%*	*0,5%*	*9,8%*	*1,7%*	*8,2%*	*21,6%*	*8,4%*	*15,5%*	*-18,6%*
	2y TACC (25e - 27e)	*n.a.*	*8,0%*	*46,5%*	*33,8%*	*37,0%*	*31,3%*	*8,7%*	*8,1%*	*9,5%*	*8,5%*	*6,6%*	*8,3%*	*4,2%*	*46,2%*
	EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*21,3%*	*n.a.*	*14,2%*	*7,3%*	*14,3%*	*24,8%*	*37,3%*	*31,4%*	*29,7%*	*29,1%*	*30,5%*	*39,4%*	*n.a.*
	EBIT	(8,2)	19,5	(382,8)	(73,7)	(79,0)		8.653,9	546,7	6.101,7	1.599,7	4.757,2		23.935,4	(2,5)
	Cto. EBIT	*63,0%*	*208,8%*	*2,1%*	*56,4%*	*-25,0%*	*61,1%*	*28,1%*	*25,3%*	*33,5%*	*13,9%*	*74,8%*	*35,1%*	*22,3%*	*-23,2%*
	2y TACC (25e - 27e)	*86,7%*	*21,0%*	*18,6%*	*n.a.*	*34,3%*	*40,2%*	*9,3%*	*7,8%*	*9,9%*	*8,7%*	*5,0%*	*8,1%*	*4,8%*	*45,6%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*8,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,4%*	*22,5%*	*30,2%*	*28,4%*	*27,0%*	*24,7%*	*26,5%*	*35,1%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	(21,6)	(2,5)	(294,2)	(106,4)	(71,9)		7.433,0	451,1	4.903,8	1.399,7	3.606,9		15.803,4	(2,4)
	Cto. Beneficio Neto	*38,8%*	*92,1%*	*23,5%*	*88,3%*	*-3,5%*	*47,8%*	*33,1%*	*512,3%*	*42,7%*	*23,2%*	*140,0%*	*150,2%*	*77,9%*	*-108,7%*
	2y TACC (25e - 27e)	*67,0%*	*n.a.*	*23,3%*	*n.a.*	*40,7%*	*43,7%*	*9,7%*	*7,9%*	*10,8%*	*8,5%*	*5,8%*	*8,5%*	*6,1%*	*42,3%*
	CAPEX/Ventas	*n.a.*	*4,9%*	*4,0%*	*4,7%*	*4,6%*	*4,6%*	*3,5%*	*8,7%*	*5,0%*	*6,7%*	*3,4%*	*5,4%*	*7,1%*	*-1,0%*
	Free Cash Flow	n.a.	14,4	(219,7)	205,1	n.a.		6.408,1	365,8	4.448,4	1.125,3	2.747,7		16.069,5	(0,7)
	Deuda financiera Neta	n.a.	181,3	368,6	1.297,5	223,0		20.722,2	261,4	10.105,6	1.236,2	15.210,8		13.781,8	1,9
	DN/EBITDA (x)	n.a.	3,7	n.a.	3,3	4,6	3,9	2,2	0,4	1,5	0,7	2,7	1,5	0,5	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*7,4%*	*2,1%*	*16,1%*	*18,0%*	*27,5%*	*14,2%*	*53,8%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	30,4	n.a.	n.a.	48,6	39,5	17,6	18,0	24,0	19,6	12,1	18,2	12,9	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	0,8	n.a.	4,4	1,1	2,1	2,8	2,4	2,5	4,5	1,9	2,8	5,3	3,0
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,9	6,0	4,0	1,6	2,9	4,0	4,6	6,0	4,9	3,1	4,5	3,6	3,6
	EV/EBITDA (x)	n.a.	9,2	n.a.	28,4	22,0	19,9	16,3	12,4	19,3	16,4	10,6	15,0	9,2	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	23,0	n.a.	n.a.	n.a.	23,0	18,0	15,4	21,3	18,1	12,5	17,1	10,3	n.a.
	ROE	*n.a.*	*2,7*	*n.a.*	*n.a.*	*2,2*	*2,5*	*15,8*	*13,4*	*10,4*	*23,2*	*16,1*	*15,8*	*41,3*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*6,7*	*n.a.*	*2,2*	*n.a.*	*4,5*	*4,9*	*4,6*	*3,8*	*4,1*	*6,3*	*4,8*	*7,1*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*1,44*	*0,04*	*1,08*	*0,87*	*3,42*	*1,37*	*10,66*	*0,00*
	Dvd Yield	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,4%*	*0,1%*	*0,7%*	*0,9%*	*2,3%*	*0,9%*	*3,8%*	*0,0%*

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

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 16-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**1,7**	**1,9**	**2,5**	**2,6**	**3,1**	**3,3**	**4,1**	**4,6**	**4,4**	**8,0**	**14,6**	**16,4**	**18,4**	**20,4**	***24,6%***	***11,8%***
Cto. Total ingresos	*-44,4%*	*13,5%*	*29,1%*	*4,1%*	*16,7%*	*8,4%*	*23,6%*	*12,3%*	*-5,1%*	*83,1%*	*83,0%*	*11,8%*	*12,4%*	*11,1%*		
EBITDA	**(1,6)**	**(2,0)**	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,1)**	**(1,4)**	**(1,3)**	**(1,6)**	**(3,6)**	**(3,5)**	**(2,1)**	**(2,5)**	**(0,7)**	**0,3**	***5,2%***	***29,3%***
Cto. EBITDA	*-237,0%*	*-22,1%*	*-69,4%*	*-37,0%*	*54,0%*	*32,7%*	*8,1%*	*-27,6%*	*-120,3%*	*4,8%*	*37,8%*	*-18,6%*	*71,5%*	*147,9%*		
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.*	*1,7%*		
Beneficio neto	**(0,2)**	**(0,5)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,3)**	**(4,8)**	**(1,8)**	**(0,6)**	**(2,7)**	**(4,7)**	**(1,2)**	**(2,4)**	**(0,9)**	**0,1**	***-8,8%***	***27,1%***
Cto. Beneficio neto	*-289,1%*	*-147,7%*	*-22,2%*	*-177,0%*	*23,9%*	*-286,4%*	*63,8%*	*63,4%*	*-322,5%*	*-71,7%*	*74,9%*	*-108,7%*	*64,2%*	*107,0%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	0,2	0,2	11,9	11,9	14,5	17,1	18,9	22,8	30,4	30,1	34,1	34,4	34,4	34,4		
BPA (EUR)	-1,06	-2,65	-0,05	-0,14	-0,09	-0,28	-0,09	-0,03	-0,09	-0,15	-0,03	-0,07	-0,03	0,00	*4,6%*	*27,1%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*98,1%*	*n.a.*	*37,6%*	*n.a.*	*67,2%*	*69,7%*	*n.a.*	*-73,4%*	*77,9%*	*n.a.*	*64,2%*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)	-1,13	-2,93	-0,05	-0,14	-0,10	-0,30	-0,11	-0,05	-0,08	-0,10	-0,05	-0,08	-0,03	0,00	*1,0%*	*26,8%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*98,3%*	*n.a.*	*28,8%*	*n.a.*	*62,9%*	*59,5%*	*-83,3%*	*-17,0%*	*52,2%*	*-69,8%*	*63,9%*	*n.a.*		
CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,6)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
CAPEX/Vtas %[1]	*3,5%*	*12,0%*	*21,8%*	*5,9%*	*0,9%*	*0,0%*	*1,7%*	*7,0%*	*0,5%*	*3,2%*	*4,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*		
Free Cash Flow	**(1,9)**	**(2,8)**	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,7)**	**(1,7)**	**(2,3)**	**(2,4)**	**(3,9)**	**(5,4)**	**(4,6)**	**(0,7)**	**0,2**	**0,8**	***-6,3%***	***29,5%***
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.	2,5x		
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)	*3,26x*	*4,30x*	*14,57x*	*13,67x*	*12,24x*	*10,38x*	*8,04x*	*8,15x*	*10,34x*	*7,62x*	*4,34x*	*3,62x*	3,22x	2,90x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	n.a.		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-22,0%*	*-3,8%*	*-16,3%*	*-5,9%*	*-1,9%*	*6,0%*	*12,2%*	*-3,8%*	*-2,3%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-27,4%*	*13,2%*	*-25,2%*	*11,3%*	*-9,1%*	*12,2%*	*-8,6%*	*-16,2%*	*-19,6%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 (21% s/ingresos 2024). Cotiza en BME Growth desde diciembre 2022.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	56,4	64,0
EV (Mn EUR y USD)	65,0	73,7
Número de Acciones (Mn)	9,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,20 / 4,89 / 3,88	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	5,9	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

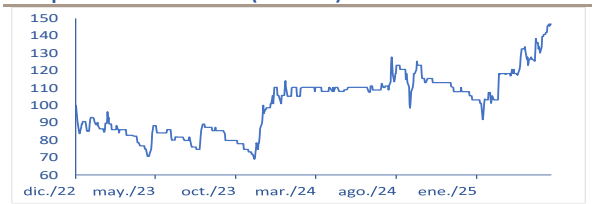
Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Suárez García	61,4
Directivos	7,5
Tomás Reinares Fernández	5,9
Manuel Angel Busto Riego	5,7
Free Float	19,4

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,6	9,2	9,1	9,1
Total Ingresos	53,6	62,6	63,9	68,3
EBITDA Rec.	8,2	9,6	8,8	9,5
% Var.	*136,6*	*16,8*	*-8,3*	*8,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*15,3*	*15,3*	*13,7*	*14,0*
% Var EBITDA sector (2)	*3,0*	*13,2*	*16,5*	*12,2*
Beneficio neto	4,8	6,4	5,8	6,4
BPA (EUR)	0,50	0,70	0,63	0,70
% Var.	*133,2*	*39,2*	*-9,1*	*11,0*
BPA ord. (EUR)	0,48	0,67	0,61	0,68
% Var.	*161,6*	*41,6*	*-9,5*	*11,4*
Free Cash Flow Rec.	-0,4	7,1	5,1	6,4
Pay-out (%)	*28,5*	*15,5*	*21,2*	*17,7*
DPA (EUR)	0,14	0,11	0,13	0,12
Deuda financiera neta	7,6	7,3	3,3	-2,0
DN / EBITDA Rec.(x)	0,9	0,8	0,4	-0,2
ROE (%)	*54,8*	*48,7*	*31,7*	*27,7*
ROCE (%)	*33,9*	*31,9*	*25,1*	*26,8*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	12,4	8,9	9,8	8,8
PER Ordinario	13,0	9,2	10,2	9,1
P/BV	5,4	3,6	2,8	2,2
Dividend Yield (%)	*2,3*	*1,7*	*2,2*	*2,0*
EV/Ventas	1,21	1,04	1,02	0,95
EV/EBITDA Rec.	7,9	6,8	7,4	6,8
EV/EBIT	9,6	7,6	8,4	7,8
FCF Yield (%)	*n.a.*	*12,5*	*9,0*	*11,3*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*11,7*	*24,0*	*32,9*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Autocartera 1,8%%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2025: menor crecimiento en ingresos y mayor crecimiento en cash flow, Estimamos +17% en ingresos (+27% en 2024) que catapulta el cash flow operativo recurrente a EUR 7Mn (versus una salida de EUR -0,4Mn en 2024). EL contrato de catastro en Perú contribuyó mucho a ingresos en 2024 pero drenó caja en circulante mientras que en 2025 sigue contribuyendo a ingresos y se monetiza el circulante.

El M&A vuelve a contribuir al crecimiento. SCO anunció en marzo la compra del 75% de F5IT que estimamos genera c.1/3 del crecimiento de ingresos en 2025. F5IT responde a la estrategia de M&A de SCO: rentable y saneada financieramente, en un segmento que SCO conoce bien, dando más peso internacional (Portugal) y con un equipo gestor incentivado para maximizar el valor del 25% que retiene.

Conclusión del plan estratégico 2022-2025 y anuncio del nuevo plan 2026-2028 que se hará público en 4T25.

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

Despegue en cartografía y catastro... El contrato en Perú de $13Mn a ejecutar en 2024 y 2025 es una actividad con muy buen margen -SCO es selectivo y descarta proyectos con margen no alineado y con riesgo de ejecución- que tiene un impacto positivo significativo en 2024 y 2025 pero menor nivel de recurrencia

...que no ha de ocultar un negocio diversificado con elevado nivel de recurrencia. Estimamos que SCO ex catastro Perú y ex M&A generó un crecimiento orgánico del 8%-9% en 2024 con un alto grado de recurrencia (nóminas) y con negocios de alto crecimiento (+33% en ingresos en 2024) como CIES (ciberseguridad).

¿M&A más "grande" a futuro? Un balance fuerte (DN/EBITDA Rec. <1x), un buen "track record" en integración de empresas y una acreditada capacidad de gestión (margen EBITDA Rec. de 14%-15%) invitan a considerar la posibilidad de adquirir empresas con ingresos superiores (en el momento de la adquisición) a los EUR 2.2Mn de ELO, los EUR 3.3Mn de CIES o los EUR 2.9Mn de F5IT.

¿Redefinir la política de dividendo? La política actual es payout del 20% del beneficio de la matriz, pero la matriz va perdiendo peso en el grupo, tendencia que se acelerará con más y mayor M&A.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Catastro es buen negocio pero menos recurrente. SCO está trabajando activamente en incorporar nuevos contratos en catastro y añadir un cierto elemento de recurrencia a través de servicios. A fecha de hoy, no hay nuevos contratos en cartera y, por este motivo, nuestra estimación de crecimiento ingresos 2026 es +2%. El efecto de la finalización de Perú "oculta" un buen crecimiento orgánico del resto del negocio.

Ejecución M&A. La buena ejecución pasada, la propiedad familiar, la importancia del dividendo y la aversión al riesgo (el objetivo solamente son empresas saneadas: no historias de potencial reestructuración) minimiza pero no elimina el riesgo de ejecución.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Muy buenos fundamentales (en base a track record) cotizando a PER 9x. El comportamiento de la acción refleja la correcta ejecución del actual plan estratégico y la credibilidad que implica. Y el track record es "autoexplicativo" (TACC -4y, Ingresos +17%, EBITDA +42%. En una compañía sin debilidades. Ex M&A el crecimiento cae a un dígito. Pero el PER 2025 (9x) en un modelo de negocio de bajo riesgo es un reclamo que ya funciona (-12m, +32,9%; +41,2% vs sector).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,2	0,3	0,3	1,2	1,0	1,0	0,9
Inmovilizado material	1,0	1,2	1,2	2,1	1,7	2,2	2,4	2,7
Otros activos no corrientes	0,9	0,6	0,6	0,3	0,9	0,9	0,8	0,8
Inmovilizado financiero	0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Fondo de comercio y otros intangibles	4,2	3,7	4,2	8,0	7,0	12,2	11,4	10,6
Activo circulante	7,5	8,9	9,6	17,1	20,4	21,4	23,6	24,5
Total activo	**14,5**	**15,2**	**16,3**	**28,3**	**31,6**	**38,0**	**39,6**	**40,0**
Patrimonio neto	3,7	3,9	5,4	7,0	10,5	15,9	20,4	25,7
Minoritarios	-	-	-	0,5	1,0	1,1	1,3	1,4
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	5,3	5,0	4,5	7,6	7,6	7,3	3,3	(2,0)
Pasivo circulante	5,4	6,2	6,4	13,1	12,2	13,3	14,3	14,6
Total pasivo	**14,5**	**15,2**	**16,3**	**28,3**	**31,6**	**38,0**	**39,6**	**40,0**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total Ingresos	**28,7**	**30,6**	**34,0**	**42,2**	**53,6**	**62,6**	**63,9**	**68,3**	***16,9%***	***8,4%***
Cto.Total Ingresos	*-6,1%*	*6,7%*	*10,9%*	*24,0%*	*27,1%*	*16,8%*	*2,1%*	*6,9%*		
Coste de ventas	(3,5)	(4,2)	(4,7)	(7,3)	(8,3)	(9,7)	(9,9)	(10,6)		
Margen Bruto	**25,2**	**26,5**	**29,3**	**34,8**	**45,3**	**52,9**	**54,0**	**57,7**	***15,7%***	***8,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*87,8%*	*86,4%*	*86,2%*	*82,6%*	*84,4%*	*84,4%*	*84,4%*	*84,4%*		
Gastos de personal	(21,4)	(22,1)	(23,9)	(27,4)	(32,2)	(35,1)	(36,1)	(38,1)		
Otros costes de explotación	(1,8)	(2,1)	(2,0)	(3,9)	(4,9)	(8,2)	(9,1)	(10,0)		
EBITDA recurrente[(1)]	**2,0**	**2,3**	**3,4**	**3,5**	**8,2**	**9,6**	**8,8**	**9,5**	***42,1%***	***5,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*-7,4%*	*13,4%*	*49,0%*	*2,1%*	*136,6%*	*16,8%*	*-8,3%*	*8,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,0%*	*7,4%*	*10,0%*	*8,2%*	*15,3%*	*15,3%*	*13,7%*	*14,0%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Gastos capitalizados	-	0,3	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2		
EBITDA	**2,1**	**2,6**	**3,7**	**4,6**	**8,6**	**10,0**	**9,2**	**10,0**	***41,9%***	***4,9%***
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(1,9)	(1,4)	(1,5)	(1,6)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,9**	**1,6**	**2,7**	**3,3**	**6,8**	**8,6**	**7,7**	**8,3**	***64,0%***	***7,2%***
Cto.EBIT	*-21,0%*	*70,4%*	*67,6%*	*23,2%*	*105,5%*	*27,0%*	*-10,5%*	*8,4%*		
EBIT / Ingresos	*3,3%*	*5,2%*	*7,9%*	*7,8%*	*12,6%*	*13,7%*	*12,1%*	*12,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**0,5**	**1,0**	**2,6**	**3,0**	**6,3**	**8,2**	**7,4**	**8,2**	***84,1%***	***9,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*-22,5%*	*76,4%*	*165,4%*	*16,4%*	*110,9%*	*31,0%*	*-10,1%*	*10,7%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,5**	**1,0**	**2,6**	**3,0**	**6,3**	**8,2**	**7,4**	**8,2**	***84,1%***	***9,2%***
Impuestos	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(1,6)	(1,5)	(1,6)		
Tasa fiscal efectiva	*29,5%*	*52,0%*	*26,9%*	*28,1%*	*15,4%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	-	-	(0,1)	(0,5)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,4**	**0,5**	**1,9**	**2,1**	**4,8**	**6,4**	**5,8**	**6,4**	***87,9%***	***10,1%***
Cto.Beneficio neto	*-58,1%*	*20,3%*	*303,6%*	*10,0%*	*133,2%*	*34,0%*	*-10,4%*	*11,0%*		
Beneficio ordinario neto	**0,3**	**0,6**	**1,8**	**1,7**	**4,6**	**6,2**	**5,6**	**6,2**	***97,6%***	***10,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-48,1%*	*106,4%*	*193,7%*	*-3,9%*	*161,5%*	*36,3%*	*-10,7%*	*11,4%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**9,6**	**8,8**	**9,5**	***42,1%***	***5,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,1	(1,3)	(0,7)		
Cash Flow operativo recurrente						**9,7**	**7,5**	**8,9**	***-9,4%***	***29,5%***
CAPEX						(0,6)	(0,6)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,3)	(0,2)		
Impuestos						(1,6)	(1,5)	(1,6)		
Free Cash Flow Recurrente						**7,1**	**5,1**	**6,4**	***-20,3%***	***n.a.***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(6,0)	(0,1)	(0,2)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						0,3	0,3	0,3		
Free Cash Flow						**1,3**	**5,2**	**6,5**	***-78,5%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,0)	(1,2)	(1,1)		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,3)**	**(4,0)**	**(5,4)**		

(3) EBITDA "Cash", que excluye ingresos por capitalización de gastos.

