

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Auto Components

Fecha del informe: 1 abr 2022

Hora distribución: 8:45

Revisión de estimaciones: A la baja

Precio de Cierre: EUR 11,20 (31 mar 2022)

Lingotes Especiales (LGT) es una pequeña compañía industrial española (Valladolid), especializada en el diseño, fundición y mecanizado de piezas de acero para la industria de automoción, donde es líder en sistemas de frenado: cuota del 12% del mercado europeo de discos de freno (>85% s/Vtas). Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

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

+34 915 904 226

LGT seguirá enfrentando un entorno adverso a lo largo de todo 2022e. Bajamos estimaciones

EL ENTORNO DEL SECTOR AUTOMOCIÓN SEGUIRÁ SIENDO ADVERSO EN 2022E. El sector automoción continua inmerso en el período más complejo de su historia reciente (escasez de semiconductores, disrupciones en las cadenas de suministro, crecimiento exponencial del coste energético...). La guerra entre Rusia y Ucrania no ha hecho más que agravar esta situación (la incertidumbre económica no ayudará a estimular la reactivación de la producción de vehículos; aún muy inferior a 2019).

LO QUE NOS LLEVA A REVISAR NUESTRAS ESTIMACIONES A LA BAJA... LGT no es inmune a este entorno. Y por ello recortamos nuestras estimaciones, retrasando la recuperación de niveles 2019 a 2024e (frente a 2023e de nuestra estimación anterior). En concreto, para 2022e estimamos: (i) vuelta al crecimiento en ingresos, aunque más lenta de lo esperado (EUR 95,5Mn; +11,1% vs 2021; -11,3% vs estimación anterior), (ii) EBITDA de EUR 4Mn (vs EUR 16,8Mn en 2019), muy presionado por el elevado coste energético y (iii) manteniendo un endeudamiento controlado (DN 2022e: EUR 20Mn, completamente en línea con la vista en 2021).

... RETRASANDO LA RECUPERACIÓN DE LOS RESULTADOS DE 2019 HASTA 2024E. Los resultados 2022e continuarán marcados por factores exógenos como la escasez de semiconductores (que afecta a la producción de vehículos por el lado del ingresos) y la subida exponencial del coste energético (por el lado de los costes). Aunque la lenta recuperación de volúmenes de producción de vehículos (aún c. -20% vs 2019) ocurre en un contexto de teórica alta demanda. Lo que nos permite plantear una vuelta a los niveles de 2019 en 2024e (una vez superada la escasez de oferta actual).

PERO SIEMPRE QUE LLOVIÓ, ESCAMPÓ. Si ponemos el foco en 2024e, la recuperación de niveles de ingresos de c. EUR 114Mn (+10% TACC 21e-24e), junto a la normalización de precios de la energía, debiera permitir a LGT generar niveles de EBITDA de EUR 18Mn (Mg. EBITDA 15%; completamente en línea con la media 2013-2020). Una generación de EBITDA que devolverá la generación de FCF Recurrente a niveles de EUR 7Mn (FCF yield 6,5%). Unos números que hoy cotizarían a un EV/EBITDA de 7,8x (vs 5x de su sector en base a consenso 2022e).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	112,0	124,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	133,1	148,1
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	13,20 / 11,78 / 10,05	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽²⁾	8,3	
Factset / Bloomberg	LGT-ES / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Mallorquina de Seguros	6,0
Onchena	5,0
Free Float	34,0

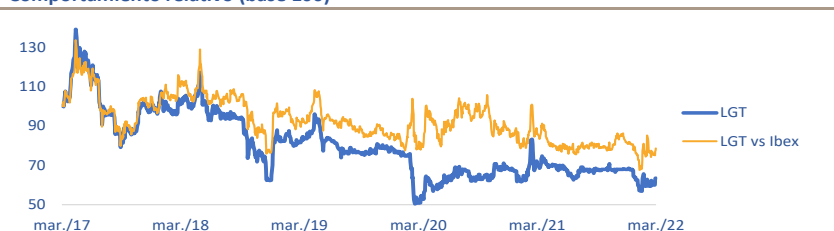
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	85,9	95,5	104,0	114,4
EBITDA Rec. ⁽³⁾	1,5	3,7	10,0	17,2
% Var.	-87,2	146,2	166,8	72,4
% EBITDA Rec./Ing.	1,8	3,9	9,6	15,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	34,6	17,6	15,5	7,2
Beneficio neto	-1,5	-0,5	4,2	9,6
BPA (EUR)	-0,15	-0,05	0,42	0,96
% Var.	-124,8	67,9	983,0	129,1
BPA ord. (EUR)	-0,29	-0,06	0,42	0,96
% Var.	-152,3	78,5	762,3	129,1
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-4,9	-0,2	2,5	7,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	19,9	20,1	17,7	10,4
DN / EBITDA Rec.(x)	13,1	5,4	1,8	0,6
ROE (%)	n.a.	n.a.	9,2	18,4
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	6,7	14,5

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	26,8	11,7
PER Ordinario	n.a.	n.a.	26,8	11,7
P/BV	2,6	2,6	2,4	2,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,55	1,39	1,28	1,16
EV/EBITDA Rec.	n.a.	35,7	13,4	7,8
EV/EBIT	n.a.	n.a.	22,7	10,2
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	2,2	6,5

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	5,2	-6,7	-10,0	-6,7	-22,2	-36,6
vs Ibox 35	5,6	-3,7	-8,6	-3,7	-14,9	-21,4
vs Ibox Small Cap Index	2,8	-9,5	-6,3	-9,5	-39,1	-57,0
vs Eurostoxx 50	5,7	2,8	-9,7	2,8	-33,2	-43,1
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	14,2	6,7	1,7	6,7	-34,3	-37,7

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts.

