

Resultados 6m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Enrique Andres Abad – enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	116,4	128,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	203,3	224,3
Número de Acciones (Mn)	1.108,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,20 / 0,15 / 0,09	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,23	
Rotación ⁽³⁾	49,5	
Factset / Bloomberg	AMP-ES / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.108,6	1.108,6	1.108,6	1.108,6
Total Ingresos	337,5	368,0	418,8	473,8
EBITDA Rec.	7,3	9,9	16,2	23,8
% Var.	-26,6	35,7	63,5	47,3
% EBITDA Rec./Ing.	2,2	2,7	3,9	5,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	15,9	8,5	21,9	15,7
Beneficio neto	1,1	2,5	3,6	8,7
BPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01
% Var.	-84,0	115,3	44,4	144,6
BPA ord. (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01
% Var.	-142,0	99,6	n.a.	144,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	3,6	-6,8	-3,7	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	76,3	79,8	83,5	82,7
DN / EBITDA Rec.(x)	10,5	8,1	5,2	3,5
ROE (%)	1,8	3,9	5,3	12,0
ROCE (%) ⁽⁵⁾	2,9	3,0	5,2	8,1

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	47,2	32,7	13,4
PER Ordinario	n.a.	n.a.	32,7	13,4
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,60	0,55	0,49	0,43
EV/EBITDA Rec.	27,9	20,6	12,6	8,5
EV/EBIT	45,3	32,4	17,9	10,8
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	3,1	n.a.	n.a.	0,7

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(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.

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 la compañía cubierta. 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.

Rdos 1S23: continúa la presión en márgenes

INGRESOS EN LÍNEA CON NUESTRAS ESTIMACIONES (+8,3% VS 1S22) ... Durante el 1S23 AMP ha crecido orgánicamente hasta los EUR 180,8Mn (+8,3% vs 1S22; EUR 166,9Mn). Por negocios, defensa y seguridad representa el 10% sobre ventas (EUR 17,4Mn), energía y sostenibilidad supone el 81% (EUR 146Mn) y telecomunicaciones otro 10% (EUR 17,5Mn). Ingresos en línea con nuestras estimaciones 12m23e (EUR 368,0Mn). La cartera de pedidos se sitúa en EUR 397Mn (-3,9% vs 1S22; impactado por la desinversión de Atlas Eng & Const.).

... CON UNOS MÁRGENES MUY PRESIONADOS (MÁS DE LO ESPERADO). El aumento de los costes de aprovisionamiento y otros costes de explotación (+14,6% vs 1S22) y gastos de personal (+4,2% vs 1S22), viene explicado por el incremento de los precios de la energía, salarios y materiales. Y dado que el negocio de energía y sostenibilidad cuenta con un elevado componente industrial esperamos que los márgenes continúen presionados. Acentuado por los retrasos en la contratación offshore. Que junto a unos mayores gastos capitalizados y subvenciones (EUR 6,9Mn; +14,5% vs 1S22) han situado el margen EBIT en EUR 2,6Mn (1,4% vs 2,4% estimado 12m23e) vs EUR 3,8Mn (2,3% s/ventas) en el 1S22. Lo que nos lleva a revisar estimaciones a la baja. Nuevo EBITDA Rec 2023e y 2024e de EUR 9,9Mn y 16,2Mn respectivamente (-21% y -28% vs estimaciones anteriores).

DEUDA NETA, EUR 81,9Mn (-7% VS 1S22). La DN se sitúa en 81,9Mn en el 1S23 vs EUR 88,1Mn 1S22. Por otro lado, la Junta General de Accionistas de AMP (junio 2023) ha aprobado una ampliación de capital (ver pag.2) mediante aportaciones dinerarias de hasta un máximo de EUR 50,4Mn y 1.108.639.284 acciones. Ampliación que consideramos necesaria para reforzar la estructura de balance y para acometer las inversiones contempladas en su nuevo plan estratégico (c. EUR 500Mn con M&A).