Analítica del Free Cash Flow (I)

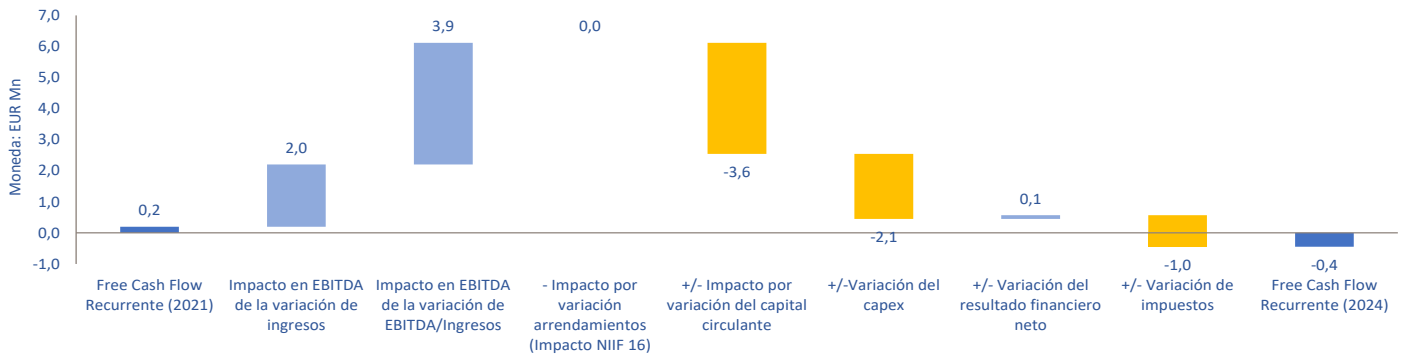
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**2,3**	**3,4**	**3,5**	**8,2**	**9,6**	**8,8**	**9,5**	***53,2%***	***5,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*13,4%*	*49,0%*	*2,1%*	*136,6%*	*16,8%*	*-8,3%*	*8,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,4%*	*10,0%*	*8,2%*	*15,3%*	*15,3%*	*13,7%*	*14,0%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(4,1)	0,1	(1,3)	(0,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,7**	**2,8**	**2,6**	**4,1**	**9,7**	**7,5**	**8,9**	***32,8%***	***29,5%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-71,3%*	*59,4%*	*-4,8%*	*54,4%*	*137,7%*	*-22,7%*	*18,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*5,7%*	*8,2%*	*6,3%*	*7,6%*	*15,5%*	*11,8%*	*13,0%*		
- CAPEX	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(2,7)	(0,6)	(0,6)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,2)		
- Impuestos	(0,4)	(0,7)	(0,8)	(1,4)	(1,6)	(1,5)	(1,6)		
= Free Cash Flow recurrente	**0,2**	**1,0**	**1,3**	**(0,4)**	**7,1**	**5,1**	**6,4**	***-62,3%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-96,0%*	*405,2%*	*34,3%*	*-133,5%*	*n.a.*	*-28,1%*	*25,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*0,6%*	*2,9%*	*3,1%*	*n.a.*	*11,3%*	*7,9%*	*9,4%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	0,1	(3,9)	0,5	(6,0)	(0,1)	(0,2)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,2	(0,2)	-	-	0,3	0,3	0,3		
= Free Cash Flow	**0,8**	**0,9**	**(2,6)**	**0,0**	**1,3**	**5,2**	**6,5**	***-76,1%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*-84,4%*	*3,9%*	*-395,7%*	*100,4%*	*n.a.*	*302,0%*	*24,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*0,3%*	*1,8%*	*2,4%*	*n.a.*	*12,5%*	*9,0%*	*11,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*1,5%*	*1,6%*	*n.a.*	*0,0%*	*2,3%*	*9,3%*	*11,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**4,9**	**0,2**	**1,0**	**1,3**	**(0,4)**	**7,1**	**5,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,2	0,8	0,9	1,4	0,2	0,6
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	0,9	(0,7)	3,8	0,0	(1,0)	0,2
= Variación EBITDA recurrente	**0,3**	**1,1**	**0,1**	**4,7**	**1,4**	**(0,8)**	**0,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,6)	(0,1)	(0,2)	(3,3)	4,2	(1,4)	0,6
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(4,3)**	**1,0**	**(0,1)**	**1,4**	**5,6**	**(2,2)**	**1,4**
+/-Variación del CAPEX	0,1	(0,4)	0,8	(2,4)	2,0	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,5	(0,1)	(0,2)	0,1	0,1	0,1
+/- Variación de impuestos	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	0,2	(0,2)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(4,7)**	**0,8**	**0,3**	**(1,8)**	**7,5**	**(2,0)**	**1,3**
Free Cash Flow Recurrente	**0,2**	**1,0**	**1,3**	**(0,4)**	**7,1**	**5,1**	**6,4**

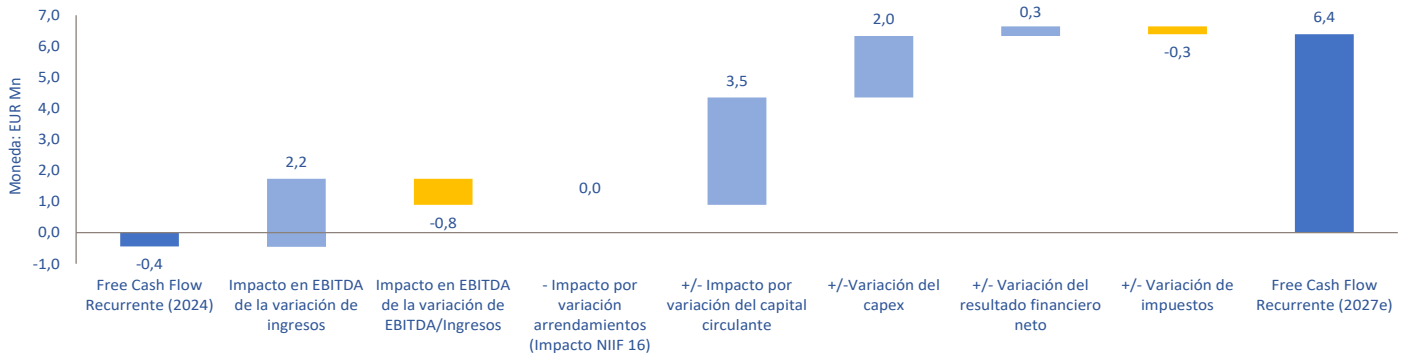
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**1,6**	**2,7**	**3,3**	**6,8**	**8,6**	**7,7**	**8,3**	***61,9%***	***7,2%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*26,9%*	*28,1%*	*15,4%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,0)	(1,7)	(1,5)	(1,7)		
EBITDA recurrente	**2,3**	**3,4**	**3,5**	**8,2**	**9,6**	**8,8**	**9,5**	***53,2%***	***5,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(4,1)	0,1	(1,3)	(0,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,7**	**2,8**	**2,6**	**4,1**	**9,7**	**7,5**	**8,9**	***32,8%***	***29,5%***
- CAPEX	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(2,7)	(0,6)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,0)	(1,7)	(1,5)	(1,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,7**	**1,1**	**1,5**	**0,4**	**7,4**	**5,3**	**6,5**	***-17,9%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-86,5%*	*55,0%*	*39,6%*	*-74,5%*	*n.a.*	*-27,6%*	*22,4%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	2,3%	3,2%	3,6%	0,7%	11,8%	8,3%	9,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	0,1	(3,9)	0,5	(6,0)	(0,1)	(0,2)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,2	(0,2)	-	-	0,3	0,3	0,3		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,3**	**1,0**	**(2,4)**	**0,8**	**1,6**	**5,5**	**6,6**	***-12,7%***	***99,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-77,2%*	*-23,6%*	*-350,5%*	*134,8%*	*92,2%*	*239,9%*	*20,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*1,1%*	*1,7%*	*2,3%*	*0,6%*	*11,3%*	*8,2%*	*10,1%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,9%*	*1,5%*	*n.a.*	*1,3%*	*2,5%*	*8,4%*	*10,2%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

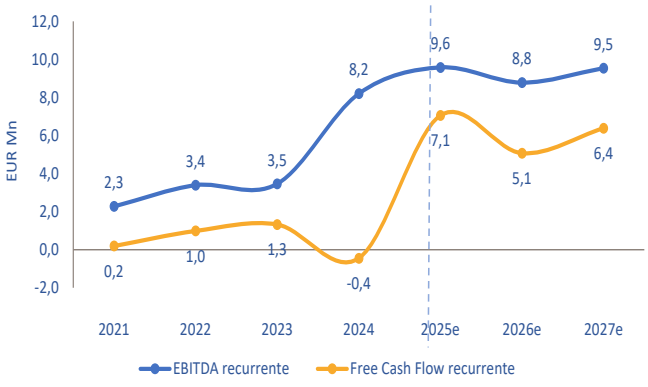
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



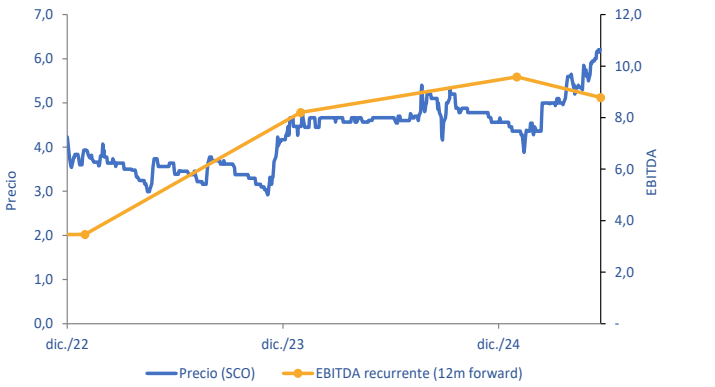
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	11,7	24,0	32,9	42,2	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,6	13,9	6,6	16,9	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	6,9	27,5	25,7	30,7	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,9	13,1	16,5	15,2	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	7,2	18,1	25,8	25,7	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	5,3	21,0	36,1	36,5	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	2,2	33,9	41,2	39,3	n.a.	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**1,6**	**5,5**	**6,6**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**56,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**7,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	3,1%	Coste de la deuda neta	2,9%	3,4%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**2,5%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**2,3%**	**2,7%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**11,0%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,8%**	**12,3%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	88,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	11,7%	D	=	=
WACC	**10,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,9%**	**11,2%**
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	56,4	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	7,5	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**65,0**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	6,0%	13,3%	22,0%	19,5%	33,9%

	2024	2027e
ROCE - WACC	23,9%	16,8%
FCF Yield - WACC	-9,4%	0,0%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	15,1%	9,7	6,7x
Central	13,7%	8,8	7,4x
Min	12,3%	7,9	8,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	0,9%	1,0%	1,1%
9,7	6,0	6,0	5,9
8,8	5,1	5,1	5,0
7,9	4,2	4,2	4,1

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	10,7%	10,6%	10,5%
Central	9,1%	9,0%	8,9%
Min	7,5%	7,4%	7,3%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

	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	3.881,5	6.126,4	250,9	25.170,9	320.086,8	56,4
	Enterprise value (EV)	4.570,2	6.035,2	303,4	28.007,7	301.450,8	65,0
Información financiera básica	Total Ingresos	5.706,4	5.281,6	178,0	21.949,1	37.650,2	62,6
	Cto.Total Ingresos	*-1,2%*	*9,1%*	*33,8%*	*-0,7%*	*10,2%*	*16,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*3,2%*	*6,3%*	*21,1%*	*3,9%*	*12,3%*	*4,5%*
	EBITDA	723,8	615,7	27,0	3.548,1	11.555,0	10,0
	Cto. EBITDA	*-0,8%*	*18,7%*	*63,0%*	*10,8%*	*21,3%*	*16,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*3,6%*	*9,3%*	*21,0%*	*3,2%*	*16,1%*	*-0,2%*
	EBITDA/Ingresos	*12,7%*	*11,7%*	*15,2%*	*16,2%*	*30,7%*	*16,0%*
	EBIT	551,4	510,1	20,5	2.921,3	10.410,2	8,6
	Cto. EBIT	*8,1%*	*23,8%*	*191,9%*	*16,0%*	*26,2%*	*27,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*2,9%*	*9,8%*	*23,0%*	*4,5%*	*17,0%*	*-1,5%*
	EBIT/Ingresos	*9,7%*	*9,7%*	*11,5%*	*13,3%*	*27,6%*	*13,7%*
	Beneficio Neto	286,4	329,3	9,5	1.975,3	7.169,9	6,4
	Cto. Beneficio Neto	*-7,4%*	*18,6%*	*121,8%*	*18,2%*	*129,5%*	*34,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*12,0%*	*11,2%*	*31,8%*	*7,0%*	*18,0%*	*-0,3%*
	CAPEX/Ventas	*1,8%*	*2,1%*	*6,7%*	*1,6%*	*2,2%*	*1,0%*
	Free Cash Flow	331,3	303,2	10,0	1.917,4	8.127,9	1,3
	Deuda financiera Neta	360,9	(155,3)	62,5	1.275,8	(3.036,3)	7,3
	DN/EBITDA (x)	0,5	n.a.	2,3	0,4	n.a.	0,8
	Pay-out	*36,4%*	*17,8%*	*0,0%*	*29,9%*	*38,8%*	*15,5%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,0	18,4	20,7	13,0	42,3	8,9
	P/BV (x)	1,7	3,8	2,5	1,9	6,3	3,6
	EV/Ingresos (x)	0,8	1,1	1,7	1,3	8,0	1,0
	EV/EBITDA (x)	6,3	9,8	11,2	7,9	26,1	6,8
	EV/EBIT (x)	8,3	11,8	14,8	9,6	29,0	7,6
	ROE	*15,6*	*20,9*	*12,0*	*14,9*	*15,0*	*48,7*
	FCF Yield (%)	*8,5*	*4,9*	*4,0*	*7,6*	*2,5*	*12,5*
	DPA	*5,17*	*0,33*	*0,00*	*3,48*	*2,38*	*0,11*
	Dvd Yield	*2,7%*	*1,0%*	*0,0%*	*2,4%*	*0,9%*	*1,7%*

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Squirrel Media

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Media

Precio de Cierre: EUR 2,32 (23 may 2025)
Fecha del informe: 27 may 2025

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 (52% s/ingresos), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 23%), (iii) Servicios TMT (5%) y Medios de Comunicación (20%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	210,4	238,6
EV (Mn EUR y USD)	261,1	296,2
Número de Acciones (Mn)	90,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,96 / 1,72 / 1,21	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,11	
Rotación(1)	13,5	
Factset / Bloomberg	SQRL-ES / SQRL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Squirrel Capital	85,0
Free Float	15,0

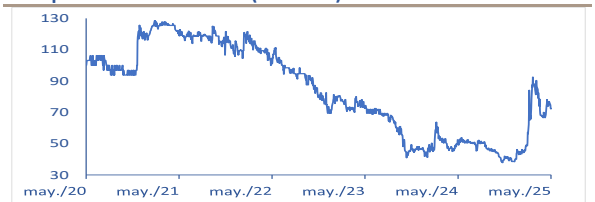
Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	89,0	96,5	96,5	96,5
Total Ingresos	144,5	289,6	333,6	360,1
EBITDA Rec.	19,8	38,8	45,4	50,0
% Var.	*-10,1*	*96,2*	*17,0*	*10,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*13,7*	*13,4*	*13,6*	*13,9*
% Var EBITDA sector (2)	*1,2*	*-8,3*	*17,4*	*6,3*
Beneficio neto	5,8	11,7	13,7	14,5
BPA (EUR)	0,06	0,12	0,14	0,15
% Var.	*-46,1*	*87,1*	*17,7*	*5,7*
BPA ord. (EUR)	0,04	0,12	0,14	0,15
% Var.	*-56,3*	*184,5*	*17,7*	*5,7*
Free Cash Flow Rec.	-21,2	-7,7	-3,3	2,2
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	42,4	50,0	53,4	51,2
DN / EBITDA Rec.(x)	2,1	1,3	1,2	1,0
ROE (%)	*9,9*	*17,6*	*17,4*	*15,6*
ROCE (%)	*11,7*	*15,7*	*15,2*	*14,1*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	35,9	19,2	16,3	15,4
PER Ordinario	54,6	19,2	16,3	15,4
P/BV	3,5	2,9	2,5	2,1
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,81	0,90	0,78	0,73
EV/EBITDA Rec.	13,2	6,7	5,7	5,2
EV/EBIT	21,1	9,7	8,5	8,1
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*7,9*	*28,9*	*40,6*	*-27,5*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Las tendencias operativas de los resultados 2024 no ofrecen una guía para el comportamiento de 2025. El crecimiento del 11% en ventas estuvo sustentado en el impacto del M&A en Media, mientras que la vertical de Contenidos, que se esperaba que fuese la principal palanca de crecimiento de la empresa, reflejó una caída del 41% en los ingresos debido al retraso a 2025 de algunas producciones acordadas y el aplazamiento de 9 estrenos de 2024 para el año 2025. El EBITDA cayó un -2,6% afectado por un mix con menor peso en Contenidos, la vertical de mayor margen y los costes de integración de las empresas integradas en el año.