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

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

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

Revisión de estimaciones: a la baja

El entorno actual hace inevitable un fuerte ajuste a la baja de estimaciones (Ingresos 2022e: -11,3% vs estimación anterior)

El sector automoción continúa inmerso en el período más complejo de su historia reciente, marcado por la escasez de semiconductores (que impide la recuperación de volúmenes, no por falta de demanda, hasta ahora, sino por la escasez de stock) y las disrupciones en las cadenas de suministro. A lo que hay que sumar un crecimiento exponencial del coste energético.

Según datos de ACEA, las matriculaciones de vehículos en Europa retrocedieron c. 2% en 2021, en un año que mostró dos mitades claramente diferenciadas: las matriculaciones aflojaron a partir del verano, cerrando diciembre con una fuerte contracción mensual del 23%. Lo que dejó al mercado europeo por debajo de los 10 millones de coches comercializados por segundo año consecutivo, una cifra que aún se encuentra c. 25% por debajo de los niveles alcanzados en 2019 (y -35% frente a los máximos alcanzados en 2018; Gráfico 1). Un entorno que tuvo su reflejo en los resultados de LGT (Ingresos 2021: -5,8% vs 2020; -25,3% vs 2019).

Gráfico 1. Evolución del número de vehículos matriculados (EU27+EFTA) frente a la evolución de los ingresos de LGT (2009-2021)

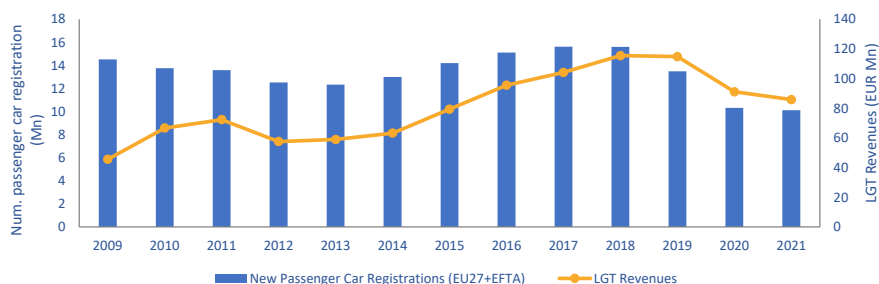
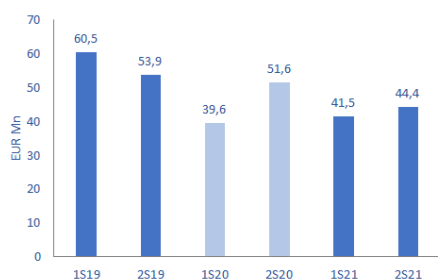


Gráfico 2. Evolución semestral de Ingresos



En concreto, LGT cierra un 2021 realmente complejo en el que el incremento del coste de sus materias primas (chatarra de acero: +53% vs 2020) y el precio de la electricidad (que incrementa el gasto por este concepto en c. EUR 5,8Mn; +65% vs 2020; Gráfico 3) coincide con unos ingresos aún lastrados por la caída de volúmenes en el sector automoción. Por dar una referencia, el fuerte incremento del precio de la electricidad (c. 60% s/otros costes de explotación) empujó los otros costes de explotación hasta EUR 21,2Mn en 2021 (frente a los EUR 20,6Mn de 2019, ¡un ejercicio en que LGT facturó c. 35% más!). Excluyendo el impacto de la subida exponencial del coste de la electricidad durante el 2S21 (Gráfico 3 y 4), el EBITDA 2021 habría alcanzado los EUR 8Mn (vs EUR 2Mn reportados).

Lo anterior actúa sobre las cuentas de LGT de forma implacable, reduciendo el EBITDA a EUR 2Mn (una cifra que se sitúa incluso por debajo de los EUR 4Mn de 2009), impactado por el mal dato del segundo semestre (Gráfico 4). Unos resultados débiles, pero que se explican esencialmente por factores exógenos que afectan a la producción de vehículos (por el lado del ingreso) y la subida exponencial del coste energético (por el lado de los costes).

Gráfico 4. Evolución semestral del EBITDA

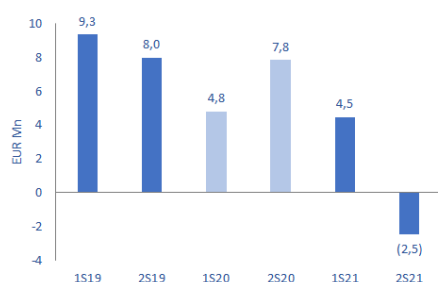
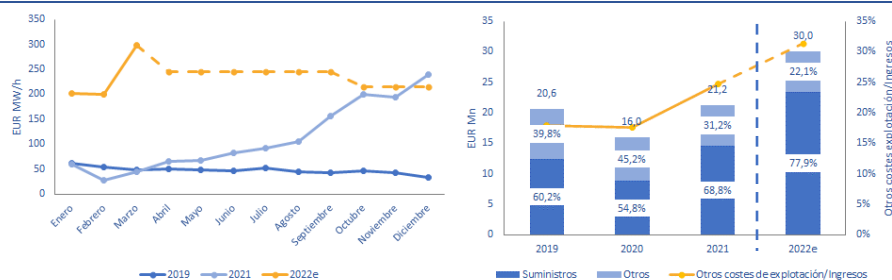


Gráfico 3. Precio de la electricidad en España (EUR MW/h) y evolución de los otros costes de explotación de LGT (2019-2022e)



Nota: El precio 2022e de la electricidad corresponde al precio de los futuros a partir del 30 de marzo de 2022.