EN DEFINITIVA, BAJAMOS ESTIMACIONES. LA CLAVE SIGUE SIENDO LA EVOLUCIÓN DEL MARGEN. Dado que el negocio de energía y sostenibilidad (81% s/ventas 1S23) tiene un margen EBITDA muy inferior al resto de actividades (como se ha visto en los resultados 1S23) debido a: (i) su elevado componente industrial (presionado por el precio de la energía y el coste de materiales) y (ii) el retraso en la contratación, esperamos que la recuperación en márgenes sea algo más lenta de lo esperado. Poniendo de manifiesto la dificultad de mejorar márgenes en un entorno como el actual. El periodo 2023e-25e será decisivo para ver la verdadera capacidad de AMP de apalancar su estructura y lograr una mejora en rentabilidad. Aunque hoy la visibilidad es todavía reducida. La evolución del margen es clave.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,3	-31,7	-45,0	-29,6	-32,3	-67,0
vs Ibex 35	-3,4	-34,9	-54,1	-40,2	-49,3	-66,4
vs Ibex Small Cap Index	-2,1	-33,9	-47,6	-37,7	-48,2	-69,7
vs Eurostoxx 50	-4,0	-33,4	-55,0	-40,2	-49,9	-74,0
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-2,8	-37,5	-53,9	-44,1	-46,4	-78,0

Resultados 6m 2023
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 1S23

EUR Mn	6m23	6m22	6m23 Real
	Real		vs 6m22
Total Ingresos	180,8	166,9	8,3%
EBITDA (Recurrente)¹	4,5	5,9	-24,0%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>-1,1 p.p.</i>
EBIT	2,6	3,8	-31,6%
BAI	1,0	1,3	-23,1%
BN	1,3	1,7	-23,5%
Cartera de proyectos	397,0	413,5	-4,0%
Deuda Neta	81,9	88,1	-7,0%

(1) El EBITDA Recurrente ajustado para excluir el impacto de gastos de I+D capitalizado (EUR 4,8Mn en 1S22). Para 1S23 hemos asumido EUR 4,5Mn (2,7% s/ventas) en línea con el histórico.

Nota: La reorganización de las líneas de negocio por el nuevo plan estratégico (mayo 2023) impide la comparabilidad con el 1S22 al no disponer de datos.

Ampliación de capital

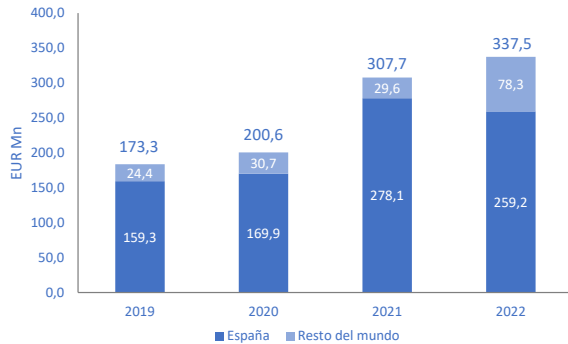
En la junta de accionista del 30 junio 2023 se ha aprobado una ampliación de capital mediante aportaciones dinerarias, en un importe nominal máximo de hasta EUR 55,4Mn, mediante la emisión y puesta en circulación de un máximo de hasta 1.108.639.284 acciones ordinarias de la Sociedad de la misma clase y serie que las actualmente en circulación, con un valor nominal de 0,05 euros cada una de ellas. Para más detalle ver: [amp_20230615_1.pdf \(institutodeanalistas.com\)](#). Dado que por el momento no sabemos cuál será el importe seguro ni el impacto dilutivo de la ampliación de capital, todavía no está contemplada en nuestras estimaciones.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