La reciente presentación de su plan de negocio constató la existencia de un modelo de negocio singular, diversificado, con visibilidad de crecimiento, capacidad de escalabilidad, y con la expectativa de ser autosuficiente en el largo plazo. Tiene un foco relevante en contenido de calidad, por su reserva de valor y menor volatilidad, dentro de un sector en expansión por su alta demanda y consumo.

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

El segmento de Contenidos, las sinergias y las ventas cruzadas tras la integración de las recientes adquisiciones, junto con los nuevos contratos en la vertical de Media son los motores de crecimiento del negocio. Sin olvidar, el aprovechamiento de nuevas oportunidades de integración de activos. 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 78Mn en el período 2021-24 (a cierre de 2024 cuenta con 91 estrenos comprometidos en España, Italia, Portugal, Andorra y Latam para 2025). Un negocio con una mayor rentabilidad que debería ser uno de los catalizadores de la mejora en margen. Y por otro, la integración de las recientes compras podría dar lugar a sinergias en costes y ventas cruzadas que puedan confirmar la robustez del modelo de negocio.

El modelo de crecimiento inorgánico va a continuar, y está basado en: i) la búsqueda de nichos rentables dentro del sector de Media y Entretenimiento, que está muy atomizado, entre "majors" muy grandes e "indies" muy pequeñas; ii) modelo "causal" no "casual" de selección específica de activos de alta calidad y talento con gran encaje estratégico y de generación de sinergias y ventas cruzadas, iii) operaciones con toma de control de activos con la adquisición del 51% del capital como mínimo mediante canje de acciones, permanencia del equipo directivo y "lock-up" mínimo de 3 años, iv) opción de alcanzar el 100% del capital a través de adquisiciones escalonadas; v) capitalización de "earn-outs" y pagos aplazados.

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 290 Mn (vs EUR 32,6 Mn en 2020), según nuestras estimaciones. Aunque, todavía, la visibilidad es 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?

Riesgo de ejecución e integración del M&A. El éxito de la ejecución e 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, mayores costes de los esperados y/o incumplimiento de las previsiones de beneficios esperadas.

Nivel de apalancamiento, fondo de maniobra negativo y riesgo de refinanciación. Como consecuencia de un modelo de crecimiento inorgánico, el próximo reto es la digestión de la deuda, la subsecuente refinanciación/restructuración, así como la gestión del fondo de maniobra negativo (EUR 30,6Mn) al cierre de 2024.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Tras el reciente rally de la acción (+87,1% YTD en términos absolutos, +82,3% vs sector), SQRL cotiza a un EV/EBITDA 2025e de 6,7x, en línea con su sector (grandes empresas globales de publicidad 7,0x EV/EBITDA 2025e, sector Media en España 6,7x y sector Media global a 7,7x. Aunque la total atipicidad (rara *avis*) del modelo de negocio de SQRL dificulta la comparación. El salto en ingresos y EBITDA rec. 2025e (doblando 2024) implica una mejora sustancial del momentum del valor.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	19,1	31,3	70,7	88,9	108,1	108,1	108,1	108,1
Inmovilizado material	2,0	2,2	2,3	3,3	3,1	17,3	32,7	47,4
Otros activos no corrientes	0,0	0,8	4,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,7
Inmovilizado financiero	10,5	12,9	12,0	12,6	15,7	15,7	15,7	15,7
Fondo de comercio y otros intangibles	3,0	2,3	5,0	11,1	23,1	23,1	23,1	23,1
Activo circulante	13,7	11,4	18,6	34,1	42,5	85,4	99,4	108,7
Total activo	**48,3**	**61,0**	**113,4**	**158,9**	**201,2**	**258,3**	**287,7**	**311,7**
Patrimonio neto	26,9	29,9	43,0	55,7	60,4	72,1	85,8	100,4
Minoritarios	0,4	0,5	5,0	9,6	11,8	16,7	22,4	28,5
Provisiones y otros pasivos a LP	4,2	5,5	18,6	18,0	17,4	17,4	17,4	17,4
Otros pasivos no corrientes	-	0,7	1,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Deuda financiera neta	1,4	7,2	23,4	24,0	42,4	50,0	53,4	51,2
Pasivo circulante	15,4	17,1	22,1	49,3	67,1	99,9	106,5	112,1
Total pasivo	**48,3**	**61,0**	**113,4**	**158,9**	**201,2**	**258,3**	**287,7**	**311,7**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	**32,6**	**70,0**	**79,1**	**129,6**	**144,5**	**289,6**	**333,6**	**360,1**	***45,1%***	***35,6%***
Cto.Total Ingresos	*203,0%*	*114,7%*	*13,0%*	*63,8%*	*11,5%*	*100,4%*	*15,2%*	*8,0%*		
Coste de ventas	(21,9)	(53,4)	(56,2)	(88,1)	(102,3)	(198,7)	(228,7)	(245,5)		
Margen Bruto	**10,7**	**16,6**	**22,9**	**41,5**	**42,2**	**90,9**	**104,9**	**114,6**	***40,8%***	***39,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*32,9%*	*23,7%*	*29,0%*	*32,0%*	*29,2%*	*31,4%*	*31,4%*	*31,8%*		
Gastos de personal	(3,9)	(5,3)	(6,0)	(13,1)	(14,3)	(33,1)	(37,8)	(40,5)		
Otros costes de explotación	(4,2)	(3,8)	(3,2)	(6,4)	(8,2)	(19,0)	(21,6)	(24,1)		
EBITDA recurrente	**2,7**	**7,4**	**13,8**	**22,0**	**19,8**	**38,8**	**45,4**	**50,0**	***64,9%***	***36,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*98,0%*	*177,6%*	*85,3%*	*59,7%*	*-10,1%*	*96,2%*	*17,0%*	*10,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*8,2%*	*10,6%*	*17,4%*	*17,0%*	*13,7%*	*13,4%*	*13,6%*	*13,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	0,5	0,7	2,0	2,0	-	-	-		
EBITDA	**2,7**	**8,0**	**14,5**	**24,0**	**21,8**	**38,8**	**45,4**	**50,0**	***68,8%***	***32,0%***
Depreciación y provisiones	(1,1)	(2,5)	(6,5)	(8,8)	(9,4)	(11,9)	(14,6)	(17,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**1,6**	**5,5**	**8,0**	**15,2**	**12,4**	**26,9**	**30,9**	**32,3**	***67,3%***	***37,7%***
Cto.EBIT	*240,8%*	*248,3%*	*44,5%*	*91,6%*	*-18,8%*	*117,7%*	*14,5%*	*4,8%*		
EBIT / Ingresos	*4,8%*	*7,9%*	*10,1%*	*11,8%*	*8,6%*	*9,3%*	*9,3%*	*9,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(1,4)	(1,5)	(4,2)	(4,9)	(4,9)	(4,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,5**	**5,4**	**6,5**	**13,8**	**8,1**	**22,1**	**26,0**	**27,5**	***53,4%***	***50,1%***
Cto.Beneficio ordinario	*224,5%*	*266,4%*	*21,7%*	*110,0%*	*-40,9%*	*171,5%*	*17,7%*	*5,7%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,5**	**5,4**	**6,5**	**13,8**	**8,1**	**22,1**	**26,0**	**27,5**	***53,4%***	***50,1%***
Impuestos	-	0,2	-	(0,4)	-	(5,5)	(6,5)	(6,9)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,0%*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	0,0	(0,0)	(1,1)	(3,0)	(2,4)	(4,9)	(5,8)	(6,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**1,5**	**5,6**	**5,4**	**10,3**	**5,8**	**11,7**	**13,7**	**14,5**	***39,7%***	***36,2%***
Cto.Beneficio neto	*201,4%*	*268,2%*	*-2,2%*	*89,2%*	*-44,1%*	*102,8%*	*17,7%*	*5,7%*		
Beneficio ordinario neto	**1,5**	**4,8**	**4,7**	**8,4**	**3,8**	**11,7**	**13,7**	**14,5**	***25,8%***	***56,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*228,1%*	*220,5%*	*-2,3%*	*76,7%*	*-54,8%*	*208,5%*	*17,7%*	*5,7%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**38,8**	**45,4**	**50,0**	***64,9%***	***36,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(10,1)	(7,4)	(3,7)		
Cash Flow operativo recurrente						**28,8**	**38,0**	**46,3**	***52,7%***	***16,7%***
CAPEX						(26,1)	(30,0)	(32,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(4,9)	(4,9)	(4,9)		
Impuestos						(5,5)	(6,5)	(6,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**(7,7)**	**(3,3)**	**2,2**	***n.a.***	***28,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(7,7)**	**(3,3)**	**2,2**	***n.a.***	***28,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**7,7**	**3,3**	**(2,2)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

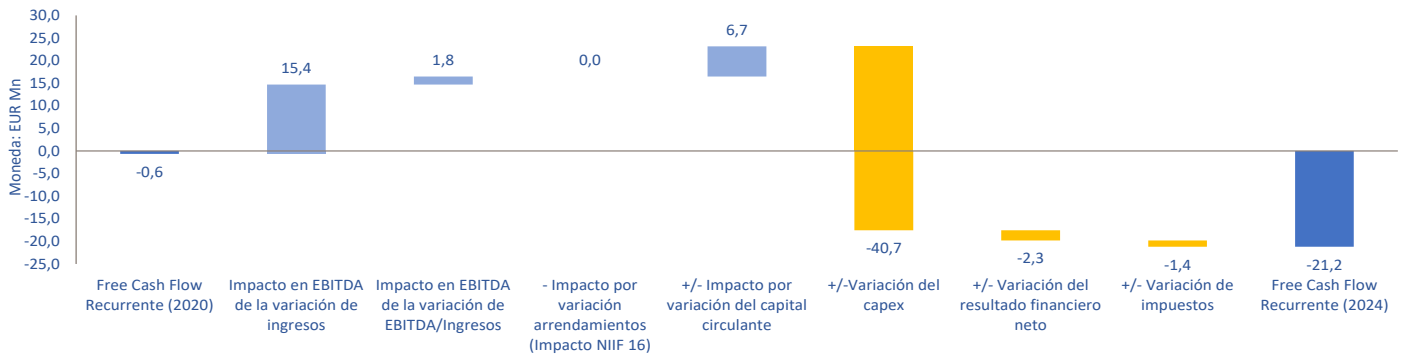
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**7,4**	**13,8**	**22,0**	**19,8**	**38,8**	**45,4**	**50,0**	***38,6%***	***36,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*177,6%*	*85,3%*	*59,7%*	*-10,1%*	*96,2%*	*17,0%*	*10,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,6%*	*17,4%*	*17,0%*	*13,7%*	*13,4%*	*13,6%*	*13,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	4,1	(2,2)	11,7	9,4	(10,1)	(7,4)	(3,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,5**	**11,6**	**33,7**	**29,2**	**28,8**	**38,0**	**46,3**	***36,3%***	***16,7%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*114,6%*	*0,6%*	*190,9%*	*-13,4%*	*-1,3%*	*32,1%*	*21,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*16,4%*	*14,6%*	*26,0%*	*20,2%*	*9,9%*	*11,4%*	*12,9%*		
- CAPEX	(11,7)	(22,8)	(22,2)	(46,5)	(26,1)	(30,0)	(32,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,8)	(0,8)	(2,4)	(4,9)	(4,9)	(4,9)		
- Impuestos	(0,1)	(1,2)	(1,2)	(1,5)	(5,5)	(6,5)	(6,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,5)**	**(13,1)**	**9,5**	**(21,2)**	**(7,7)**	**(3,3)**	**2,2**	***n.a.***	***28,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*29,7%*	*n.a.*	*172,2%*	*-323,4%*	*63,9%*	*56,3%*	*165,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*7,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,6%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,3)	(12,2)	(5,7)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(2,8)**	**(25,3)**	**3,8**	**(21,2)**	**(7,7)**	**(3,3)**	**2,2**	***-96,9%***	***28,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-329,5%*	*-810,3%*	*114,9%*	*-662,4%*	*63,9%*	*56,3%*	*165,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*4,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*1,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(0,6)**	**(0,5)**	**(13,1)**	**9,5**	**(21,2)**	**(7,7)**	**(3,3)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	3,1	1,0	8,8	2,5	19,9	5,9	3,6
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,7	5,4	(0,6)	(4,7)	(0,8)	0,7	1,0
= Variación EBITDA recurrente	**4,8**	**6,3**	**8,2**	**(2,2)**	**19,0**	**6,6**	**4,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,4	(6,3)	13,9	(2,3)	(19,4)	2,6	3,7
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**6,1**	**0,1**	**22,1**	**(4,5)**	**(0,4)**	**9,3**	**8,3**
+/-Variación del CAPEX	(6,0)	(11,0)	0,5	(24,2)	20,4	(4,0)	(2,4)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,6)	-	(1,6)	(2,5)	-	-
+/- Variación de impuestos	0,0	(1,1)	-	(0,3)	(4,0)	(1,0)	(0,4)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**0,2**	**(12,7)**	**22,6**	**(30,7)**	**13,5**	**4,3**	**5,5**
Free Cash Flow Recurrente	**(0,5)**	**(13,1)**	**9,5**	**(21,2)**	**(7,7)**	**(3,3)**	**2,2**

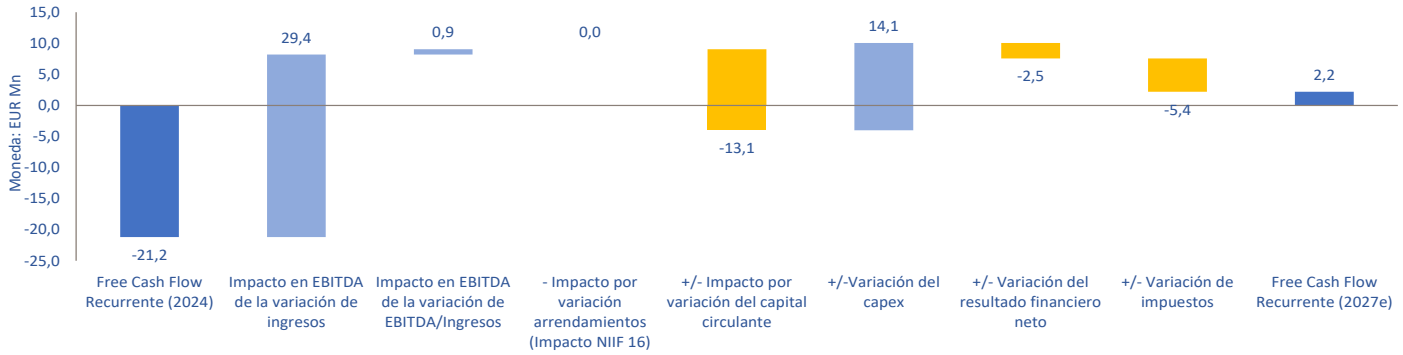
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**5,5**	**8,0**	**15,2**	**12,4**	**26,9**	**30,9**	**32,3**	***31,0%***	***37,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*3,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(6,7)	(7,7)	(8,1)		
EBITDA recurrente	**7,4**	**13,8**	**22,0**	**19,8**	**38,8**	**45,4**	**50,0**	***38,6%***	***36,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	4,1	(2,2)	11,7	9,4	(10,1)	(7,4)	(3,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,5**	**11,6**	**33,7**	**29,2**	**28,8**	**38,0**	**46,3**	***36,3%***	***16,7%***
- CAPEX	(11,7)	(22,8)	(22,2)	(46,5)	(26,1)	(30,0)	(32,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(6,7)	(7,7)	(8,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,2)**	**(11,2)**	**11,0**	**(17,3)**	**(4,0)**	**0,3**	**5,8**	***n.a.***	***32,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*43,8%*	*n.a.*	*197,8%*	*-257,9%*	*76,8%*	*107,5%*	*n.a.*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	8,5%	n.a.	n.a.	0,1%	1,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,3)	(12,2)	(5,7)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,6)**	**(23,4)**	**5,2**	**(17,3)**	**(4,0)**	**0,3**	**5,8**	***-89,1%***	***32,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-506,9%*	*-812,4%*	*122,4%*	*-430,3%*	*76,8%*	*107,5%*	*n.a.*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*4,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*	*2,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*2,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*	*2,2%*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