El entorno sectorial es más complejo de lo inicialmente estimado y lleva a un ajuste a la baja de nuestras estimaciones (y retrasa a 2024e la vuelta de los rdos. 2019)

Los principales retos a los que se enfrentó el sector en 2021 han continuado durante todo el primer trimestre de 2022. Y con la guerra entre Rusia y Ucrania la situación no ha hecho más que agravarse (la incertidumbre económica no ayudará a estimular la reactivación de la producción de vehículos). LGT no será inmune a este entorno, y por ello, recortamos nuestras estimaciones para este año, retrasando la recuperación de niveles 2019 a 2024e (frente a 2023e de nuestra estimación anterior). En concreto, para 2022e estimamos:

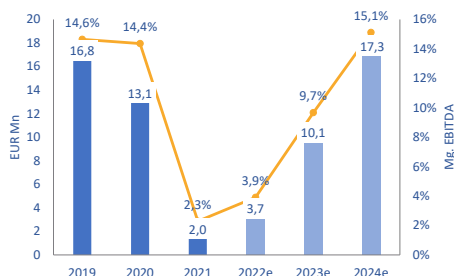
Gráfico 5. Ingresos y Mg. Bruto (2019-2024e)



- **Ingresos: vuelta al crecimiento, aunque más lenta de lo esperado (EUR 95,5Mn; -11,3% vs estimación anterior).** Los principales mercados europeos siguen marcando un ritmo muy débil de recuperación, con unas cifras de matriculaciones que en los dos primeros meses de 2022 se redujeron aún más (-6,4% vs mismo período de 2021). Para el conjunto del ejercicio 2022e, la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA) espera que el suministro de chips se establezca a lo largo del año, lo que debiera permitir un aumento del 7,9% de las matriculaciones de vehículos de pasajeros en Europa.

Si ponemos el foco en LGT, pese a que la recuperación de volúmenes aún continuará siendo lenta, estimamos que la subida de precios (para trasladar las subidas del coste del acero y, parcialmente, de la electricidad) debieran permitir a LGT cerrar 2022e con unos ingresos de EUR 95,5Mn (+11,1% vs 2021; Gráfico 5). Unos ingresos que, pese al crecimiento frente a 2021 (por la débil base comparable), sólo implican un crecimiento del +5% frente a 2020. Y todavía se encuentra cerca de un -17% frente a 2019 (en línea con la estimación para el mercado europeo de vehículos).

Gráfico 6. EBITDA Recurrente y Mg. EBITDA Rec. (2019-2024e)



- **Aunque el elevado precio de la electricidad seguirá pesando (mucho) en EBITDA.** Estimamos un fuerte rebote del margen bruto hasta c. 60% (vs 53% en 2021 y 58,7% en 2020) como resultado de la subida de precios necesaria para traspasar el incremento del coste del acero (que lastró el Mg. Bruto en 2021; por la política de revisión trimestral de precios).

Pese a ello, consideramos que los elevados precios de la energía en España (que no podrán ser traspasados al 100% a los precios de venta) seguirán lastrando la cuenta de resultados. Por ponerlo en contexto, durante el 1T22 el precio medio de la electricidad en España se situó c. +100% por encima del precio medio de 2021 (ver Gráfico 3 en la página anterior). Lo que empujará los otros costes de explotación hasta c. EUR 30Mn (vs EUR 20,6Mn en 2019) y mantendrá el EBITDA 2022e aún bajo presión (c. EUR 4Mn; Gráfico 6 y 7).

Gráfico 7. Desde Ingresos hasta EBITDA (2022e)

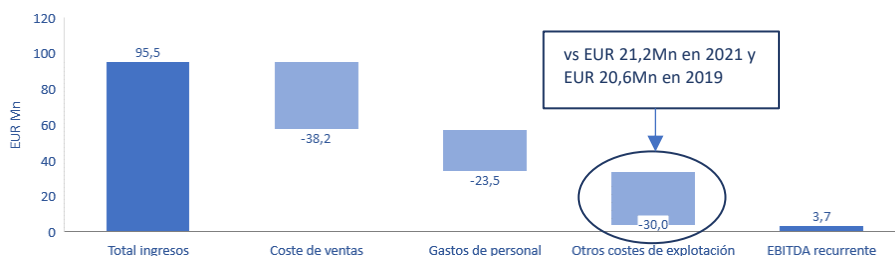
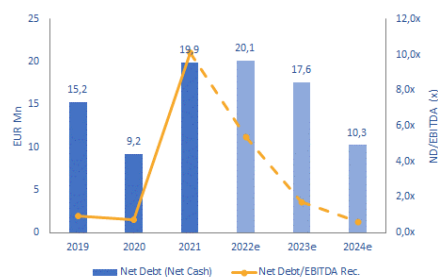


Gráfico 8. Deuda Neta y Deuda Neta/EBITDA



- **Manteniendo un endeudamiento controlado (DN 2022e: EUR 20Mn; en línea con 2020).** Estimamos niveles de CAPEX de c. EUR 4Mn en 2022e (vs EUR 5Mn en 2021). Lo que debiera permitir mantener una Deuda Neta de EUR 20Mn (completamente en línea a la vista en 2021).

La normalización de la generación de EBITDA hasta niveles cercanos a EUR 10Mn en 2023e (Mg. EBITDA c. 10% vs media 2013-2020 de c. 15%) permitirá devolver el ratio DN/EBITDA a niveles razonables (< 2x; Gráfico 8).