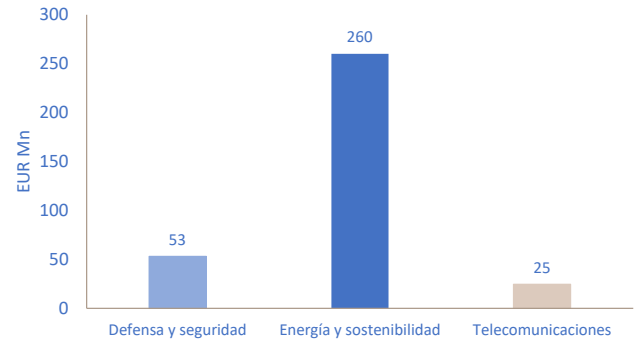
EUR Mn	2023e			2024e			2025e		
	(Nuevo)	2023e	Revisión (%)	(Nuevo)	2024e	Revisión (%)	(Nuevo)	2025e	Revisión (%)
Total Ingresos	368,0	368,0	0,0%	418,8	418,8	0,0%	473,8	473,8	0,0%
EBITDA (Recurrente)	9,9	12,5	-20,8%	16,2	22,5	-28,2%	23,8	36,5	-34,8%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>35,7%</i>	<i>71,4%</i>	<i>-36 p.p.</i>	<i>63,5%</i>	<i>80,4%</i>	<i>-17 p.p.</i>	<i>47,3%</i>	<i>62,2%</i>	<i>-15 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,4%</i>	<i>-1 p.p.</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>-2 p.p.</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>-3 p.p.</i>
EBIT	6,3	8,7	-27,6%	11,3	18,6	-39,1%	18,7	32,5	-42,3%
Beneficio Neto	2,5	5,6	-56,3%	3,6	9,0	-60,2%	8,7	19,0	-54,1%
Free Cash Flow (Rec.)	-6,8	-3,2	-111,5%	-3,7	1,1	-446,7%	0,8	10,7	-92,6%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>8,1 x</i>	<i>5,5 x</i>	<i>2,5 x</i>	<i>5,2 x</i>	<i>3,0 x</i>	<i>2,1 x</i>	<i>3,5 x</i>	<i>1,6 x</i>	<i>1,9 x</i>

La compañía en 8 gráficos

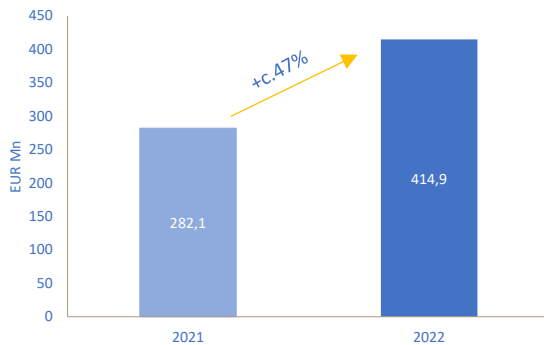
Un negocio esencialmente domestico (c. 80% s/Ingresos 2022), aunque estaría aumentando su peso en el exterior



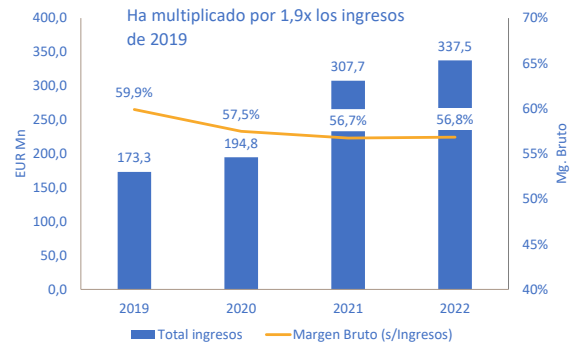
Diversificado en 3 negocios: la división de energía y sostenibilidad (dominante), con elevado componente industrial



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



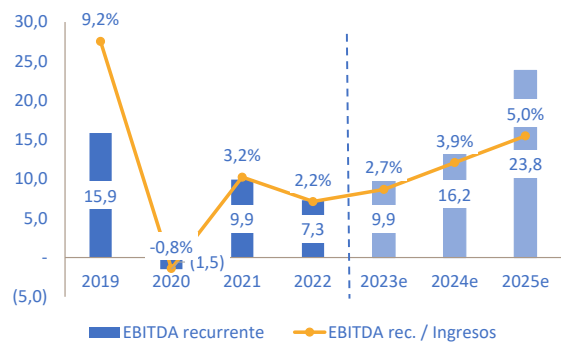
La intensa actividad M&A ejecutada le ha permitido dar un salto en tamaño significativo