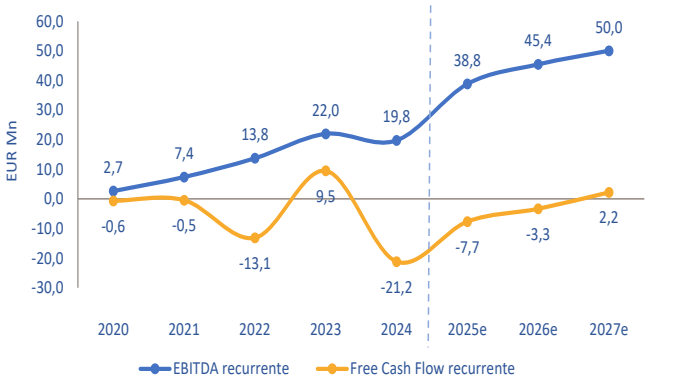
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



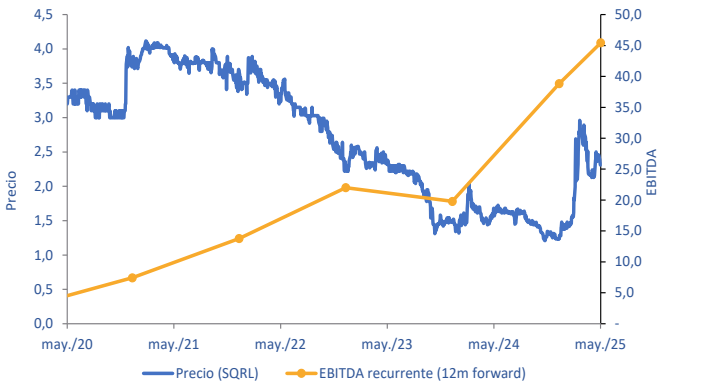
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	7,9	28,9	40,6	87,1	-28,2	-27,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,1	18,4	12,8	53,8	-56,1	-65,6
vs Euro STOXX 50	3,3	32,5	33,0	72,0	-50,0	-60,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,6	17,6	23,2	51,6	-38,7	-59,6
vs Segmento Micro Cap España (1)	3,5	22,8	33,1	65,4	-31,2	-52,6
vs MSCI Europe Micro Cap	1,7	25,8	44,0	79,5	-20,1	-44,5
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	-0,9	33,6	35,9	82,3	-50,3	-64,6

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(4,0)**	**0,3**	**5,8**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**210,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**37,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
Coste de la deuda	9,4%	Coste de la deuda neta	9,2%	9,7%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**7,5%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**7,3%**	**7,7%**
Risk free rate (rf)	3,2%	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	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,1%	D	=	=
WACC	**9,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,5%**	**10,5%**
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	210,4	
+ Minoritarios	12,4	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	15,3	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	37,3	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	14,2	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**261,1**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	7,4%	20,9%	14,7%	17,1%	11,7%

	2022	2027e
ROCE - WACC	2,3%	4,6%
FCF Yield - WACC	n.a.	-7,2%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	15,0%	50,1	5,2x
Central	13,6%	45,4	5,7x
Min	12,2%	40,8	6,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	8,1%	9,0%	9,9%
50,1	4,3	1,3	(1,7)
45,4	(0,3)	(3,3)	(6,4)
40,8	(5,0)	(8,0)	(11,0)

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	2,1%	0,6%	n.a.
Central	n.a.	n.a.	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Publicidad (Grandes players)					Sector Media en España				Grandes Jugadores mundiales de media			
	EUR Mn	Omnicom	WPP	Publicis	Interpublic	Average	Atresmedia	Prisa	Vocento	Average	Vivendi	Paramount	Average	SQRL
Datos Mercado	Ticker (Factset)	OMC-US	WPP-GB	PUB-FR	IPG-US		A3M-ES	PRS-ES	VOC-ES		VIV-FR	paraa-us		SQRL-ES
	País	USA	UK	France	USA		Spain	Spain	Spain		USA	USA		Spain
	Market cap	12.577,3	7.592,6	24.056,0	7.822,0		1.389,4	524,9	79,0		2.899,1	7.498,3		210,4
	Enterprise value (EV)	16.583,6	12.314,5	25.563,0	9.978,3		1.260,1	1.125,9	178,8		5.474,1	18.787,7		261,1
Información financiera básica	Total Ingresos	14.146,8	12.660,0	14.721,6	7.678,8		1.028,1	958,1	345,1		307,8	24.984,8		289,6
	Cto.Total Ingresos	*2,3%*	*-27,8%*	*-8,2%*	*-18,5%*	*-13,1%*	*11,9%*	*8,8%*	*0,9%*	*7,2%*	*3,6%*	*-3,0%*	*0,3%*	*100,4%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*3,6%*	*1,9%*	*6,0%*	*2,9%*	*3,6%*	*-0,3%*	*3,1%*	*n.a.*	*1,4%*	*2,2%*	*0,6%*	*1,4%*	*11,5%*
	EBITDA	2.305,2	2.258,4	3.185,6	1.334,1		176,4	194,2	25,5		(18,0)	2.442,5		38,8
	Cto. EBITDA	*1,0%*	*-9,8%*	*1,1%*	*-10,4%*	*-4,5%*	*-0,7%*	*32,7%*	*326,0%*	*119,4%*	*-132,1%*	*38,5%*	*-46,8%*	*78,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*4,4%*	*2,4%*	*5,3%*	*7,8%*	*5,0%*	*-1,2%*	*7,2%*	*n.a.*	*3,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*13,5%*
	EBITDA/Ingresos	*16,3%*	*17,8%*	*21,6%*	*17,4%*	*18,3%*	*17,2%*	*20,3%*	*7,4%*	*14,9%*	*n.a.*	*9,8%*	*9,8%*	*13,4%*
	EBIT	2.102,9	1.885,7	2.580,6	1.045,4		159,0	120,0	1,8		(51,5)	2.037,3		26,9
	Cto. EBIT	*1,6%*	*-1,6%*	*6,6%*	*-17,1%*	*-2,6%*	*-0,8%*	*51,9%*	*104,9%*	*52,0%*	*62,1%*	*43,7%*	*52,9%*	*117,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*4,5%*	*3,4%*	*6,2%*	*12,1%*	*6,6%*	*-1,6%*	*10,9%*	*n.a.*	*4,6%*	*51,7%*	*1,7%*	*26,7%*	*9,6%*
	EBIT/Ingresos	*14,9%*	*14,9%*	*17,5%*	*13,6%*	*15,2%*	*15,5%*	*12,5%*	*0,5%*	*9,5%*	*n.a.*	*8,2%*	*8,2%*	*9,3%*
	Beneficio Neto	1.380,1	1.053,8	1.749,1	847,5		120,8	8,0	4,1		55,0	685,1		11,7
	Cto. Beneficio Neto	*5,7%*	*63,4%*	*5,4%*	*39,4%*	*28,5%*	*0,4%*	*166,9%*	*104,2%*	*90,5%*	*118,6%*	*112,5%*	*115,6%*	*102,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*5,2%*	*3,0%*	*7,6%*	*5,2%*	*5,3%*	*-2,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*-2,2%*	*55,1%*	*15,2%*	*35,1%*	*11,6%*
	CAPEX/Ventas	*0,8%*	*2,7%*	*1,6%*	*1,6%*	*1,7%*	*3,4%*	*5,3%*	*3,5%*	*4,1%*	*2,0%*	*0,9%*	*1,5%*	*9,0%*
	Free Cash Flow	1.422,3	1.056,2	1.985,0	804,5		109,8	33,0	7,0		(48,5)	446,3		(7,7)
	Deuda financiera Neta	1.362,1	4.675,4	(1.106,5)	962,0		(83,2)	682,9	39,9		2.237,2	10.390,4		50,0
	DN/EBITDA (x)	0,6	2,1	(0,3)	0,7	0,8	(0,5)	3,5	1,6	1,5	n.a.	4,3	4,3	1,3
	Pay-out	*37,0%*	*44,4%*	*53,1%*	*52,4%*	*46,7%*	*86,4%*	*0,0%*	*74,4%*	*53,6%*	*71,3%*	*17,1%*	*44,2%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,7	7,4	12,7	9,1	9,5	11,5	22,3	18,9	17,5	87,9	18,4	53,1	19,2
	P/BV (x)	3,0	1,7	2,0	2,3	2,3	1,8	n.a.	0,4	1,1	0,7	0,9	0,8	2,9
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,0	1,7	1,3	1,3	1,2	1,2	0,5	1,0	17,8	0,8	9,3	0,9
	EV/EBITDA (x)	7,2	5,5	8,0	7,5	7,0	7,1	5,8	7,0	6,7	n.a.	7,7	7,7	6,7
	EV/EBIT (x)	7,9	6,5	9,9	9,5	8,5	7,9	9,4	n.a.	8,7	n.a.	9,2	9,2	9,7
	ROE	*34,5*	*22,3*	*15,9*	*25,8*	*24,6*	*15,3*	*n.a.*	*2,1*	*8,7*	*0,8*	*4,8*	*2,8*	*17,6*
	FCF Yield (%)	*11,3*	*13,9*	*8,3*	*10,3*	*10,9*	*7,9*	*6,3*	*8,9*	*7,7*	*n.a.*	*6,0*	*6,0*	*n.a.*
	DPA	*2,60*	*0,43*	*3,70*	*1,18*	*1,98*	*0,46*	*0,00*	*0,03*	*0,16*	*0,04*	*0,18*	*0,11*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,0%*	*6,2%*	*3,9%*	*5,6%*	*4,9%*	*7,5%*	*0,0%*	*3,8%*	*3,8%*	*1,3%*	*0,9%*	*1,1%*	*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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos		**3,0**	**4,0**	**3,9**	**6,4**	**10,8**	**32,6**	**70,0**	**79,1**	**129,6**	**144,5**	**289,6**	**333,6**	**360,1**	***n.a.***	***35,6%***
Cto. Total ingresos		*n.a.*	*33,3%*	*-3,5%*	*66,2%*	*67,3%*	*203,0%*	*114,7%*	*13,0%*	*63,8%*	*11,5%*	*100,4%*	*15,2%*	*8,0%*		
EBITDA		**(1,8)**	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,4**	**2,7**	**8,0**	**14,5**	**24,0**	**21,8**	**38,8**	**45,4**	**50,0**	***n.a.***	***32,0%***
Cto. EBITDA		*n.a.*	*82,8%*	*307,3%*	*292,9%*	*-44,8%*	*98,0%*	*197,2%*	*81,9%*	*65,7%*	*-9,3%*	*78,5%*	*17,0%*	*10,1%*		
EBITDA/Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*16,1%*	*38,1%*	*12,6%*	*8,2%*	*11,4%*	*18,3%*	*18,5%*	*15,1%*	*13,4%*	*13,6%*	*13,9%*		
Beneficio neto		**(4,1)**	**(1,2)**	**27,9**	**1,8**	**(1,5)**	**1,5**	**5,6**	**5,4**	**10,3**	**5,8**	**11,7**	**13,7**	**14,5**	***n.a.***	***36,2%***
Cto. Beneficio neto		*n.a.*	*70,6%*	*n.a.*	*-93,5%*	*-182,6%*	*201,4%*	*268,2%*	*-2,2%*	*89,2%*	*-44,1%*	*102,8%*	*17,7%*	*5,7%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)		7,9	7,9	7,8	15,1	19,1	41,0	85,9	87,7	85,9	89,0	96,5	96,5	96,5		
BPA (EUR)		-0,53	-0,15	3,57	0,12	-0,08	0,04	0,06	0,06	0,12	0,06	0,12	0,14	0,15	*n.a.*	*32,5%*
Cto. BPA		*n.a.*	*70,6%*	*n.a.*	*-96,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*75,9%*	*-4,2%*	*93,2%*	*-46,1%*	*87,1%*	*17,7%*	*5,7%*		
BPA ord. (EUR)		-0,53	-0,15	0,23	0,12	-0,08	0,04	0,06	0,05	0,10	0,04	0,12	0,14	0,15	*n.a.*	*52,4%*
Cto. BPA ord.		*n.a.*	*70,6%*	*n.a.*	*-48,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*53,1%*	*-4,3%*	*80,5%*	*-56,3%*	*n.a.*	*17,7%*	*5,7%*		
CAPEX		(0,4)	(0,7)	(1,7)	(1,1)	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(22,2)	(46,5)	(26,1)	(30,0)	(32,4)		
CAPEX/Vtas %		*13,5%*	*16,4%*	*43,1%*	*17,7%*	*54,8%*	*17,7%*	*16,8%*	*28,8%*	*17,2%*	*32,2%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*		
Free Cash Flow		**4,4**	**(1,6)**	**(9,2)**	**(1,5)**	**(5,4)**	**(0,6)**	**(2,8)**	**(25,3)**	**3,8**	**(21,2)**	**(7,7)**	**(3,3)**	**2,2**	***n.a.***	***28,1%***
DN/EBITDA (x) (2)		*n.a.*	*n.a.*	*8,4x*	*1,6x*	*0,8x*	*0,5x*	*0,9x*	*1,6x*	*1,0x*	*1,9x*	*1,3x*	1,2x	1,0x		
PER (x)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,9x*	*n.a.*	*n.a.*	*57,2x*	*38,1x*	*12,4x*	*19,2x*	*19,2x*	16,3x	15,4x		
EV/Vtas (x)		*11,57x*	*9,11x*	*5,29x*	*6,46x*	*5,52x*	*10,06x*	*4,55x*	*3,10x*	*1,34x*	*1,16x*	*0,90x*	0,78x	0,73x		
EV/EBITDA (x) (2)		*n.a.*	*n.a.*	*32,8x*	*16,9x*	*43,9x*	*n.a.*	*40,0x*	*16,9x*	*7,3x*	*7,7x*	*6,7x*	5,7x	5,2x		
Comport. Absoluto		*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*32,5%*	*23,7%*	*24,8%*	*-4,4%*	*-36,2%*	*-36,9%*	*-16,8%*	*87,1%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35		*7,7%*	*2,1%*	*-6,9%*	*55,8%*	*10,6%*	*47,7%*	*-11,4%*	*-32,5%*	*-48,6%*	*-27,5%*	*53,8%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Substrate Artificial Intelligence

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 0,10 (21 may 2025)
Fecha del informe: 26 may 2025

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)	14,0	15,9
EV (Mn EUR y USD)	17,4	19,7
Número de Acciones (Mn)	135,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,17 / 0,12 / 0,09	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,15	
Rotación(1)	277,1	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

YARO Investment Holding	1,8
Autocartera	4,5
United General LTD	5,6
Free Float	86,8

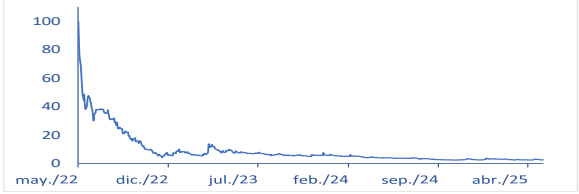
Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	111,2	141,5	145,5	145,5
Total Ingresos	17,6	16,8	19,4	22,3
EBITDA Rec.	-2,2	-1,5	-1,1	-0,6
% Var.	*73,2*	*33,9*	*26,1*	*40,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*17,8*	*3,0*	*13,2*	*16,5*
Beneficio neto	10,0	-2,4	-3,1	-3,2
BPA (EUR)	0,09	-0,02	-0,02	-0,02
% Var.	*133,1*	*-119,0*	*-24,6*	*-3,2*
BPA ord. (EUR)	0,03	-0,02	-0,02	-0,02
% Var.	*111,3*	*-162,6*	*-24,6*	*-3,2*
Free Cash Flow Rec.	-1,3	-3,7	-3,2	-3,0
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	4,2	7,9	11,1	14,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	*31,2*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*13,4*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	3,8	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,3	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,99	1,03	0,90	0,78
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	4,7	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	*3,0*	*-15,8*	*-38,9*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Lorenzo Serratosa 0,6%, José Iván García Braulio 0,6%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Rdos. 2024: los ingresos se duplican hasta EUR 17,5Mn… vs EUR 8,6Mn en 2023, reflejando el impacto del M&A realizado en 2023 (Yamro Holding, Diaximag, PS Vet, Binit y Deltanova) y el crecimiento orgánico. SAI continúa avanzando en su internacionalización alcanzando el 48% de los ingresos (39% en 2023).

…con gran mejora del margen bruto, que alcanza el 76,9% (+10 p.p. versus 2023). EBITDA Rec. mejora (EUR -2,2Mn versus EUR -8,9Mn en 2023) por la buena evolución de los ingresos y por el apalancamiento operativo, con gastos de personal subiendo (+40%) por debajo de ingresos (+103%) y otros gastos de explotación -5%.

2025: impacto en ingresos de las desinversiones, pero continua la mejora de EBITDA por reducción de estructura. Caída en ingresos en 2025 (-4,2%) por el efecto de la desconsolidación de Subgen AI, Binit (Argentina) o Deltanova (Uruguay). Pese a la presión en margen bruto el impacto positivo en costes de estructura, que reducen su peso s/ingresos (2024 89%; 81% 2025e), permite que el EBITDA Rec. siga mejorando (EUR -1,5Mn vs EUR -2,2Mn 2024). La combinación de un crecimiento menos agresivo con la reducción de estructura acercan el break even en EBITDA Rec. y FCF (pero más allá de 2027). La DN sigue siendo la gran restricción del modelo de negocio (DN 2024e EUR 4,2Mn), ya que el contexto de no generación caja implica apalancamiento creciente, potenciales ampliaciones de capital y dilución.