- **Pero... ¿Y en el más largo plazo? Siempre que llovió, escampó. La recuperación de niveles 2019 es posible (en 2024e).** Llegados a este punto quizás lo más interesante sea preguntarnos que cabe esperar de LGT en un contexto más normalizado de volúmenes y precios de materias primas y electricidad.

Los resultados 2022e continuarán marcados por factores exógenos, como la escasez de semiconductores (que afecta a la producción de vehículos por el lado del ingreso) y la subida exponencial del coste energético (por el lado de los costes). Pero la lenta recuperación de volúmenes de producción de vehículos en Europa (-20% vs 2019) ocurre en un contexto de teórica alta demanda, por lo que trasladamos la recuperación de los ingresos perdidos en 2022e a 2023e y 2024e (ejercicio en que estimamos que LGT debiera volver a un nivel de facturación similar a 2019; Tabla 1).

A nuestro juicio, la recuperación de ingresos hasta EUR 114Mn en 2024e (+10% TACC 2021e-2024e), junto a una normalización de los precios de la energía, permitirían a LGT recuperar una generación de EBITDA Recurrente de EUR 18Mn (Mg. EBITDA 15%; completamente en línea con la media 2013-2020). Una generación de EBITDA que debiera permitir a LGT generar un FCF Recurrente de c. EUR 7Mn (FCF yield 6,5%) y reducir la Deuda Neta a EUR 10,4Mn (DN/EBITDA < 1x).

El comportamiento del precio de la acción -12m de LGT (-12,2%) se encuentra en línea con el de su sector (Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts -12m: -10,3%). La recuperación de ingresos y márgenes esperada para 2024e cotizaría hoy a 7,8x EV/EBITDA (vs c. 5x de sus principales comparables en Europa; en base a consenso 2022e).

Gráfico 9. Comportamiento de LGT vs Eurostoxx 50 y Stoxx Europe 600 autos & parts desde enero 2020 (pre Covid-19)

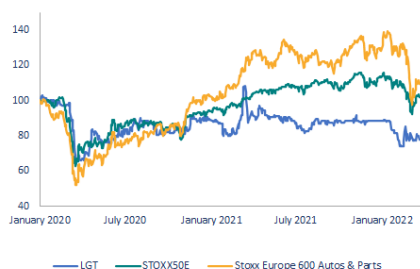


Tabla 1. Revisión de estimaciones (2022e-2024e)

EUR Mn	2022e (New)	2022e	Review (%)	2023e (New)	2023e	Review (%)	2024e (New)
Total Revenues	95,5	107,6	-11,3%	104,0	115,1	-9,6%	114,4
Recurrent EBITDA	3,7	15,6	-76,1%	10,0	18,0	-44,5%	18,0
<i>Rec. EBITDA/Revenues</i>	<i>3,9%</i>	<i>14,5%</i>	<i>-11 p.p.</i>	<i>9,6%</i>	<i>15,0%</i>	<i>-5 p.p.</i>	<i>15,0%</i>
EBIT	-0,3	10,8	-103,0%	5,9	12,4	-52,7%	13,0
Net Profit	-0,5	7,8	-106,1%	4,2	9,1	-53,9%	9,6
Recurrent Free Cash Flow	-0,2	7,8	-103,0%	2,5	7,8	-68,6%	7,3
Deuda Neta	20,1	8,1	147,9%	17,7	6,6	169,6%	10,4
<i>ND / EBITDA</i>	<i>5,4 x</i>	<i>0,5 x</i>	<i>4,9 x</i>	<i>1,8 x</i>	<i>0,4 x</i>	<i>1,4 x</i>	<i>0,6 x</i>