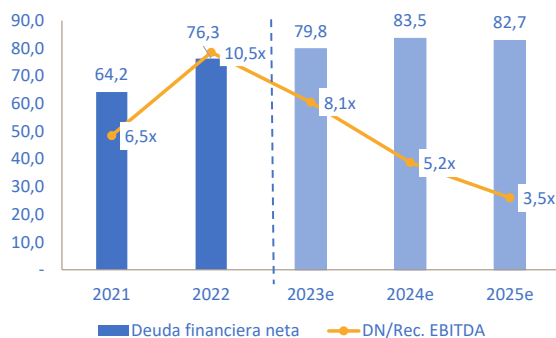
... que ha permitido establecer las bases para el crecimiento orgánico de los próximos años (Ingresos 2022-25e: +11,4% TACC)



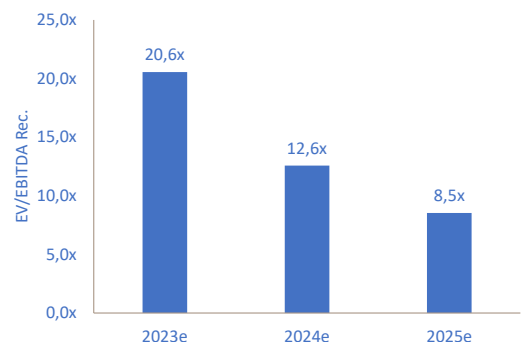
Desde niveles actuales, proyectamos una mejora progresiva del EBITDA Recurrente hasta el 5,0% en 2025e.



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



Nuestras estimaciones cotizarían a 8,5x EV/EBITDA Rec. 25e



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,9	1,0	5,6	108,1			
Market Cap	116,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	81,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,6%	Coste de la deuda neta			5,4%	5,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,5%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,3%	4,7%	
Risk free rate (rf)	3,5%	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	10,7%	Ke = Rf + (R * B)			9,6%	12,0%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	58,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	41,3%	D			=	=	
WACC	8,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,4%	9,0%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,0%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
					23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e	23e-25e
Ezentis	EZE-ES		41,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Global Dominion	DOM-ES		554,6	11,6	14,9%	4,8	6,5%	0,6	5,9%	12,1%	7,6%	28,2%
Allegion	ALLE-US		9.146,7	17,3	6,8%	13,8	5,1%	3,3	2,7%	23,7%	5,1%	n.a.
ADVA Optical	ADV-DE		1.034,0	24,3	10,4%	8,3	6,3%	1,4	8,8%	16,5%	8,5%	-22,1%
Tecnología y comunicaciones				17,7	10,7%	9,0	6,0%	1,7	5,8%	17,5%	7,1%	3,0%
Bravida	BRAV-SE		1.506,0	13,2	3,5%	9,3	2,1%	0,7	0,6%	7,9%	8,3%	7,3%
Caverion	CAV1V-FI		1.166,5	16,5	14,4%	8,2	6,7%	0,6	3,3%	6,9%	7,5%	-4,1%
Industrial				14,8	9,0%	8,7	4,4%	0,6	2,0%	7,4%	7,9%	1,6%
AMP	AMP-ES		116,4	47,2	87,9%	20,6	55,2%	0,6	13,5%	2,7%	n.a.	49,2%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