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.

Potencial de mejora de márgenes en el l/p. 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 fácilmente escalable y requiere de un periodo considerable para su desarrollo.

Generación de caja creciente (aunque no esperamos FCF positivo antes de 2027). El desarrollo de un negocio de IA es muy exigente en costes. Estimamos una gran mejora de márgenes en el período 2025e-2027e), perono estimamos EBITDA Rec. y FCF positivo antes de 2027 (EBITDA Rec. 2027e EUR -0,6Mn). 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 pero 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.

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?

Se mantiene el buen momentum de ingresos. El reto es alcazar break even. El proceso inversor y su financiación vía ampliaciones ha implicado altos niveles de dilución. El performance ha estado muy por debajo de mercado y sector -12m (-38,9%; -36,6% vs sector). Tras los resultados 2024, batiendo expectativas tanto en ingresos como en EBITDA el catalizador para el precio de la acción solo puede ser la mejora del EBITDA y alcanzar break even. La reducción de estructura es el gran driver de crecimiento. Este es el "único" catalizador posible: la velocidad de ejecución en el recorte de costes de estructura.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial			2,9	8,7	17,6	17,5	16,6	15,6
Inmovilizado material			0,1	0,2	0,8	1,5	2,1	2,6
Otros activos no corrientes			0,9	2,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Inmovilizado financiero			0,3	1,0	28,1	28,1	28,1	28,1
Fondo de comercio y otros intangibles			16,3	22,5	6,6	6,6	6,6	6,6
Activo circulante			1,5	5,6	6,1	6,5	7,4	8,5
Total activo			**22,1**	**40,0**	**60,2**	**61,3**	**62,0**	**62,6**
Patrimonio neto			18,2	22,9	41,1	38,7	35,6	32,4
Minoritarios			0,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Provisiones y otros pasivos a LP			0,6	4,3	4,9	4,9	4,9	4,9
Otros pasivos no corrientes			0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Deuda financiera neta			1,9	5,7	4,2	7,9	11,1	14,0
Pasivo circulante			0,8	5,7	8,7	8,5	9,2	9,9
Total pasivo			**22,1**	**40,0**	**60,2**	**61,3**	**62,0**	**62,6**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
Total Ingresos			**3,1**	**8,6**	**17,6**	**16,8**	**19,4**	**22,3**	***n.a.***	***8,2%***
Cto.Total Ingresos			*n.a.*	*174,5%*	*103,9%*	*-4,2%*	*15,0%*	*15,0%*		
Coste de ventas			(0,5)	(2,9)	(4,0)	(4,6)	(6,0)	(7,8)		
Margen Bruto			**2,6**	**5,8**	**13,5**	**12,2**	**13,3**	**14,5**	***n.a.***	***2,3%***
Margen Bruto / Ingresos			*84,5%*	*66,9%*	*76,9%*	*72,7%*	*68,8%*	*65,0%*		
Gastos de personal			(3,2)	(4,0)	(5,5)	(5,6)	(5,9)	(6,2)		
Otros costes de explotación			(2,8)	(10,1)	(10,2)	(8,1)	(8,5)	(8,9)		
EBITDA recurrente[(1)]			**(3,4)**	**(8,3)**	**(2,2)**	**(1,5)**	**(1,1)**	**(0,6)**	***n.a.***	***33,9%***
Cto.EBITDA recurrente			*n.a.*	*-143,8%*	*73,2%*	*33,9%*	*26,1%*	*40,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,2)	(0,7)	(0,0)	-	-	-		
Gastos capitalizados			1,6	5,2	7,9	2,0	1,5	1,5		
EBITDA			**(2,0)**	**(3,7)**	**5,7**	**0,5**	**0,4**	**0,9**	***n.a.***	***-46,7%***
Depreciación y provisiones			(0,3)	(0,6)	(1,8)	(2,4)	(2,7)	(3,1)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT			**(2,3)**	**(4,9)**	**3,7**	**(2,0)**	**(2,5)**	**(2,4)**	***n.a.***	***-38,3%***
Cto.EBIT			*n.a.*	*-112,0%*	*176,3%*	*-153,7%*	*-23,9%*	*3,4%*		
EBIT / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*21,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Impacto fondo de comercio y otros			(13,1)	(2,6)	(0,3)	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,3)	(0,7)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,8)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			**(15,6)**	**(8,2)**	**3,0**	**(2,4)**	**(3,1)**	**(3,2)**	***n.a.***	***-45,1%***
Cto.Beneficio ordinario			*n.a.*	*47,5%*	*137,0%*	*-179,8%*	*-28,1%*	*-3,2%*		
Extraordinarios			-	-	5,6	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			**(15,6)**	**(8,2)**	**8,7**	**(2,4)**	**(3,1)**	**(3,2)**	***n.a.***	***-33,3%***
Impuestos			0,6	(0,3)	1,3	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios			(0,0)	(0,3)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			**(15,1)**	**(8,7)**	**10,0**	**(2,4)**	**(3,1)**	**(3,2)**	***n.a.***	***-32,4%***
Cto.Beneficio neto			*n.a.*	*42,1%*	*214,6%*	*-124,2%*	*-28,1%*	*-3,2%*		
Beneficio ordinario neto			**(15,5)**	**(7,8)**	**3,0**	**(2,4)**	**(3,1)**	**(3,2)**	***n.a.***	***-45,1%***
Cto. Beneficio ordinario neto			*n.a.*	*49,8%*	*139,1%*	*-179,6%*	*-28,1%*	*-3,2%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 20-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente						**(1,5)**	**(1,1)**	**(0,6)**	***n.a.***	***33,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,3)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**-2,3**	**-1,5**	**-1,1**	***n.a.***	***n.a.***
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,6)	(0,8)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(3,7)**	**(3,2)**	**(3,0)**	***n.a.***	***-31,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(3,7)**	**(3,2)**	**(3,0)**	***n.a.***	***-5,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**3,7**	**3,2**	**3,0**		

(3) EBITDA "Cash", que excluye ingresos por capitalización de gastos.

Analítica del Free Cash Flow (I)

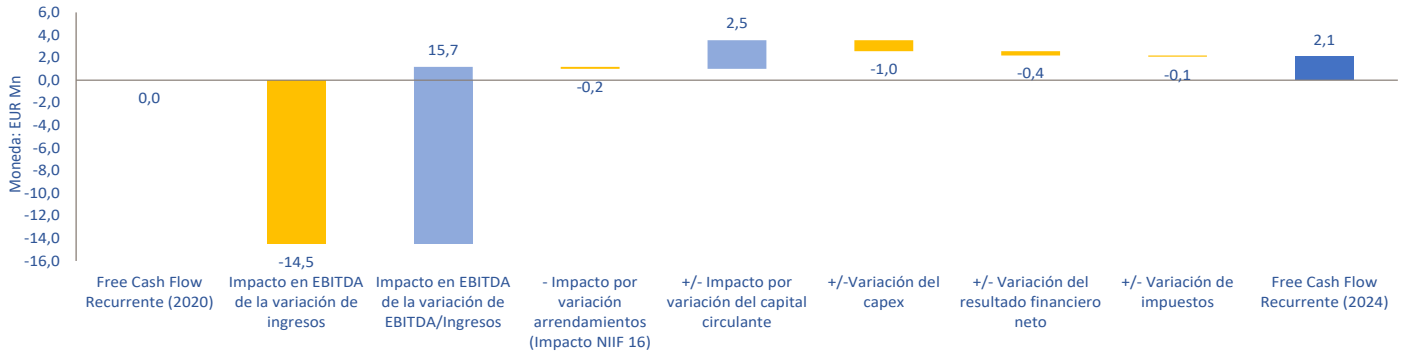
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente		**(3,4)**	**(8,3)**	**(2,2)**	**(1,5)**	**(1,1)**	**(0,6)**	***n.a.***	***33,9%***
Cto.EBITDA recurrente		*n.a.*	*-143,8%*	*73,2%*	*33,9%*	*26,1%*	*40,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,0)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante		(0,7)	0,8	2,5	(0,6)	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente		**(4,2)**	**(8,0)**	**0,2**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(1,1)**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente		*n.a.*	*-91,6%*	*101,9%*	*n.a.*	*31,9%*	*26,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*0,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- CAPEX		(0,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,8)		
- Impuestos		-	-	(0,1)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente		**(4,4)**	**(9,1)**	**(1,3)**	**(3,7)**	**(3,2)**	**(3,0)**	***n.a.***	***-31,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente		*n.a.*	*-107,1%*	*85,6%*	*-180,9%*	*13,9%*	*6,8%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros		-	0,5	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	0,3	(1,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow		**(4,4)**	**(8,3)**	**(2,5)**	**(3,7)**	**(3,2)**	**(3,0)**	***n.a.***	***-5,2%***
Cto. Free Cash Flow		*n.a.*	*-88,3%*	*69,2%*	*-45,0%*	*13,9%*	*6,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		**-**	**(4,4)**	**(9,1)**	**(1,3)**	**(3,7)**	**(3,2)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		n.a.	(5,9)	(8,6)	0,1	(0,2)	(0,2)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		n.a.	1,0	14,6	0,7	0,6	0,6
= Variación EBITDA recurrente		**n.a.**	**(4,9)**	**6,1**	**0,8**	**0,4**	**0,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,0)	(0,5)	0,3	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante		(0,7)	1,5	1,7	(3,2)	0,3	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		**(0,8)**	**(3,8)**	**8,1**	**(2,4)**	**0,7**	**0,4**
+/-Variación del CAPEX		(0,1)	(0,8)	(0,1)	(0,0)	-	-
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)
+/- Variación de impuestos		-	-	(0,1)	0,1	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente		**(1,0)**	**(4,7)**	**7,8**	**(2,4)**	**0,5**	**0,2**
Free Cash Flow Recurrente		**(1,0)**	**(9,1)**	**(1,3)**	**(3,7)**	**(3,2)**	**(3,0)**

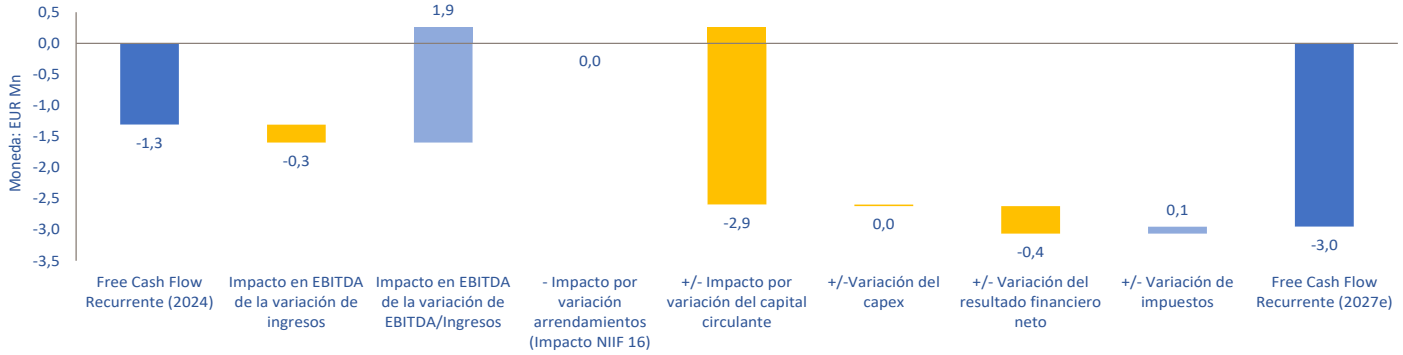
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT		**(2,3)**	**(4,9)**	**3,7**	**(2,0)**	**(2,5)**	**(2,4)**	***n.a.***	***-38,3%***
** Tasa fiscal teórica*		*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		**(3,4)**	**(8,3)**	**(2,2)**	**(1,5)**	**(1,1)**	**(0,6)**	***n.a.***	***33,9%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,0)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante		(0,7)	0,8	2,5	(0,6)	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente		**(4,2)**	**(8,0)**	**0,2**	**(2,3)**	**(1,5)**	**(1,1)**	***n.a.***	***n.a.***
- CAPEX		(0,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		**(4,2)**	**(8,8)**	**(0,8)**	**(3,3)**	**(2,5)**	**(2,1)**	***n.a.***	***-37,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente		*n.a.*	*-108,2%*	*90,7%*	*-294,6%*	*22,1%*	*15,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	0,3	(1,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		**(4,2)**	**(8,6)**	**(2,1)**	**(3,3)**	**(2,5)**	**(2,1)**	***n.a.***	***-1,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)		*n.a.*	*-101,7%*	*76,0%*	*-58,4%*	*22,1%*	*15,7%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

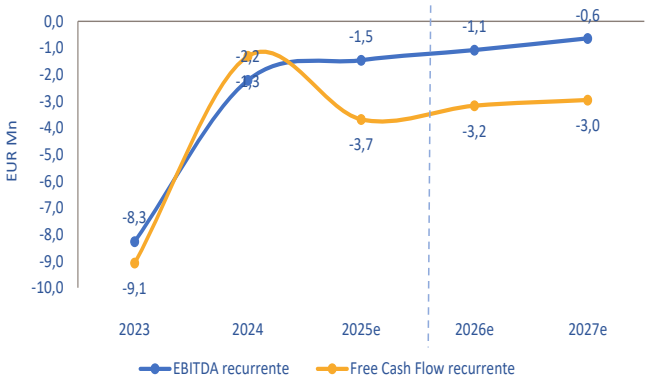
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



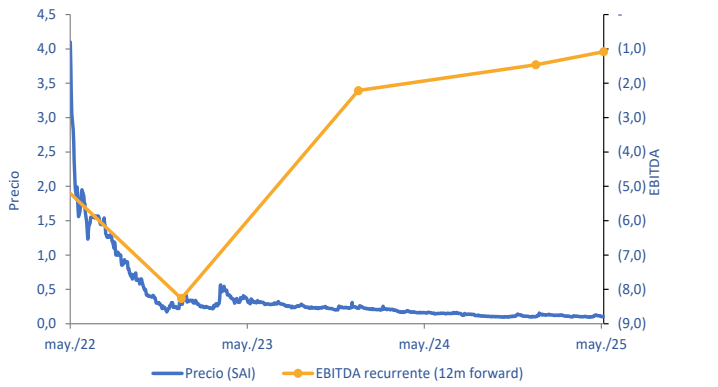
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,0	-15,8	-38,9	-0,8	-96,4	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,5	-22,7	-51,0	-18,4	-97,8	n.a.
vs Euro STOXX 50	-1,4	-13,5	-42,2	-8,8	-97,5	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,0	-23,2	-46,5	-19,6	-96,9	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	-1,1	-19,8	-42,2	-12,3	-96,5	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,9	-17,9	-37,4	-4,8	-96,0	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-7,9	-11,2	-36,6	-5,0	-97,5	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,3)**	**(2,5)**	**(2,1)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**14,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**6,6**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	1,6	B (estimación propia)	1,5	1,7
Coste del Equity	**12,9%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**11,5%**	**14,3%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	68,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	31,9%	D	=	=
WACC	**10,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,6%**	**11,6%**
G "Razonable"	**3,0%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	14,0	
+ Minoritarios	(0,6)	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,8	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	6,6	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	4,3	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**17,4**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4%

	2024	2027e
ROCE - WACC	2,8%	n.a.
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	-9,6%	(1,9)	-9,4x
Central	-8,7%	(1,7)	-10,4x
Min	-7,8%	(1,5)	-11,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	4,7%	5,2%	5,7%
(1,9)	(3,8)	(3,9)	(4,0)
(1,7)	(3,7)	(3,8)	(3,9)
(1,5)	(3,5)	(3,6)	(3,7)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Europa					Estados Unidos			
	EUR Mn	Sidetrade SA	Median Technologies	Linedata Services	Lectra	Average	C3.ai	Palantir Technologies	Average	SAI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ALBFR-FR	ALMDT-FR	LIN-FR	LSS-FR		AI-US	PLTR-US		SAI-ES
	País	France	France	France	France		USA	USA		Spain
	Market cap	393,8	43,0	354,2	896,6		2.559,7	250.911,3		14,0
	Enterprise value (EV)	354,1	68,2	415,5	969,6		1.925,0	246.415,5		17,4
Información financiera básica	Total Ingresos	63,7	26,3	186,2	505,5		410,4	3.419,2		16,8
	Cto.Total Ingresos	*15,9%*	*14,6%*	*1,3%*	*-4,0%*	*6,9%*	*19,9%*	*35,3%*	*27,6%*	*-4,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*17,7%*	*n.a.*	*6,0%*	*11,8%*	*26,9%*	*29,5%*	*28,2%*	*15,0%*
	EBITDA	9,9	(18,6)	53,9	97,5		(66,3)	1.508,2		0,5
	Cto. EBITDA	*46,4%*	*9,0%*	*-0,9%*	*14,1%*	*17,2%*	*6,2%*	*400,2%*	*203,2%*	*-90,5%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*23,5%*	*n.a.*	*13,4%*	*18,5%*	*n.a.*	*33,5%*	*33,5%*	*26,3%*
	EBITDA/Ingresos	*15,5%*	*n.a.*	*28,9%*	*19,3%*	*21,2%*	*n.a.*	*44,1%*	*44,1%*	*3,2%*
	EBIT	9,0	(20,0)	39,5	57,1		(81,6)	1.497,4		(2,0)
	Cto. EBIT	*59,1%*	*10,8%*	*-3,4%*	*30,9%*	*24,4%*	*0,0%*	*447,1%*	*223,6%*	*-153,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*21,0%*	*n.a.*	*19,4%*	*20,2%*	*46,7%*	*33,6%*	*40,2%*	*-9,4%*
	EBIT/Ingresos	*14,1%*	*n.a.*	*21,2%*	*11,3%*	*15,5%*	*n.a.*	*43,8%*	*43,8%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	8,7	(22,1)	27,5	38,5		(50,0)	1.292,1		(2,4)
	Cto. Beneficio Neto	*10,6%*	*12,5%*	*-2,4%*	*23,4%*	*11,0%*	*1,0%*	*217,0%*	*109,0%*	*-124,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*n.a.*	*14,8%*	*n.a.*	*24,0%*	*19,4%*	*74,5%*	*34,3%*	*54,4%*	*-15,0%*
	CAPEX/Ventas	*1,7%*	*4,2%*	*5,3%*	*1,5%*	*3,2%*	*2,3%*	*0,7%*	*1,5%*	*5,9%*
	Free Cash Flow	10,8	(21,0)	27,8	58,7		(23,9)	1.440,3		(3,7)
	Deuda financiera Neta	(28,1)	39,0	39,0	50,3		(647,9)	(5.942,1)		7,9
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	0,7	0,5	0,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*31,3%*	*45,9%*	*19,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	43,7	n.a.	12,9	21,4	26,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	P/BV (x)	7,9	n.a.	2,3	2,4	4,2	3,8	n.a.	3,8	0,4
	EV/Ingresos (x)	5,6	2,6	2,2	1,9	3,1	4,7	n.a.	4,7	1,0
	EV/EBITDA (x)	35,9	n.a.	7,7	9,9	17,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	39,5	n.a.	10,5	17,0	22,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	*18,0*	*n.a.*	*17,6*	*11,0*	*15,6*	*n.a.*	*20,7*	*20,7*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*2,8*	*n.a.*	*7,8*	*6,6*	*5,7*	*n.a.*	*0,6*	*0,6*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*1,74*	*0,47*	*0,55*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*2,4%*	*2,0%*	*1,1%*	*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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Vanadi Coffee