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,5	0,9	1,1	1,6	2,6	3,7	4,7		
Inmovilizado material	49,5	55,1	56,8	57,2	57,1	56,2	55,8	55,9		
Otros activos no corrientes	0,6	0,6	0,5	0,4	1,2	1,2	1,2	1,2		
Inmovilizado financiero	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	28,8	29,5	28,9	28,3	25,7	27,2	29,3	31,0		
Total activo	80,1	86,3	87,7	87,3	85,9	87,4	90,2	93,0		
Patrimonio neto	42,3	44,5	46,2	45,1	43,7	43,2	47,4	57,0		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,9	1,7	1,5	8,3	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2		
Deuda financiera neta	10,7	17,0	15,2	9,2	19,9	20,1	17,7	10,4		
Pasivo circulante	25,2	23,1	24,6	24,5	20,7	22,4	23,5	24,0		
Total pasivo	80,1	86,3	87,7	87,3	85,9	87,4	90,2	93,0		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
Total Ingresos	104,2	115,6	114,9	91,2	85,9	95,5	104,0	114,4	-4,7%	10,0%
Cto. Total Ingresos	9,0%	10,9%	-0,6%	-20,7%	-5,8%	11,1%	9,0%	10,0%		
Coste de ventas	(41,6)	(48,7)	(49,6)	(37,7)	(40,5)	(38,2)	(43,7)	(48,6)		
Margen Bruto	62,6	66,9	65,3	53,5	45,4	57,3	60,3	65,8	-7,7%	13,2%
Margen Bruto / Ingresos	60,1%	57,9%	56,8%	58,7%	52,9%	60,0%	58,0%	57,5%		
Gastos de personal	(26,7)	(28,1)	(27,8)	(25,2)	(22,7)	(23,5)	(25,1)	(26,9)		
Otros costes de explotación	(19,2)	(20,5)	(20,6)	(16,5)	(21,2)	(30,0)	(25,3)	(21,7)		
EBITDA recurrente	16,7	18,2	16,8	11,8	1,5	3,7	10,0	17,2	-45,1%	n.a.
Cto. EBITDA recurrente	-12,1%	8,9%	-7,5%	-29,9%	-87,2%	146,2%	166,8%	72,4%		
EBITDA rec. / Ingresos	16,0%	15,8%	14,6%	12,9%	1,8%	3,9%	9,6%	15,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	0,8	0,5	-	-	-		
EBITDA	16,7	18,2	16,8	12,6	2,0	3,7	10,0	17,2	-41,4%	n.a.
Depreciación y provisiones	(5,0)	(5,5)	(5,5)	(4,5)	(5,1)	(5,0)	(5,0)	(5,1)		
Gastos capitalizados	0,6	0,1	0,4	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	12,4	12,8	11,7	8,7	(2,2)	(0,3)	5,9	13,0	-21,4%	n.a.
Cto. EBIT	-18,8%	3,7%	-8,7%	-25,8%	-124,9%	85,0%	n.a.	121,5%		
EBIT / Ingresos	11,9%	11,1%	10,2%	9,5%	n.a.	n.a.	5,6%	11,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,2)	(0,4)	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	11,9	12,2	11,4	8,4	(2,5)	(0,6)	5,6	12,8	-21,9%	92,7%
Cto. Beneficio ordinario	-16,1%	2,6%	-6,6%	-26,6%	-129,6%	74,5%	983,0%	129,1%		
Extraordinarios	-	-	-	(0,4)	0,5	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	11,9	12,2	11,4	8,0	(2,0)	(0,6)	5,6	12,8	-21,4%	n.a.
Impuestos	(3,0)	(3,0)	(2,7)	(2,1)	0,5	0,2	(1,4)	(3,2)		
Tasa fiscal efectiva	25,1%	24,7%	23,7%	25,7%	n.a.	n.a.	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,9	9,2	8,7	6,0	(1,5)	(0,5)	4,2	9,6	-21,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-14,9%	3,1%	-5,3%	-31,6%	-124,8%	67,9%	983,0%	129,1%		
Beneficio ordinario neto	8,9	9,2	8,7	5,6	(2,9)	(0,6)	4,2	9,6	-23,5%	74,0%
Cto. Beneficio ordinario neto	-14,9%	3,1%	-5,3%	-35,7%	-152,3%	78,5%	762,3%	129,1%		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
EBITDA recurrente						3,7	10,0	17,2	-45,1%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var. capital circulante						0,3	(1,0)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						3,9	8,8	15,8	-68,4%	n.a.
CAPEX						(4,0)	(4,7)	(5,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Impuestos						0,2	(1,4)	(3,2)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,2)	2,5	7,3	-46,8%	51,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,2)	2,5	7,3	-55,1%	56,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,2	(2,5)	(7,3)		

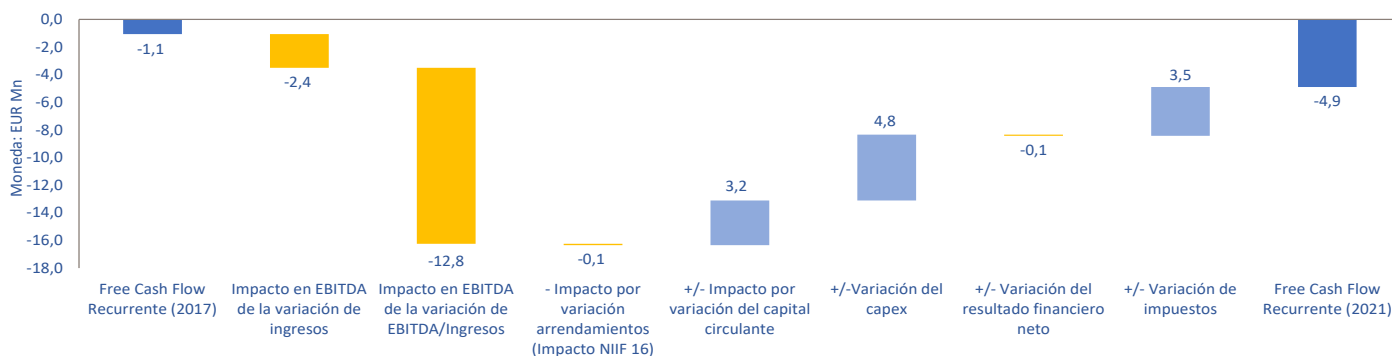
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