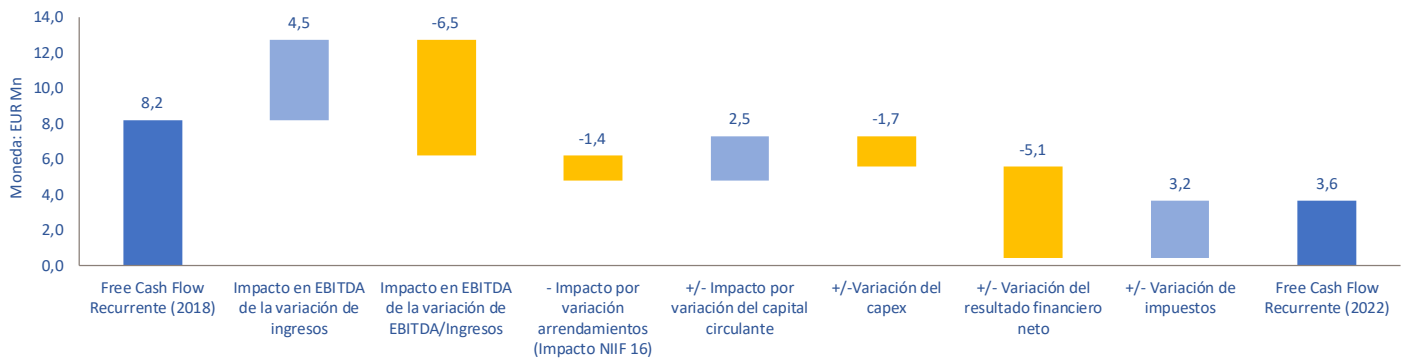
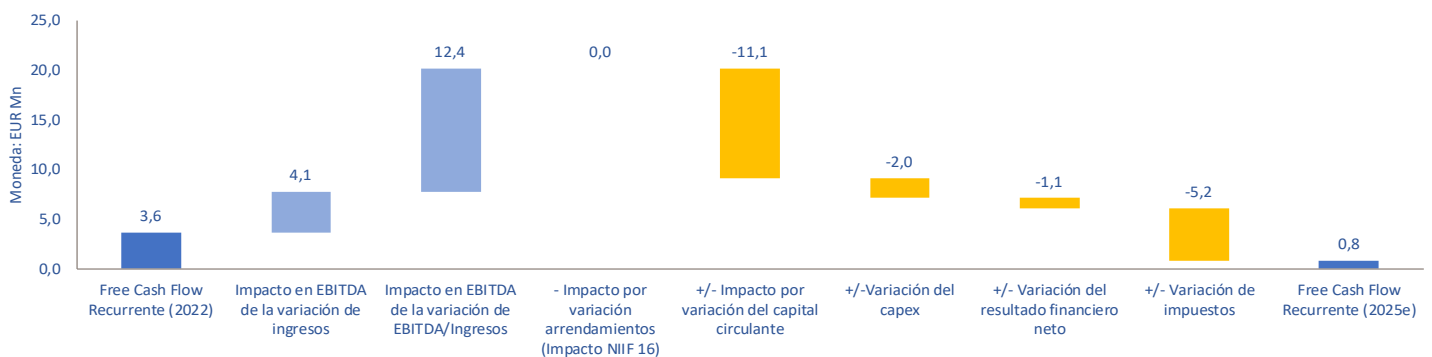
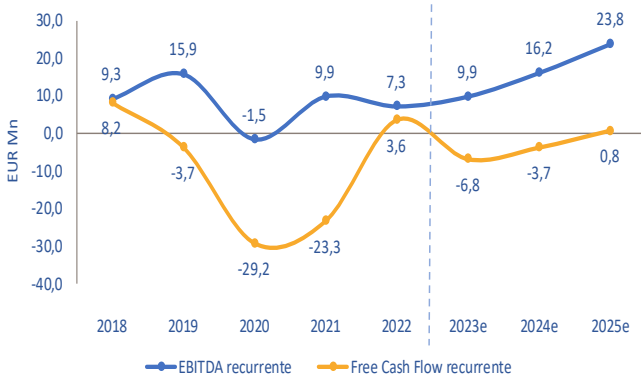
Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	4,3%	17,8	11,4x
Central	3,9%	16,2	12,6x
Min	3,5%	14,5	14,0x