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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 5 locales abiertos y un obrador, todos dentro del territorio nacional. Cotiza en BME Growth desde 2023.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	5,6	6,4
EV (Mn EUR y USD)	6,5	7,4
Número de Acciones (Mn)	12,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,08 / 0,42 / 0,10	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,08	
Rotación(1)	370,5	
Factset / Bloomberg	VANA-ES / VANA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

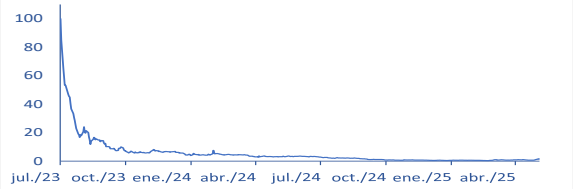
Estructura Accionarial (%)

Alpha Blue Ocean	44,7
Free Float	55,3

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,9	12,7
Total Ingresos	2,0	2,3
EBITDA Rec.	-1,7	-1,1
% Var.	*15,6*	*35,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*17,2*	*8,8*
Beneficio neto	-3,1	-1,3
BPA (EUR)	-1,67	-0,11
% Var.	*58,7*	*93,7*
BPA ord. (EUR)	-1,62	-0,11
% Var.	*54,3*	*93,5*
Free Cash Flow Rec.	-2,1	-1,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00
Deuda financiera neta	0,9	2,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*

Ratios y Múltiplos (x)		
PER	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.
P/BV	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	3,21	2,86
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*42,6*	*155,8*	*-53,1*	*n.a.*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

2024, ingresos "planos". VANA cierra 2024 con ingresos de EUR 2,3Mn (-2% vs 2023). El margen bruto mejora hasta el 64% (c.+8 p.p. vs 2023) y la contención de costes de estructura reduce pérdidas en EBITDA rec. (EUR -1,7Mn vs EUR -2,0Mn 2023).

Cierre de locales y cambio radical de estrategia. VAN ha llevado a cabo un importante cambio de estrategia, girando de un modelo de negocio basado en crecimiento rápido vía aperturas hacia uno de mayor rentabilidad. VANA cerró 2023 con 8 locales comerciales y un obrador central. Y en 2024 da un giro radical a su estrategia de crecimiento no orgánico con el cierre selectivo de tres cafeterías no rentables. El nuevo plan prevé alcanzar 9 locales en 2025 (vs 27 en el anterior plan), 15 en 2026 (vs 41) y 27 en 2027 (vs 55).

El 2025e es clave y determinará el futuro de la compañía. La reducción de pérdidas es positiva. Pero aún estimamos perdidas en 2025e: EBITDA EUR -1,1 y FCF EUR -1,4Mn. Con un modelo de negocio basado en inversión que parte de una Deuda Neta de EUR c.1Mn y patrimonio neto negativo. La falta de masa crítica impide alcanzar break even en 2025. Sin visibilidad sobre la financiación del plan de aperturas a partir de 2026, ceñimos nuestras proyecciones a 2025.

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

Sector dinámico y presencia en lugares turísticos. VAN cuenta con locales ubicados en zonas estratégicas de Alicante, ciudad turística con gran importancia para la industria de la hostelería. Y de gran potencial para un proyecto de restauración.

Cambio estratégico hacia un modelo más rentable. La compañía ha decidido centrar su estrategia en la gestión de locales con mayor rentabilidad. La reducción en el número de aperturas debería reducir los costes de estructura y acelerar el break even. Lo que objetivamente es clave para la viabilidad de VANA.

La gran restricción del modelo de negocio es la financiación. Aunque el modelo de negocio ha girado a un plan de aperturas menos agresivo y más selectivo, todo sigue pivotando sobre el acceso a financiación. Ya que la masa crítica actual no permite costear la estructura y alcanzar break even. Lo que, a corto plazo, reduce el equity story a la captación de recursos. Necesariamente vía equity.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Retraso en el plan de expansión. Un número de aperturas inferior al esperado retrasaría el break-even en EBITDA, aumentando las necesidades de financiación.

Elevado nivel de endeudamiento y dilución. Los accionistas de VANA ya han asumido una elevada dilución desde 2023. Pero el modelo de VANA seguirá basado en crecimiento a coste de más dilución. Y la captación de financiación es *conditio sine qua non* para la ejecución del actual plan de negocio y alcanzar break even.

Patrimonio neto negativo. Las pérdidas acumuladas han llevado a patrimonio neto negativo en 2024 (EUR -0,6Mn) La viabilidad de la compañía es sólo factible a través de equity ya que la dimensión prevista para 2024 (9 locales) no permitiría salir de pérdidas aún. Y llevaría el patrimonio neto 2025e a EUR -2,0Mn.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Objetivamente, muy alto riesgo. La búsqueda de rentabilidad implica cierres de cafeterías y pérdida de masa crítica, lo que dificulta crecer. Y el crecimiento de la red de cafeterías (aunque menos ambicioso ahora) lleva a necesidades de inversión muy elevadas, de consecución incierta e hiperdilutivas. La situación de patrimonio neto negativo en una compañía que muy probablemente seguirá en pérdidas (EBITDA, BN, FCF) en 2025 implica que el riesgo del valor es inevitablemente muy alto. EV/Vtas. 2024 3,21x, por encima de las mid caps del sector (Alsea, Amrest, Greggs; cotizando en media a 1,0x). El performance de la acción (-53,1%, -12m) refleja el riesgo.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Inmovilizado inmaterial			0,3	0,2	0,1	0,1
Inmovilizado material			1,0	1,6	1,0	1,0
Otros activos no corrientes			0,2	0,2	0,2	0,2
Inmovilizado financiero			0,2	0,3	0,3	0,3
Fondo de comercio y otros intangibles			-	0,4	0,4	0,4
Activo circulante			0,4	0,7	0,4	0,4
Total activo			**2,2**	**3,5**	**2,3**	**2,4**
Patrimonio neto			0,5	0,6	(0,6)	(2,0)
Minoritarios			-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP			0,7	0,2	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-
Deuda financiera neta			0,1	1,0	0,9	2,3
Pasivo circulante			0,8	1,7	1,9	1,9
Total pasivo			**2,2**	**3,5**	**2,3**	**2,4**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Total Ingresos			**0,5**	**2,1**	**2,0**	**2,3**
Cto.Total Ingresos			*n.a.*	*336,9%*	*-1,5%*	*12,0%*
Coste de ventas			(0,2)	(0,9)	(0,7)	(0,8)
Margen Bruto			**0,2**	**1,2**	**1,3**	**1,5**
Margen Bruto / Ingresos			*50,7%*	*56,2%*	*64,0%*	*66,5%*
Gastos de personal			(0,6)	(1,8)	(1,8)	(1,4)
Otros costes de explotación			(0,8)	(1,4)	(1,2)	(1,2)
EBITDA recurrente			**(1,2)**	**(2,0)**	**(1,7)**	**(1,1)**
Cto.EBITDA recurrente			*n.a.*	*-66,3%*	*15,6%*	*35,9%*
EBITDA rec. / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Gastos de reestructuración y otros no rec.			-	(0,3)	(0,1)	-
EBITDA			**(1,2)**	**(2,4)**	**(1,8)**	**(1,1)**
Depreciación y provisiones			(0,1)	(0,4)	(0,8)	(0,2)
Gastos capitalizados			-	-	-	-
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-
EBIT			**(1,3)**	**(2,7)**	**(2,6)**	**(1,3)**
Cto.EBIT			*n.a.*	*-112,7%*	*4,6%*	*51,2%*
EBIT / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-
Resultado financiero neto			(0,0)	(0,2)	(0,5)	(0,1)
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-
Beneficio ordinario			**(1,3)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**(1,3)**
Cto.Beneficio ordinario			*n.a.*	*-124,2%*	*-8,1%*	*56,7%*
Extraordinarios			-	-	-	-
Beneficio antes de impuestos			**(1,3)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**(1,3)**
Impuestos			-	-	-	-
Tasa fiscal efectiva			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Minoritarios			-	-	-	-
Actividades discontinuadas			-	-	-	-
Beneficio neto			**(1,3)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**(1,3)**
Cto.Beneficio neto			*n.a.*	*-124,2%*	*-8,1%*	*56,7%*
Beneficio ordinario neto			**(1,3)**	**(2,5)**	**(3,0)**	**(1,3)**
Cto. Beneficio ordinario neto			*n.a.*	*-97,1%*	*-19,8%*	*55,6%*

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
EBITDA recurrente						**(1,1)**
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-
Var.capital circulante						(0,0)
Cash Flow operativo recurrente						**-1,1**
CAPEX						(0,2)
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)
Impuestos						-
Free Cash Flow Recurrente						**(1,4)**
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-
- Adquisiciones / + Desinversiones						-
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-
Free Cash Flow						**(1,4)**
Ampliaciones de capital						-
Dividendos						-
Variación de Deuda financiera neta						**1,4**

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	TACC 21-24
EBITDA recurrente	**(0,1)**	**(1,2)**	**(2,0)**	**(1,7)**	**(1,1)**	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*n.a.*	*-66,3%*	*15,6%*	*35,9%*	
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	0,4	0,6	0,5	(0,0)	
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,1)**	**(0,8)**	**(1,5)**	**(1,2)**	**(1,1)**	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*n.a.*	*n.a.*	*-87,0%*	*19,3%*	*4,4%*	
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- CAPEX	-	(1,4)	(0,8)	(0,2)	(0,2)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	-	(0,0)	(0,2)	(0,5)	(0,1)	
- Impuestos	-	-	-	(0,2)	-	
= Free Cash Flow recurrente	**(0,1)**	**(2,1)**	**(2,4)**	**(2,1)**	**(1,4)**	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*n.a.*	*-11,0%*	*12,0%*	*32,8%*	
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,3)	(0,1)	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,6)	0,3	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,6	0,1	-	-	-	
= Free Cash Flow	**0,6**	**(2,0)**	**(3,3)**	**(1,9)**	**(1,4)**	***-73,1%***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*-450,5%*	*-62,7%*	*44,1%*	*24,9%*	
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*10,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	

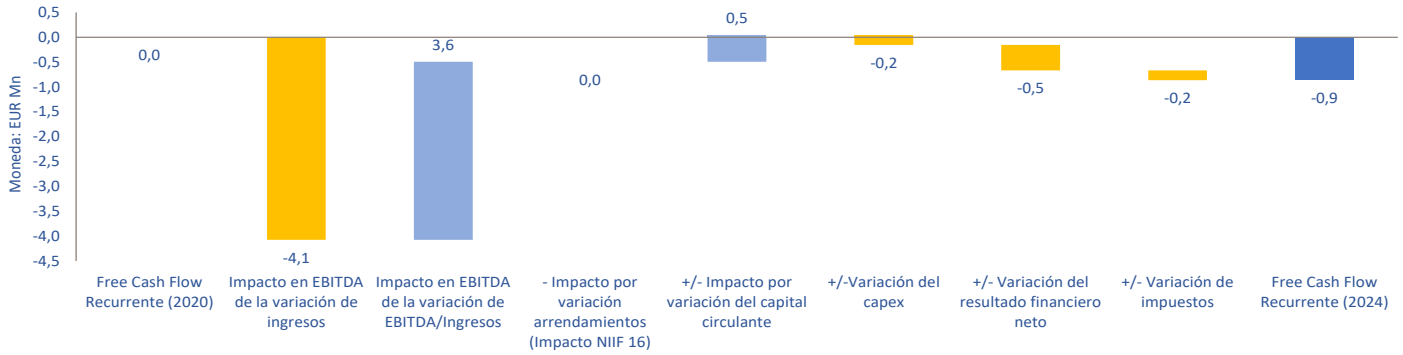
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**-**	**(0,1)**	**(2,1)**	**(2,4)**	**(2,1)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	n.a.	n.a.	(4,1)	0,0	(0,2)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	3,3	0,3	0,8
= Variación EBITDA recurrente	**n.a.**	**n.a.**	**(0,8)**	**0,3**	**0,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,0)	0,5	0,1	(0,0)	(0,6)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,0)**	**0,5**	**(0,7)**	**0,3**	**0,1**
+/-Variación del CAPEX	-	(1,4)	0,6	0,6	-
+/- Variación del resultado financiero neto	-	(0,0)	(0,2)	(0,4)	0,4
+/- Variación de impuestos	-	-	-	(0,2)	0,2
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(0,0)**	**(0,9)**	**(0,2)**	**0,3**	**0,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(0,0)**	**(1,0)**	**(2,4)**	**(2,1)**	**(1,4)**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	TACC 21-24
EBIT	**(0,1)**	**(1,3)**	**(2,7)**	**(2,6)**	**(1,3)**	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	
EBITDA recurrente	**(0,1)**	**(1,2)**	**(2,0)**	**(1,7)**	**(1,1)**	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	0,4	0,6	0,5	(0,0)	
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,1)**	**(0,8)**	**(1,5)**	**(1,2)**	**(1,1)**	***n.a.***
- CAPEX	-	(1,4)	(0,8)	(0,2)	(0,2)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,1)**	**(2,1)**	**(2,2)**	**(1,4)**	**(1,3)**	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*n.a.*	*-4,0%*	*38,0%*	*3,8%*	
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,6)	0,3	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,6	0,1	-	-	-	
= Free Cash Flow "To the Firm"	**0,6**	**(2,0)**	**(2,8)**	**(1,1)**	**(1,3)**	***-56,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*-450,1%*	*-38,5%*	*62,1%*	*-23,1%*	
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*9,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	

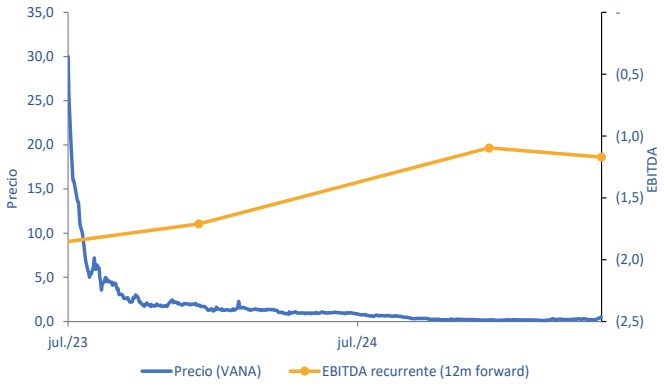
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	42,6	155,8	-53,1	139,1	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	33,6	134,9	-62,4	96,6	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	36,5	162,9	-55,6	119,8	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	30,1	133,3	-58,9	93,8	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España (1)	36,8	143,7	-55,6	111,4	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	34,4	149,7	-51,9	129,5	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Factset Europe Restaurants	30,7	151,6	-58,2	127,9	n.a.	n.a.