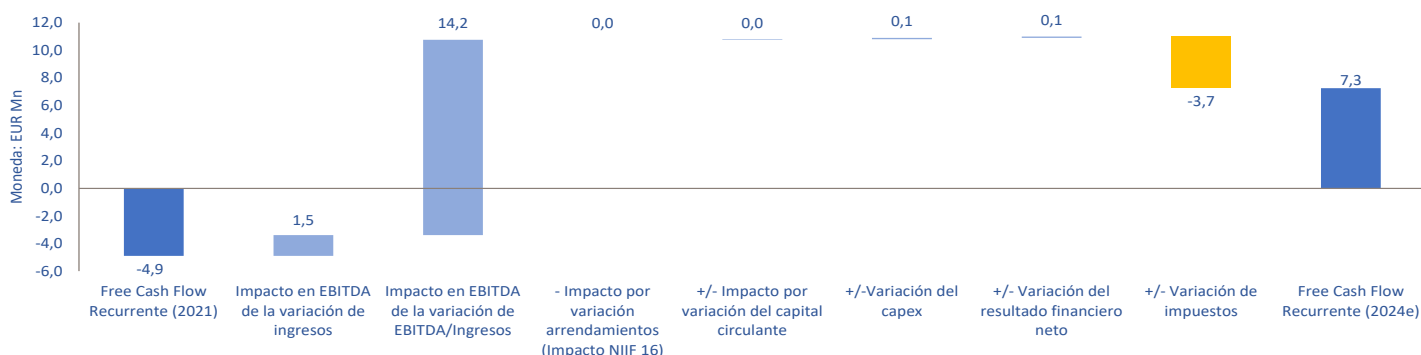
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	18,2	16,8	11,8	1,5	3,7	10,0	17,2	-56,3%	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	8,9%	-7,5%	-29,9%	-87,2%	146,2%	166,8%	72,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	15,8%	14,6%	12,9%	1,8%	3,9%	9,6%	15,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(2,8)	2,1	0,6	(1,3)	0,3	(1,0)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	15,4	18,9	12,3	0,1	3,9	8,8	15,8	-80,1%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	26,8%	22,2%	-35,0%	-99,0%	n.a.	124,6%	79,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	13,4%	16,4%	13,5%	0,1%	4,1%	8,5%	13,8%		
- CAPEX	(11,5)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(4,0)	(4,7)	(5,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
- Impuestos	(3,2)	(2,8)	(1,8)	0,5	0,2	(1,4)	(3,2)		
= Free Cash Flow recurrente	0,6	8,4	4,8	(4,9)	(0,2)	2,5	7,3	n.a.	51,6%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	155,1%	n.a.	-43,4%	-202,9%	95,3%	n.a.	195,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,5%	7,3%	5,2%	n.a.	n.a.	2,4%	6,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	0,8	0,5	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	0,4	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	0,5	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,8	8,8	5,6	(4,0)	(0,2)	2,5	7,3	-91,0%	56,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	216,3%	994,4%	-36,3%	-171,2%	94,2%	n.a.	195,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,5%	7,5%	4,2%	n.a.	n.a.	2,2%	6,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,7%	7,8%	5,0%	n.a.	n.a.	2,2%	6,5%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,1)	0,6	8,4	4,8	(4,9)	(0,2)	2,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,8	(0,1)	(3,5)	(0,7)	0,2	0,3	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,3)	(1,3)	(1,6)	(9,6)	2,0	5,9	6,2		
= Variación EBITDA recurrente	1,5	(1,4)	(5,0)	(10,3)	2,2	6,2	7,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,8	4,9	(1,5)	(1,9)	1,6	(1,3)	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	3,3	3,4	(6,6)	(12,2)	3,8	4,9	7,0		
+/- Variación del CAPEX	(1,5)	4,0	2,1	0,2	1,2	(0,7)	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,0)	0,0	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,5	1,0	2,3	(0,4)	(1,6)	(1,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,6	7,8	(3,6)	(9,6)	4,7	2,7	4,8		
Free Cash Flow Recurrente	0,6	8,4	4,8	(4,9)	(0,2)	2,5	7,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	12,8	11,7	8,7	(2,2)	(0,3)	5,9	13,0	-29,4%	n.a.
* Tasa fiscal teórica	24,7%	23,7%	25,7%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,2)	(2,8)	(2,2)	-	-	(1,5)	(3,3)		
EBITDA recurrente	18,2	16,8	11,8	1,5	3,7	10,0	17,2	-56,3%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	(2,8)	2,1	0,6	(1,3)	0,3	(1,0)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	15,4	18,9	12,3	0,1	3,9	8,8	15,8	-80,1%	n.a.
- CAPEX	(11,5)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(4,0)	(4,7)	(5,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,2)	(2,8)	(2,2)	-	-	(1,5)	(3,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,8	8,6	4,6	(5,1)	(0,1)	2,7	7,4	n.a.	51,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	187,8%	960,0%	-46,6%	-211,6%	98,4%	n.a.	177,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	0,7%	7,5%	5,0%	n.a.	n.a.	2,6%	6,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	0,4	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	0,5	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,0	9,0	4,6	(4,7)	(0,1)	2,7	7,4	-86,7%	53,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	284,1%	768,6%	-48,9%	-201,7%	98,3%	n.a.	177,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	0,6%	6,5%	3,4%	n.a.	n.a.	2,0%	5,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	0,8%	6,8%	3,4%	n.a.	n.a.	2,0%	5,6%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

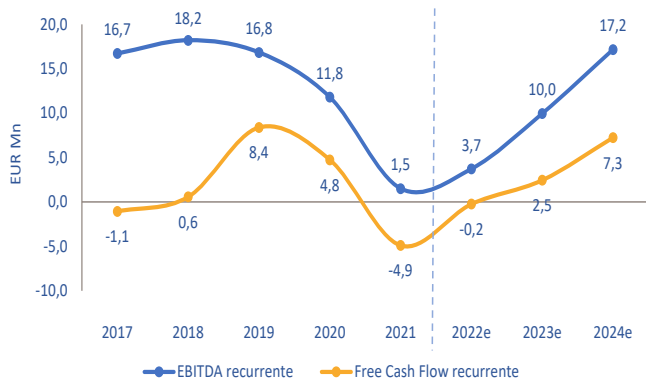
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