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	9,1	44,8	61,8	70,7	72,9	73,7	73,6	73,5		
Inmovilizado material	6,3	9,9	15,6	19,5	20,7	23,2	26,2	29,8		
Otros activos no corrientes	2,4	2,9	6,7	11,6	15,7	15,7	15,7	15,7		
Inmovilizado financiero	47,7	10,0	6,3	6,5	38,4	38,4	38,4	38,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	13,3	25,0	26,8	27,0	27,9	27,9	27,9	27,9		
Activo circulante	50,2	87,3	92,4	146,7	159,9	173,6	196,3	220,9		
Total activo	129,1	179,9	209,6	282,1	335,5	352,5	378,1	406,2		
Patrimonio neto	42,0	57,8	55,0	63,8	62,4	64,9	68,4	77,2		
Minoritarios	(0,9)	2,2	2,7	3,7	3,1	3,2	3,4	4,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	14,1	31,0	29,6	28,5	51,8	51,8	51,8	51,8		
Otros pasivos no corrientes	-	4,3	8,6	9,5	10,3	10,3	10,3	10,3		
Deuda financiera neta	13,8	0,2	36,9	64,2	76,3	79,8	83,5	82,7		
Pasivo circulante	60,0	84,3	76,7	112,3	131,6	142,5	160,5	180,1		
Total pasivo	129,1	179,9	209,6	282,1	335,5	352,5	378,1	406,2		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	136,9	173,3	194,8	307,7	337,5	368,0	418,8	473,8	25,3%	12,0%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>94,9%</i>	<i>26,6%</i>	<i>12,4%</i>	<i>58,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,0%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,1%</i>		
Coste de ventas	(58,3)	(69,5)	(82,8)	(133,1)	(145,7)	(160,2)	(181,4)	(205,1)		
Margen Bruto	78,6	103,8	111,9	174,6	191,8	207,8	237,4	268,7	25,0%	11,9%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>57,4%</i>	<i>59,9%</i>	<i>57,5%</i>	<i>56,7%</i>	<i>56,8%</i>	<i>56,5%</i>	<i>56,7%</i>	<i>56,7%</i>		
Gastos de personal	(59,7)	(72,9)	(94,3)	(137,6)	(147,1)	(156,4)	(173,8)	(191,3)		
Otros costes de explotación	(9,6)	(15,0)	(19,1)	(27,0)	(37,4)	(41,5)	(47,4)	(53,6)		
EBITDA recurrente	9,3	15,9	(1,5)	9,9	7,3	9,9	16,2	23,8	-5,8%	48,4%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>112,5%</i>	<i>71,1%</i>	<i>-109,4%</i>	<i>768,4%</i>	<i>-26,6%</i>	<i>35,7%</i>	<i>63,5%</i>	<i>47,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>6,8%</i>	<i>9,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	1,6	1,7	2,1	-	-	-		
EBITDA	9,3	15,9	0,1	11,6	9,4	9,9	16,2	23,8	0,4%	36,2%
Depreciación y provisiones	(2,8)	(7,1)	(9,2)	(10,0)	(12,7)	(12,3)	(13,9)	(15,5)		
Gastos capitalizados	6,4	12,4	9,2	12,4	9,2	10,1	10,5	11,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
EBIT	12,9	20,2	(1,2)	12,5	4,5	6,3	11,3	18,7	-23,2%	61,0%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>293,7%</i>	<i>56,9%</i>	<i>-106,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-64,2%</i>	<i>39,7%</i>	<i>80,8%</i>	<i>65,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>9,4%</i>	<i>11,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,1%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	3,7	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(1,0)	(1,1)	(5,5)	(5,3)	(6,1)	(6,3)	(6,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,3	0,4	(0,0)	(0,1)	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	13,0	19,6	1,3	7,0	(0,8)	0,2	5,1	12,4	-19,8%	n.a.
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>50,7%</i>	<i>-93,2%</i>	<i>419,7%</i>	<i>-111,5%</i>	<i>125,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>144,6%</i>		
Extraordinarios	-	2,4	-	-	-	3,3	-	-		
Beneficio antes de impuestos	13,0	22,0	1,3	7,0	(0,8)	3,5	5,1	12,4	-19,8%	n.a.
Impuestos	(1,0)	(1,5)	(0,1)	1,9	2,2	(0,9)	(1,3)	(3,1)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	(7,4)	(1,1)	0,8	(0,7)	1,0	(0,2)	(0,2)	(0,6)		
Actividades discontinuadas	36,1	-	(0,8)	(1,1)	(1,2)	-	-	-		
Beneficio neto	40,7	19,4	1,2	7,1	1,1	2,5	3,6	8,7	-59,0%	96,6%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-52,2%</i>	<i>-93,6%</i>	<i>470,8%</i>	<i>-83,8%</i>	<i>115,3%</i>	<i>44,4%</i>	<i>144,6%</i>		
Beneficio ordinario neto	4,6	17,2	0,5	4,6	(1,9)	(0,0)	3,6	8,7	-24,8%	86,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>183,7%</i>	<i>275,8%</i>	<i>-97,0%</i>	<i>786,4%</i>	<i>-142,6%</i>	<i>99,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>144,6%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						9,9	16,2	23,8	-5,8%	48,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,4)	(1,4)	(1,4)		
Var.capital circulante						(2,8)	(4,6)	(5,0)		
Cash Flow operativo recurrente						5,7	10,1	17,4	-1,8%	13,4%