(1) Referencia segmento Micro Cap España

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**5,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**0,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**11,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,4%**	**13,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,8%	D	=	=
WACC	**10,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,6%**	**11,9%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	5,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	0,9	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**6,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2024	2027e
ROCE - WACC	n.a.	n.a.
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	-8,2%	(1,3)	-5,1x
Central	-7,5%	(1,2)	-5,6x
Min	-6,8%	(1,1)	-6,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	17,7%	19,7%	21,7%
(1,3)	(1,1)	(1,4)	(1,7)
(1,2)	(1,0)	(1,3)	(1,6)
(1,1)	(0,9)	(1,2)	(1,5)

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Cadenas de restauración					Cadenas de Cafeterías			
	EUR Mn	Amrest	Alsea	Restaurant Brands	Compass Group PLC	Average	Starbucks	Greggs	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	837,8	1.743,5	28.009,0	54.342,7		84.545,1	2.525,5		5,6
	Enterprise value (EV)	2.311,4	3.963,1	35.612,1	60.379,9		104.823,6	2.859,5		6,5
Información financiera básica	Total Ingresos	2.744,7	3.995,8	8.217,9	39.642,7		32.508,6	2.594,2		2,3
	Cto.Total Ingresos	*6,1%*	*10,8%*	*11,4%*	*0,6%*	*7,2%*	*2,0%*	*8,2%*	*5,1%*	*12,0%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*6,2%*	*7,3%*	*3,6%*	*7,1%*	*6,0%*	*7,0%*	*8,4%*	*7,7%*	*n.a.*
	EBITDA	455,3	719,2	2.637,8	3.960,8		5.100,3	432,2		(1,1)
	Cto. EBITDA	*11,3%*	*-23,5%*	*15,8%*	*5,5%*	*2,3%*	*-14,0%*	*10,5%*	*-1,8%*	*38,8%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,9%*	*9,4%*	*5,6%*	*7,9%*	*7,9%*	*15,1%*	*7,4%*	*11,3%*	*41,3%*
	EBITDA/Ingresos	*16,6%*	*18,0%*	*32,1%*	*10,0%*	*19,2%*	*15,7%*	*16,7%*	*16,2%*	*n.a.*
	EBIT	184,3	371,4	2.282,1	2.873,8		3.565,1	236,5		(1,3)
	Cto. EBIT	*26,1%*	*-31,4%*	*11,6%*	*9,9%*	*4,0%*	*-21,2%*	*5,3%*	*-8,0%*	*51,2%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*10,2%*	*13,0%*	*5,8%*	*8,7%*	*9,4%*	*19,3%*	*4,5%*	*11,9%*	*1,8%*
	EBIT/Ingresos	*6,7%*	*9,3%*	*27,8%*	*7,2%*	*12,8%*	*11,0%*	*9,1%*	*10,0%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	73,5	114,2	1.499,7	1.936,2		2.440,5	165,1		(1,3)
	Cto. Beneficio Neto	*755,0%*	*185,0%*	*67,3%*	*46,9%*	*263,6%*	*-26,4%*	*-9,5%*	*-18,0%*	*56,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*18,7%*	*29,3%*	*5,2%*	*10,2%*	*15,9%*	*20,6%*	*3,8%*	*12,2%*	*-4,9%*
	CAPEX/Ventas	*9,1%*	*6,3%*	*3,7%*	*3,4%*	*5,6%*	*6,8%*	*13,4%*	*10,1%*	*8,8%*
	Free Cash Flow	209,1	186,4	1.174,4	1.733,5		2.181,5	(15,6)		(1,4)
	Deuda financiera Neta	1.484,0	1.677,7	11.300,8	4.993,1		14.942,1	436,0		2,3
	DN/EBITDA (x)	3,3	2,3	4,3	1,3	2,8	2,9	1,0	2,0	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*22,4%*	*46,8%*	*50,7%*	*30,0%*	*100,1%*	*50,0%*	*75,1%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,3	15,2	18,7	27,9	19,8	34,4	15,3	24,8	n.a.
	P/BV (x)	2,0	2,7	6,2	7,9	4,7	n.a.	3,3	3,3	n.a.
	EV/Ingresos (x)	0,8	1,0	4,3	1,5	1,9	3,2	1,1	2,2	2,9
	EV/EBITDA (x)	5,1	5,5	13,5	15,2	9,8	20,6	6,6	13,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	12,5	10,7	15,6	21,0	15,0	29,4	12,1	20,7	n.a.
	ROE	*11,4*	*18,0*	*33,3*	*28,2*	*22,7*	*n.a.*	*21,7*	*21,7*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*25,0*	*10,7*	*4,2*	*3,2*	*10,8*	*2,6*	*n.a.*	*2,6*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,03*	*2,20*	*0,58*	*0,70*	*2,15*	*0,81*	*1,48*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*1,5%*	*3,6%*	*1,8%*	*1,7%*	*2,9%*	*3,3%*	*3,1%*	*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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López– lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

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. 82% de su GAV). Dispone de una cartera diversificada pre-Mercal con exposición a residencial (32%), comercial (52%), oficinas (13%) y logístico (3%). Cotiza en BME Growth desde 2016 en régimen de SOCIMI (free float: 94,5%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	150,8	171,1
EV (Mn EUR y USD)	183,4	208,1
Número de Acciones (Mn)	9,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	15,90 / 14,18 / 13,45	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación(1)	7,2	
Factset / Bloomberg	YVIT-ES / YVIT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

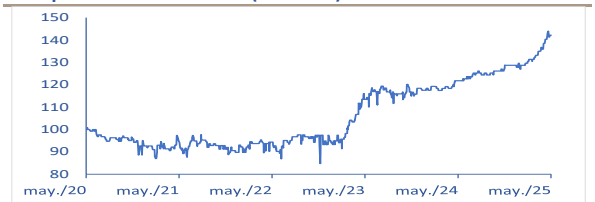
Onchena	5,5
Free Float	94,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,6	9,6	9,6
Total Ingresos	9,9	13,7	15,5	16,0
EBITDA Rec.	5,7	7,9	9,3	9,6
% Var.	*16,5*	*39,6*	*17,7*	*2,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*57,6*	*58,0*	*60,0*	*60,0*
% Var EBITDA sector (2)	*12,1*	*12,5*	*5,6*	*5,6*
Beneficio neto	3,6	4,3	5,5	5,7
BPA (EUR)	0,39	0,45	0,57	0,60
% Var.	*-5,2*	*15,4*	*26,3*	*4,9*
BPA ord. (EUR)	0,28	0,42	0,54	0,57
% Var.	*4,1*	*50,4*	*27,8*	*5,2*
Free Cash Flow Rec.	10,5	4,1	4,8	5,3
Pay-out (%)	*115,6*	*106,8*	*88,8*	*88,9*
DPA (EUR)	0,45	0,48	0,50	0,53
Deuda financiera neta	30,1	49,7	49,7	49,5
DN / EBITDA Rec.(x)	5,3	6,3	5,3	5,2
ROE (%)	*3,2*	*3,3*	*3,5*	*3,7*
ROCE (%)	*3,3*	*3,5*	*3,5*	*3,7*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	40,3	34,9	27,7	26,4
PER Ordinario	55,6	37,0	28,9	27,5
P/BV	1,4	1,0	1,0	1,0
Dividend Yield (%)	*2,9*	*3,1*	*3,2*	*3,4*
EV/Ventas	18,62	13,43	11,81	11,49
EV/EBITDA Rec.	32,3	23,2	19,7	19,2
EV/EBIT	39,1	29,6	25,0	24,1
FCF Yield (%)	*6,9*	*2,7*	*3,2*	*3,5*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*3,3*	*8,9*	*16,7*	*42,2*

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

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2025E?

Los resultados 2024 confirmaron la habilidad de YVIT de aumentar la rentabilidad manteniendo un perfil defensivo. YVIT cerró el 2024 con unos ingresos por rentas de EUR 9,9Mn (+14,6% vs 2023). Crecimiento justificado por: (i) una mayor cartera (GAV 2024 EUR 183Mn vs EUR 163Mn en 2023) y (ii) un nivel de ocupación medio del 97% (+1,0 p.p. vs 2023). YVIT demuestra la capacidad que posee de subir la rentas mientras que el OPEX sube a un ritmo menor que las rentas (+6,5% vs 2023). Lo que se traduce en una mejora del margen EBITDA rec. de 0,9p.p. (vs 2023) hasta el 57,6%.

Tras el anuncio en marzo de la integración de Mercal, con un GAV de EUR 63Mn, esperamos crecimiento inorgánico adicional en 2025e. La mejora en el precio de la acción en los últimos doce meses (+16,7%) ha supuesto la reactivación de la principal vía de crecimiento para YVIT. Como botón de muestra, YVIT ha llegado a un acuerdo con Mercal Inmuebles SOCIMI, S.A. para una fusión por absorción, con un aumento de capital de 2.800.000 acciones nuevas. Esta operación de consolidación de otra sociedad inmobiliaria es la novena que realiza YVIT desde su nacimiento en 2014.

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

Una cartera diversificada que ayuda a disminuir el riesgo. Tras la integración de Mercal, la cartera está compuesta por las siguientes tipologías: residencial (31,9%), comercial (52,4%), oficinas (12,7%) y logístico (7,8%). Además, los inquilinos están diversificados, ninguno representando más del 5% de las rentas totales. Madrid representa el 82,3% del GAV, principalmente en zonas estratégicas y bien localizadas.

La elevada visibilidad (ocupación del 97%) del modelo de negocio, y el mayor tamaño soportan el pago de un dividendo creciente. La sólida generación de caja y la posibilidad de crecimiento ordenado y rentable, que está demostrada, explica el pago de un dividendo creciente (DPA 2025e: EUR 0,48/acc.: +6,7% vs 2024) que a precios actuales implicaría un Dividend Yield 2025e de 3,1%.

Apalancamiento conservador. Con una DN de EUR 30,1Mn a diciembre 2024 y un apalancamiento (LTV) de 16,3%, el endeudamiento de YVIT está por debajo de sus comparables (c.35-40%) y del nivel establecido en los estatutos de la compañía (33%).

Crecimiento rentable y no diluvito vía ampliaciones de capital. La principal vía de crecimiento de YVIT es la actividad inorgánica vía aportaciones patrimoniales. Esperamos que la actividad inorgánica continúe durante los próximos meses. YVIT ha comunicado que en 2025, espera ampliar su cartera a través de nuevas adquisiciones, tanto mediante compras directas de activos como de aportaciones de grupos familiares (contra equity), con el objetivo de cerrar el ejercicio con una cartera valorada en EUR 300 Mn (+12,2% vs cartera post Mercal).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Menor ocupación. Cambios en los niveles de ocupación en los inmuebles, principalmente en las oficinas, locales comerciales o naves logísticas pueden reducir los ingresos de YVIT y disminuir la rentabilidad de la cartera.

Volatilidad en la demanda de alquileres por cambios en las tendencias seculares, la dinámica del trabajo desde casa o el incremento de la penetración del comercio electrónico.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La cotización cerca del NAV (EUR 16,32/acc. a marzo 2025) apoya la reactivación del M&A. Tras el comportamiento de la acción en los últimos 12 meses en términos absolutos (+16,7%), el descuento frente al NAV se ha reducido (c.3,8%) y por lo tanto, la estrategia de crecimiento vía aportaciones patrimoniales se ha reactivado y esperamos que vaya a continuar. YVIT ha demostrado ser una historia de crecimiento rentable, no dilutiva para sus accionistas, y con un nivel de riesgo razonable, desde la perspectiva del apalancamiento.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Inmovilizado inmaterial	2,1	1,9	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
Inmovilizado material	148,7	142,2	133,7	135,8	146,6	209,4	209,5	209,6
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	4,1	3,4	3,7	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3
Fondo de comercio y otros intangibles	0,8	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Activo circulante	2,4	2,7	1,1	4,0	1,0	1,8	1,8	1,8
Total activo	**158,1**	**151,0**	**140,9**	**144,9**	**152,2**	**215,8**	**215,9**	**216,0**
Patrimonio neto	97,5	96,8	97,5	110,6	111,1	154,5	155,1	155,7
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	8,5	8,3	7,5	7,0	5,7	5,5	5,4	5,2
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	51,2	44,2	34,8	26,7	30,1	49,7	49,7	49,5
Pasivo circulante	0,9	1,7	1,1	0,5	5,4	6,1	5,7	5,6
Total pasivo	**158,1**	**151,0**	**140,9**	**144,9**	**152,2**	**215,8**	**215,9**	**216,0**

									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
Total rentas brutas (GRI)	**7,6**	**7,9**	**8,2**	**8,6**	**9,9**	**13,7**	**15,5**	**16,0**	***6,7%***	***17,4%***
Cto.Total Ingresos	*-3,0%*	*4,0%*	*4,1%*	*4,6%*	*14,6%*	*38,6%*	*13,7%*	*2,7%*		
Gastos de explotación	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,5)	(1,8)	(2,6)	(3,0)	(3,0)		
Ingresos Operativos Netos (NOI)	**6,0**	**6,2**	**6,3**	**7,1**	**8,0**	**11,1**	**12,6**	**12,9**	***7,6%***	***17,3%***
Ingresos Operativos Netos / Ingresos	*78,6%*	*78,9%*	*77,1%*	*82,5%*	*81,3%*	*81,0%*	*81,0%*	*81,0%*		
Gastos de personal	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Otros costes de explotación	(1,7)	(1,7)	(1,4)	(2,1)	(2,2)	(2,9)	(3,0)	(3,1)		
EBITDA recurrente	**4,1**	**4,4**	**4,8**	**4,9**	**5,7**	**7,9**	**9,3**	**9,6**	***8,6%***	***19,0%***
Cto.EBITDA recurrente	*-10,0%*	*8,0%*	*8,7%*	*1,9%*	*16,5%*	*39,6%*	*17,7%*	*2,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*53,6%*	*55,6%*	*58,1%*	*56,7%*	*57,6%*	*58,0%*	*60,0%*	*60,0%*		
Otros ingresos y gastos no recurrentes	*0,4*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,1*		
Resultado de Enajenaciones	0,3	(0,1)	(0,2)	1,9	0,6	0,7	-	-		
EBITDA	**4,2**	**4,4**	**6,9**	**5,7**	**6,6**	**8,1**	**9,5**	**9,7**	***12,0%***	***14,0%***
Depreciación y provisiones	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,4)	(1,9)	(2,1)	(2,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de valor de los inmuebles	(0,4)	(0,5)	(1,9)	(0,4)	(0,5)	-	-	-		
EBIT	**2,3**	**2,6**	**3,7**	**4,1**	**4,7**	**6,2**	**7,3**	**7,6**	***19,7%***	***17,5%***
Cto.EBIT	*-34,3%*	*13,9%*	*42,0%*	*10,2%*	*15,4%*	*32,3%*	*18,3%*	*3,6%*		
EBIT / Ingresos	*30,0%*	*32,9%*	*44,8%*	*47,3%*	*47,6%*	*45,4%*	*47,2%*	*47,6%*		
Impacto fondo de comercio y otros	0,1	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(1,2)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,2**	**1,6**	**2,9**	**3,0**	**3,5**	**4,2**	**5,4**	**5,6**	***29,5%***	***17,4%***
Cto.Beneficio ordinario	*-52,5%*	*30,7%*	*78,6%*	*5,6%*	*14,0%*	*21,3%*	*26,9%*	*5,0%*		
Extraordinarios	(9,5)	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(8,3)**	**1,6**	**2,9**	**3,0**	**3,5**	**4,2**	**5,4**	**5,6**	***24,7%***	***17,4%***
Impuestos	0,1	0,1	(0,2)	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*7,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(8,2)**	**1,7**	**2,7**	**3,4**	**3,6**	**4,3**	**5,5**	**5,7**	***24,9%***	***17,0%***
Cto.Beneficio neto	*-404,7%*	*120,9%*	*55,5%*	*26,5%*	*6,2%*	*20,7%*	*26,3%*	*4,9%*		
Beneficio ordinario neto	**1,1**	**1,6**	**0,7**	**2,2**	**2,6**	**4,1**	**5,2**	**5,5**	***22,8%***	***28,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-40,0%*	*40,6%*	*-54,6%*	*205,2%*	*16,6%*	*57,3%*	*27,8%*	*5,2%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**20-24**	**24-27e**
EBITDA recurrente						**7,9**	**9,3**	**9,6**	***8,6%***	***19,0%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,0)	(0,4)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**7,9**	**8,9**	**9,4**	***18,9%***	***-11,3%***
CAPEX						(1,9)	(2,1)	(2,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,0)	(2,0)	(2,0)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**4,1**	**4,8**	**5,3**	***17,4%***	***-20,4%***
Resultado de enajenaciones						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(62,7)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(58,6)**	**4,8**	**5,3**	***-25,5%***	***24,3%***
Ampliaciones de capital						43,7	-	-		
Dividendos						(4,6)	(4,8)	(5,1)		
Variación de Deuda financiera neta						**19,5**	**0,0**	**(0,2)**		

Analítica del Free Cash Flow (I)