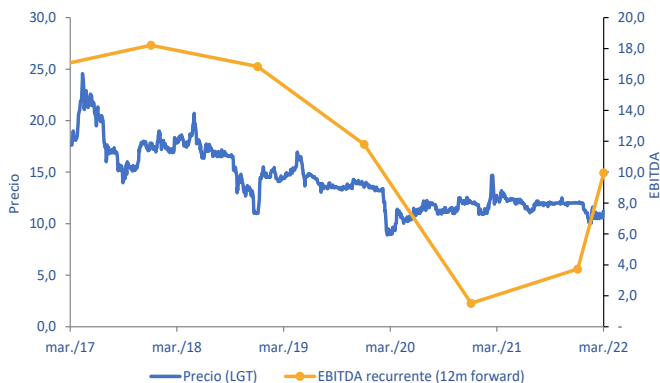
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mln	Fuente
Market Cap	112,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	19,9	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	133,1	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)															TACC	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	11-21	21-24e
Total Ingresos	71,7	56,0	59,0	63,3	79,5	95,6	104,2	115,6	114,9	91,2	85,9	95,5	104,0	114,4	1,8%	10,0%
Cto. Total Ingresos	n.a.	-22,0%	5,5%	7,3%	25,5%	20,3%	9,0%	10,9%	-0,6%	-20,7%	-5,8%	11,1%	9,0%	10,0%		
EBITDA	9,7	4,2	7,2	8,7	13,2	19,0	16,7	18,2	16,8	12,6	2,0	3,7	10,0	17,2	-14,7%	n.a.
Cto. EBITDA	n.a.	-56,4%	69,7%	22,0%	50,8%	44,6%	-12,1%	8,9%	-7,5%	-24,9%	-84,4%	89,6%	166,8%	72,4%		
EBITDA/Ingresos	13,5%	7,5%	12,1%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	15,8%	14,6%	13,9%	2,3%	3,9%	9,6%	15,0%		
Beneficio neto	3,6	0,3	2,5	4,0	6,7	10,5	8,9	9,2	8,7	6,0	(1,5)	(0,5)	4,2	9,6	-9,2%	n.a.
Cto. Beneficio neto	n.a.	-92,9%	876,0%	58,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-31,6%	-124,8%	67,9%	983,0%	129,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	11,0	11,0	10,9	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0		
BPA (EUR)	0,33	0,02	0,23	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,60	-0,15	-0,05	0,42	0,96	-9,4%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	-92,9%	n.a.	74,3%	67,3%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-31,6%	n.a.	67,9%	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)	0,33	0,02	0,23	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,56	-0,29	-0,06	0,42	0,96	-11,2%	74,0%
Cto. BPA ord.	n.a.	-92,9%	n.a.	74,3%	67,3%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-35,7%	n.a.	78,5%	n.a.	n.a.		
CAPEX	(2,8)	(2,7)	(2,0)	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(4,0)	(4,7)	(5,2)		
CAPEX/Vtas %	3,9%	4,8%	3,4%	5,5%	7,7%	18,9%	9,6%	9,9%	6,5%	6,0%	6,1%	4,2%	4,5%	4,5%		
Free Cash Flow	1,8	2,0	9,0	0,7	10,3	(0,3)	(0,7)	0,8	8,8	5,6	(4,0)	(0,2)	2,5	7,3	-15,6%	56,3%
DN/EBITDA (x) (2)	0,8x	1,7x	0,0x	0,7x	-0,2x	0,2x	0,6x	0,9x	0,9x	0,7x	10,1x	5,4x	1,8x	0,6x		
PER (x)	7,7x	93,8x	13,1x	9,4x	12,5x	13,5x	19,9x	12,0x	15,5x	20,3x	n.a.	n.a.	26,8x	11,7x		
EV/Vtas (x)	0,55x	0,63x	0,46x	0,63x	0,51x	0,92x	1,48x	1,70x	1,10x	1,68x	1,65x	1,39x	1,28x	1,16x		
EV/EBITDA (x) (2)	4,1x	8,3x	3,8x	4,6x	3,1x	4,6x	9,2x	10,8x	7,5x	12,1x	n.a.	35,7x	13,4x	7,8x		
Comport. Absoluto	-13,2%	-13,1%	36,7%	24,8%	123,3%	69,0%	25,4%	-38,2%	23,2%	-10,7%	-0,8%	-6,7%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-0,1%	-8,9%	12,6%	20,4%	140,5%	72,5%	16,7%	-27,3%	10,2%	5,6%	-8,1%	-3,7%				