CAPEX						(5,5)	(6,3)	(7,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,1)	(6,3)	(6,4)		
Impuestos						(0,9)	(1,3)	(3,1)		
Free Cash Flow Recurrente						(6,8)	(3,7)	0,8	-18,4%	-39,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						3,3	-	-		
Free Cash Flow						(3,5)	(3,7)	0,8	-68,4%	27,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						3,5	3,7	(0,8)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	15,9	(1,5)	9,9	7,3	9,9	16,2	23,8	-22,8%	48,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	71,1%	-109,4%	768,4%	-26,6%	35,7%	63,5%	47,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	9,2%	n.a.	3,2%	2,2%	2,7%	3,9%	5,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	(12,8)	(12,7)	(18,8)	6,1	(2,8)	(4,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,1	(15,6)	(10,4)	11,9	5,7	10,1	17,4	78,8%	13,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-83,7%	-847,7%	33,5%	215,0%	-52,4%	78,1%	71,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	1,2%	n.a.	n.a.	3,5%	1,5%	2,4%	3,7%		
- CAPEX	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(5,1)	(5,5)	(6,3)	(7,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(1,1)	(5,5)	(5,3)	(6,1)	(6,3)	(6,4)		
- Impuestos	(1,5)	(0,1)	1,9	2,2	(0,9)	(1,3)	(3,1)		
= Free Cash Flow recurrente	(3,7)	(29,2)	(23,3)	3,6	(6,8)	(3,7)	0,8	44,0%	-39,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-145,0%	-692,7%	20,3%	115,6%	-286,8%	45,1%	121,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	n.a.	n.a.	0,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	1,6	1,7	2,1	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(30,6)	(10,3)	(1,1)	(1,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	47,9	1,1	(4,6)	(16,2)	3,3	-	-		
= Free Cash Flow	13,6	(36,7)	(27,3)	(12,1)	(3,5)	(3,7)	0,8	-42,4%	27,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	580,6%	-369,5%	25,6%	55,7%	71,1%	-6,8%	121,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%	n.a.	n.a.	0,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	8,2	(3,7)	(29,2)	(23,3)	3,6	(6,8)	(3,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,5	2,0	(0,9)	1,0	0,7	1,4	2,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,1	(19,3)	12,3	(3,6)	1,9	4,9	5,5		
= Variación EBITDA recurrente	6,6	(17,4)	11,4	(2,6)	2,6	6,3	7,7		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(0,4)	(0,1)	0,1	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(16,3)	0,1	(6,1)	24,8	(8,8)	(1,8)	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(10,7)	(17,7)	5,2	22,3	(6,2)	4,4	7,3		
+/- Variación del CAPEX	0,1	(9,2)	3,2	4,2	(0,4)	(0,8)	(0,8)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,8)	(0,1)	(4,4)	0,2	(0,8)	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	1,4	2,0	0,3	(3,0)	(0,4)	(1,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(11,9)	(25,5)	5,9	26,9	(10,4)	3,1	4,5		
Free Cash Flow Recurrente	(3,7)	(29,2)	(23,3)	3,6	(6,8)	(3,7)	0,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	20,2	(1,2)	12,5	4,5	6,3	11,3	18,7	-39,4%	61,0%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,3)	-	-	-	(1,6)	(2,8)	(4,7)		
EBITDA recurrente	15,9	(1,5)	9,9	7,3	9,9	16,2	23,8	-22,8%	48,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	(12,8)	(12,7)	(18,8)	6,1	(2,8)	(4,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,1	(15,6)	(10,4)	11,9	5,7	10,1	17,4	78,8%	13,4%
- CAPEX	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(5,1)	(5,5)	(6,3)	(7,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,3)	-	-	-	(1,6)	(2,8)	(4,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,6)	(28,1)	(19,7)	6,8	(1,4)	1,0	5,6	66,5%	-6,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-130,9%	-985,4%	29,8%	134,4%	-120,9%	169,5%	466,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,0%	n.a.	0,2%	1,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(30,6)	(10,3)	(1,1)	(1,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	47,9	1,1	(4,6)	(16,2)	3,3	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	14,7	(37,2)	(25,4)	(11,1)	1,9	1,0	5,6	-40,2%	35,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	575,1%	-352,7%	31,7%	56,3%	117,0%	-47,7%	466,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%	n.a.	0,5%	2,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	7,2%	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%	0,5%	2,7%		