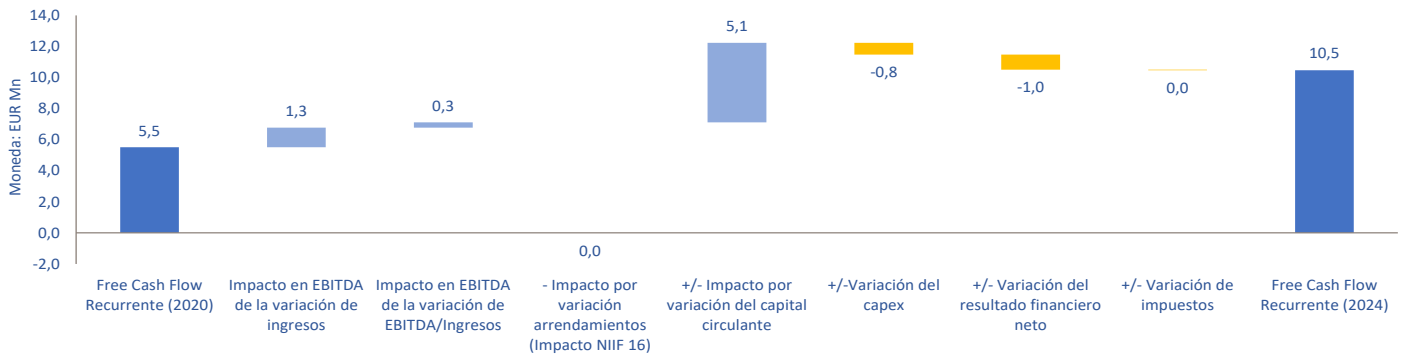
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBITDA recurrente	**4,4**	**4,8**	**4,9**	**5,7**	**7,9**	**9,3**	**9,6**	***8,9%***	***19,0%***
Cto.EBITDA recurrente	*8,0%*	*8,7%*	*1,9%*	*16,5%*	*39,6%*	*17,7%*	*2,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*55,6%*	*58,1%*	*56,7%*	*57,6%*	*58,0%*	*60,0%*	*60,0%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,4	1,0	(3,4)	7,8	(0,0)	(0,4)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**4,8**	**5,8**	**1,5**	**13,5**	**7,9**	**8,9**	**9,4**	***40,7%***	***-11,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-28,3%*	*20,4%*	*-74,8%*	*820,4%*	*-41,2%*	*12,6%*	*5,3%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*61,1%*	*70,7%*	*17,0%*	*n.a.*	*57,9%*	*57,3%*	*58,8%*		
- CAPEX	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,9)	(2,1)	(2,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
- Impuestos	0,0	(0,7)	(0,4)	(0,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**2,9**	**3,4**	**(0,9)**	**10,5**	**4,1**	**4,8**	**5,3**	***52,7%***	***-20,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-46,6%*	*15,8%*	*-126,8%*	*n.a.*	*-61,1%*	*18,0%*	*10,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*37,2%*	*41,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*29,8%*	*30,9%*	*33,1%*		
+/- Otros Ingresos	(0,2)	1,9	0,6	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,6	7,6	(2,4)	(7,9)	(62,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,3)	-	-	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow	**5,0**	**12,9**	**(2,7)**	**2,8**	**(58,6)**	**4,8**	**5,3**	***-18,1%***	***24,3%***
Cto. Free Cash Flow	*-43,8%*	*156,4%*	*-120,6%*	*203,8%*	*n.a.*	*108,2%*	*10,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,9%*	*2,3%*	*n.a.*	*6,9%*	*2,7%*	*3,2%*	*3,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*3,3%*	*8,5%*	*n.a.*	*1,8%*	*n.a.*	*3,2%*	*3,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**5,5**	**2,9**	**3,4**	**(0,9)**	**10,5**	**4,1**	**4,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,2	0,2	0,2	0,7	2,2	1,1	0,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	0,2	(0,1)	0,1	0,1	0,3	(0,0)
= Variación EBITDA recurrente	**0,3**	**0,4**	**0,1**	**0,8**	**2,2**	**1,4**	**0,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,2)	0,6	(4,4)	11,2	(7,8)	(0,4)	0,2
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,9)**	**1,0**	**(4,3)**	**12,0**	**(5,5)**	**1,0**	**0,5**
+/-Variación del CAPEX	(0,8)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,9)	(0,3)	0,0
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,1	(0,2)	(0,9)	(0,0)	(0,0)	0,0
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,7)	0,3	0,3	0,0	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(2,6)**	**0,5**	**(4,3)**	**11,4**	**(6,4)**	**0,7**	**0,5**
Free Cash Flow Recurrente	**2,9**	**3,4**	**(0,9)**	**10,5**	**4,1**	**4,8**	**5,3**

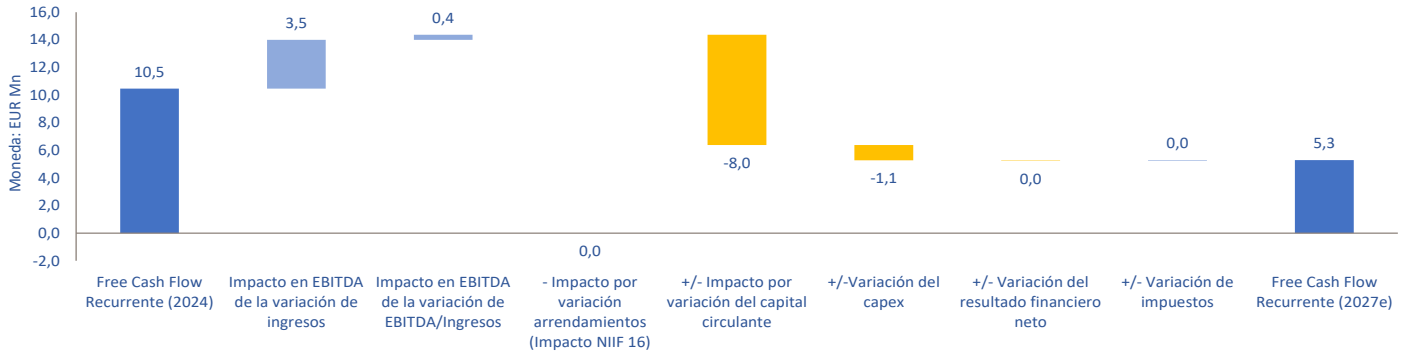
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 21-24	TACC 24-27e
EBIT	**2,6**	**3,7**	**4,1**	**4,7**	**6,2**	**7,3**	**7,6**	***21,8%***	***17,5%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*7,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**4,4**	**4,8**	**4,9**	**5,7**	**7,9**	**9,3**	**9,6**	***8,9%***	***19,0%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,4	1,0	(3,4)	7,8	(0,0)	(0,4)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**4,8**	**5,8**	**1,5**	**13,5**	**7,9**	**8,9**	**9,4**	***40,7%***	***-11,3%***
- CAPEX	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,9)	(2,1)	(2,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**3,8**	**4,6**	**0,5**	**12,5**	**6,1**	**6,8**	**7,3**	***48,7%***	***-16,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-41,7%*	*20,9%*	*-89,6%*	*n.a.*	*-51,4%*	*12,1%*	*7,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	47,9%	55,7%	5,6%	n.a.	44,3%	43,7%	45,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,6	7,6	(2,4)	(7,9)	(62,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,3)	-	-	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**6,1**	**12,1**	**(1,9)**	**4,7**	**(56,6)**	**6,8**	**7,3**	***-7,9%***	***15,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-39,5%*	*99,6%*	*-115,5%*	*351,8%*	*n.a.*	*112,0%*	*7,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*2,1%*	*2,5%*	*0,3%*	*6,8%*	*3,3%*	*3,7%*	*4,0%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*3,3%*	*6,6%*	*n.a.*	*2,6%*	*n.a.*	*3,7%*	*4,0%*		
Flujo de caja operativo (FFO)	**3,7**	**6,1**	**3,1**	**4,8**	**5,4**	**7,6**	**7,8**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)	*24,5x*	*15,5x*	*40,3x*	*27,5x*	*27,8x*	*19,9x*	*19,3x*		
Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	**2,6**	**5,1**	**2,1**	**3,8**	**3,6**	**5,5**	**5,7**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	*34,2x*	*18,4x*	*59,0x*	*34,7x*	*42,2x*	*27,7x*	*26,4x*		

Analítica del Free Cash Flow (II)

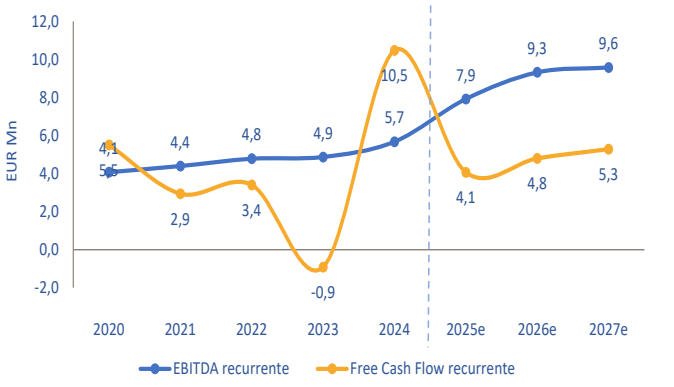
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



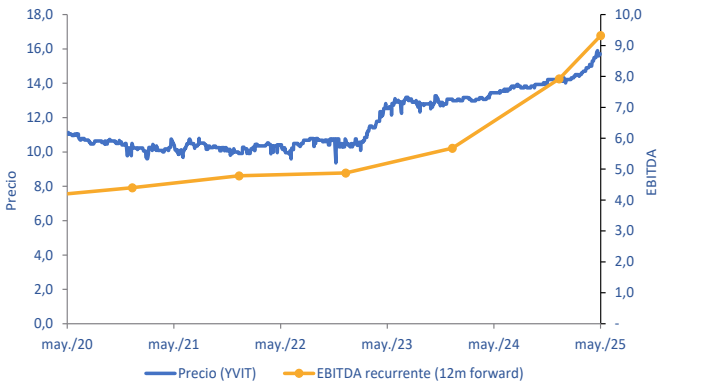
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,3	8,9	16,7	10,5	50,6	42,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,3	0,0	-6,4	-9,2	-7,9	-32,5
vs Euro STOXX 50	-1,1	12,0	10,4	1,5	4,9	-22,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-5,8	-0,6	2,3	-10,5	28,6	-20,8
vs Segmento Micro Cap España (1)	-0,9	4,0	11,2	-2,1	46,4	-6,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,7	6,3	19,6	6,0	67,5	8,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	1,0	7,6	15,8	6,1	86,5	54,8

(1) Referencia segmento Micro Cap España

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(56,6)**	**6,8**	**7,3**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**150,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**29,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)		
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)	3,2%	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	**9,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,2%**	**10,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,5%	D	=	=
WACC	**8,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,4%**	**9,3%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	150,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	5,7	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	29,9	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	3,0	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**183,4**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE (evolución -5y)	1,5%	1,7%	2,4%	2,9%	3,3%

	2024	2027e
ROCE - WACC	-5,1%	-4,7%
FCF Yield - WACC	-1,5%	-4,4%

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

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	66,0%	10,3	17,9x
Central	60,0%	9,3	19,7x
Min	54,0%	8,4	21,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	12,3%	13,7%	15,1%
10,3	6,0	5,7	5,5
9,3	5,0	4,8	4,6
8,4	4,1	3,9	3,7

Escenario	FCF Rec./Yield 26e		
Max	3,9%	3,8%	3,7%
Central	3,3%	3,2%	3,0%
Min	2,7%	2,6%	2,4%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2025e

		Mercado Continuo			Europa				
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Average	SEGRO	Land Securities	Icade	Average	YVIT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES		SGRO-GB	LAND-GB	ICAD-FR		YVIT-ES
	País	Spain	Spain		UK	UK	France		Spain
	Market cap	5.947,3	3.679,4		10.536,6	5.410,6	1.748,8		150,8
	Enterprise value (EV)	9.569,4	9.100,6		15.661,6	10.757,1	5.280,8		183,4
Información financiera básica	Total Ingresos	548,9	413,3		849,7	776,0	370,5		13,7
	Cto.Total Ingresos	*9,1%*	*-19,1%*	*-5,0%*	*5,8%*	*-22,5%*	*-76,4%*	*-31,1%*	*38,6%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,5%*	*6,8%*	*9,2%*	*6,2%*	*2,6%*	*-1,1%*	*2,6%*	*8,1%*
	EBITDA	407,2	338,0		714,4	607,1	306,0		8,1
	Cto. EBITDA	*8,7%*	*1,9%*	*5,3%*	*28,3%*	*26,3%*	*28,3%*	*27,6%*	*22,9%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*11,4%*	*7,5%*	*9,4%*	*6,6%*	*4,7%*	*2,0%*	*4,5%*	*9,8%*
	EBITDA/Ingresos	*74,2%*	*81,8%*	*78,0%*	*84,1%*	*78,2%*	*82,6%*	*81,6%*	*59,0%*
	EBIT	410,1	335,5		744,8	604,7	295,3		6,2
	Cto. EBIT	*10,8%*	*3,4%*	*7,1%*	*36,7%*	*27,1%*	*39,6%*	*34,4%*	*32,3%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*13,0%*	*15,1%*	*14,0%*	*6,7%*	*11,4%*	*9,0%*	*9,0%*	*10,7%*
	EBIT/Ingresos	*74,7%*	*81,2%*	*78,0%*	*87,7%*	*77,9%*	*79,7%*	*81,8%*	*45,4%*
	Beneficio Neto	314,9	213,7		591,7	730,9	258,2		4,3
	Cto. Beneficio Neto	*11,0%*	*-30,5%*	*-9,8%*	*-16,3%*	*55,1%*	*193,8%*	*77,5%*	*20,7%*
	2y TACC (2025e - 2027e)	*8,2%*	*6,9%*	*7,5%*	*7,2%*	*3,4%*	*-5,0%*	*1,9%*	*15,1%*
	CAPEX/Ventas	*153,2%*	*30,6%*	*91,9%*	*102,2%*	*44,5%*	*29,4%*	*58,7%*	*13,6%*
	Free Cash Flow	(50,5)	166,6		102,3	376,4	384,5		(58,6)
	Deuda financiera Neta	4.291,4	4.567,5		6.117,4	4.929,0	3.236,7		49,7
	DN/EBITDA (x)	10,5	13,5	12,0	8,6	8,1	10,6	9,1	6,3
	Pay-out	*68,8%*	*82,8%*	*75,8%*	*83,5%*	*50,1%*	*75,3%*	*69,6%*	*106,8%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,0	17,6	18,3	18,0	11,8	6,9	12,2	34,9
	P/BV (x)	0,8	0,6	0,7	0,7	0,6	0,4	0,6	1,0
	EV/Ingresos (x)	17,4	n.a.	17,4	18,4	13,9	14,3	15,5	13,4
	EV/EBITDA (x)	23,5	26,9	25,2	21,9	17,7	17,3	19,0	23,2
	EV/EBIT (x)	23,3	27,1	25,2	21,0	17,8	17,9	18,9	29,6
	ROE	*4,0*	*3,6*	*3,8*	*3,8*	*5,4*	*5,9*	*5,0*	*3,3*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,5*	*4,5*	*1,0*	*7,0*	*22,0*	*10,0*	*2,7*
	DPA	*0,43*	*0,31*	*0,37*	*0,37*	*0,49*	*2,56*	*1,14*	*0,48*
	Dvd Yield	*4,0%*	*5,2%*	*4,6%*	*4,8%*	*6,8%*	*11,2%*	*7,6%*	*3,1%*

(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)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos						**4,1**	**7,6**	**7,9**	**8,2**	**8,6**	**9,9**	**13,7**	**15,5**	**16,0**	***n.a.***	***17,4%***
Cto. Total ingresos						*n.a.*	*84,6%*	*4,0%*	*4,1%*	*4,6%*	*14,6%*	*38,6%*	*13,7%*	*2,7%*		
EBITDA						**2,4**	**4,2**	**4,4**	**6,9**	**5,7**	**6,6**	**8,1**	**9,5**	**9,7**	***n.a.***	***14,0%***
Cto. EBITDA						*n.a.*	*74,8%*	*5,8%*	*56,0%*	*-17,2%*	*15,1%*	*22,9%*	*17,4%*	*2,7%*		
EBITDA/Ingresos						*57,9%*	*54,8%*	*55,8%*	*83,6%*	*66,3%*	*66,6%*	*59,0%*	*60,9%*	*60,9%*		
Beneficio neto						**1,1**	**(8,2)**	**1,7**	**2,7**	**3,4**	**3,6**	**4,3**	**5,5**	**5,7**	***n.a.***	***17,0%***
Cto. Beneficio neto						*n.a.*	*-828,3%*	*120,9%*	*55,5%*	*26,5%*	*6,2%*	*20,7%*	*26,3%*	*4,9%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						4,9	5,7	7,5	8,2	8,2	9,2	9,6	9,6	9,6		
BPA (EUR)						0,23	-1,43	0,23	0,32	0,41	0,39	0,45	0,57	0,60	*n.a.*	*15,2%*
Cto. BPA						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*42,7%*	*26,5%*	*-5,2%*	*15,4%*	*26,3%*	*4,9%*		
BPA ord. (EUR)						0,23	0,20	0,21	0,09	0,27	0,28	0,42	0,54	0,57	*n.a.*	*26,5%*
Cto. BPA ord.						*n.a.*	*-12,6%*	*7,3%*	*-58,3%*	*n.a.*	*4,1%*	*50,4%*	*27,8%*	*5,2%*		
CAPEX						(2,6)	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,9)	(2,1)	(2,1)		
CAPEX/Vtas %[1]						*63,5%*	*3,1%*	*13,2%*	*11,5%*	*11,4%*	*10,1%*	*13,6%*	*13,7%*	*13,2%*		
Free Cash Flow						**(5,0)**	**8,9**	**5,0**	**12,9**	**(2,7)**	**2,8**	**(58,6)**	**4,8**	**5,3**	**n.a.**	**24,3%**
DN/EBITDA (x) [2]						*15,6x*	*12,3x*	*10,0x*	*5,1x*	*4,7x*	*4,6x*	*6,2x*	5,3x	5,1x		
PER (x)						*54,8x*	*n.a.*	*43,5x*	*33,1x*	*31,8x*	*36,5x*	*34,9x*	27,7x	26,4x		
EV/Vtas (x)						*n.a.*	*16,35x*	*17,02x*	*18,23x*	*n.a.*	*17,36x*	*13,43x*	11,81x	11,49x		
EV/EBITDA (x) [2]						*n.a.*	*29,8x*	*30,5x*	*21,8x*	*30,6x*	*26,1x*	*22,8x*	19,4x	18,9x		
Comport. Absoluto						*2,3%*	*-16,6%*	*-5,6%*	*8,6%*	*21,5%*	*8,7%*	*10,5%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35						*-8,5%*	*-1,3%*	*-12,5%*	*15,0%*	*-1,0%*	*-5,3%*	*-9,2%*				

(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).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

(Página dejada intencionadamente en blanco)

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).

2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.

7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.

8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.

10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.

11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.

12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

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

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

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

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

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

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

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

LIGHTHOUSE
INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS

INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS DESDE 1965
años Ilusión, Esfuerzo y Ambición