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

Anexo 5. Principales comparables 2022e

Dato	EUR Mn	Auto-Parts				Average	Frenos		Average	LGT
		CIE Automotive	Gestamp	Faurecia	Voestalpine		Brembo SPA	Haldex AB		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CIE-ES	GEST-ES	EO-FR	VOE-AT		BRE-IT	HLDX-SE		LGT-ES
	País	Spain	Spain	France	Austria		Italy	Sweden		Spain
	Market cap	2.530,3	1.832,1	3.507,8	4.823,6		3.277,9	193,2		112,0
	Enterprise value (EV)	4.328,9	4.775,5	7.436,5	7.887,9		3.721,7	271,9		133,1
Información financiera básica	Total Ingresos	3.613,7	9.667,2	24.484,8	15.419,6		3.020,5	517,8		95,5
	Cto.Total Ingresos	10,5%	19,5%	56,8%	3,3%	22,5%	8,7%	16,4%	12,6%	11,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)	7,8%	10,8%	-2,8%	n.a.	5,3%	5,4%	4,2%	4,8%	9,5%
	EBITDA	629,8	1.101,6	2.450,0	2.122,3		531,4	62,9		3,7
	Cto. EBITDA	9,6%	n.a.	52,9%	-2,4%	20,0%	9,0%	18,1%	13,6%	89,6%
	2y TACC (2022e - 2024e)	10,7%	13,1%	14,4%	n.a.	12,7%	6,7%	8,6%	7,6%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	17,4%	11,4%	10,0%	13,8%	13,1%	17,6%	12,1%	14,9%	3,9%
	EBIT	449,1	493,0	1.073,3	1.294,8		310,9	41,6		(0,3)
	Cto. EBIT	8,7%	n.a.	43,2%	-5,5%	15,4%	14,0%	27,1%	20,6%	85,0%
	2y TACC (2022e - 2024e)	12,3%	21,7%	38,5%	n.a.	24,2%	9,6%	10,3%	9,9%	n.a.
	EBIT/Ingresos	12,4%	5,1%	4,4%	8,4%	7,6%	10,3%	8,0%	9,2%	n.a.
	Beneficio Neto	296,3	221,9	503,9	899,3		230,1	26,1		(0,5)
	Cto. Beneficio Neto	11,3%	43,2%	n.a.	-7,5%	15,7%	6,7%	19,9%	13,3%	67,9%
2y TACC (2022e - 2024e)	14,8%	31,0%	49,2%	n.a.	31,7%	9,6%	14,0%	11,8%	n.a.	
CAPEX/Ventas	5,3%	6,5%	5,5%	5,8%	5,8%	8,0%	4,3%	6,1%	4,2%	
Free Cash Flow	300,1	196,3	560,7	815,8		190,0	25,3		(0,2)	
Deuda financiera Neta	1.234,0	2.072,1	7.484,6	2.169,9		294,4	102,4		20,1	
DN/EBITDA (x)	2,0	1,9	3,1	1,0	2,0	0,6	1,6	1,1	5,4	
Pay-out	n.a.	n.a.	29,3%	24,7%	27,0%	n.a.	32,3%	32,3%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,5	8,0	6,4	5,4	7,1	14,1	7,4	10,7	n.a.
	P/BV (x)	2,2	1,0	0,9	0,7	1,2	1,8	1,1	1,4	2,6
	EV/Ingresos (x)	1,2	0,5	0,3	0,5	0,6	1,2	0,5	0,9	1,4
	EV/EBITDA (x)	6,9	4,3	3,0	3,7	4,5	7,0	4,3	5,7	35,7
	EV/EBIT (x)	9,6	9,7	6,9	6,1	8,1	12,0	6,5	9,3	n.a.
	ROE	25,8	12,2	14,0	12,6	16,2	12,7	14,3	13,5	n.a.
	FCF Yield (%)	11,9	10,7	16,0	16,9	13,9	5,8	13,1	9,4	n.a.
	DPA	0,73	0,11	1,07	1,24	0,79	0,27	0,17	0,22	0,00
Dvd Yield	3,6%	3,6%	4,5%	4,6%	4,1%	2,7%	4,4%	3,5%	0,0%	

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

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

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,1)	2,7	7,4	119,8			
Market Cap	112,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	19,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,4%	Coste de la deuda neta			1,2%	1,7%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,1%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			0,9%	1,3%	
Risk free rate (rf)	1,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,1	
Coste del Equity	10,2%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	10,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,1%	D			=	=	
WACC	8,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,7%	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.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
CIE Automotive	CIE-ES	2.530,3	8,5	15,7%	6,9	10,7%	1,2	7,8%	17,4%	11,9%	19,7%
Gestamp	GEST-ES	1.832,1	8,0	28,9%	4,3	13,1%	0,5	10,8%	11,4%	10,7%	33,9%
Faurecia	EO-FR	3.507,8	6,4	38,5%	3,0	14,4%	0,3	-2,8%	10,0%	16,0%	34,9%
Voestalpine	VOE-AT	4.823,6	5,4	n.a.	3,7	n.a.	0,5	n.a.	13,8%	16,9%	n.a.
Auto-Parts			7,1	27,7%	4,5	12,7%	0,6	5,3%	13,1%	13,9%	29,5%
Brembo SPA	BRE-IT	3.277,9	14,1	10,1%	7,0	6,7%	1,2	5,4%	17,6%	5,8%	15,7%
Haldux AB	HLDX-SE	193,2	7,4	13,4%	4,3	8,6%	0,5	4,2%	12,1%	13,1%	22,2%
Frenos			10,7	11,7%	5,7	7,6%	0,9	4,8%	14,9%	9,4%	18,9%
LGT	LGT-ES	112,0	n.a.	n.a.	35,7	n.a.	1,4	9,5%	3,9%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2023e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	10,6%	11,0	12,1x
Central	9,6%	10,0	13,4x
Min	8,6%	8,9	14,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e			Escenario	FCF Rec./Yield 23e		
	4,0%	4,5%	5,0%				
EBITDA 23e				Max	3,6%	3,1%	2,7%
11,0	4,0	3,5	3,0	Central	2,7%	2,2%	1,7%
10,0	3,0	2,5	1,9	Min	1,7%	1,3%	0,8%
8,9	1,9	1,4	0,9				

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
01-Abr-2022	n.a.	11,20	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2022	n.a.	10,65	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
03-Ago-2021	n.a.	11,45	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2021	n.a.	11,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
30-Oct-2020	n.a.	11,35	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
28-Jul-2020	n.a.	11,90	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	13,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
28-Oct-2019	n.a.	13,45	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
22-Jul-2019	n.a.	14,35	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
13-May-2019	n.a.	15,45	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
01-Mar-2019	n.a.	15,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	David López Sánchez
22-Nov-2018	n.a.	12,68	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