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

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

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	116,4	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	40,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	81,9	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	38,0	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	203,3	

El inmovilizado financiero incluye inversión en asociadas, derechos de cobro a largo plazo de dos proyectos principalmente (que se reclasifican en cliente en el corto plazo) y otros activos financieros.

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)												TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	352,5	263,6	149,5	129,6	28,3	70,2	136,9	173,3	194,8	307,7	337,5	368,0	418,8	473,8	-0,4%	12,0%
Cto. Total ingresos	-11,3%	-25,2%	-43,3%	-13,3%	-78,2%	148,2%	94,9%	26,6%	12,4%	58,0%	9,7%	9,0%	13,8%	13,1%		
EBITDA	9,4	8,0	(5,5)	18,7	1,3	4,1	9,3	15,9	0,1	11,6	9,4	9,9	16,2	23,8	0,1%	36,2%
Cto. EBITDA	-59,6%	-14,5%	-169,3%	437,4%	-93,1%	216,0%	127,7%	71,1%	-99,1%	n.a.	-18,7%	4,9%	63,5%	47,3%		
EBITDA/Ingresos	2,7%	3,0%	n.a.	14,4%	4,6%	5,8%	6,8%	9,2%	0,1%	3,8%	2,8%	2,7%	3,9%	5,0%		
Beneficio neto	(24,6)	(75,0)	(75,1)	90,0	(2,7)	1,1	40,7	19,4	1,2	7,1	1,1	2,5	3,6	8,7	7,4%	96,6%
Cto. Beneficio neto	-194,8%	-205,2%	-0,1%	219,9%	-103,0%	141,4%	n.a.	-52,2%	-93,6%	470,8%	-83,8%	115,3%	44,4%	144,6%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	237,0	289,1	317,7	336,9	698,3	856,4	1.043,2	1.082,0	1.084,0	1.092,8	1.108,6	1.108,6	1.108,6	1.108,6		
BPA (EUR)	-0,10	-0,26	-0,24	0,27	0,00	0,00	0,04	0,02	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	7,2%	96,6%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	8,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-54,0%	-93,6%	n.a.	-84,0%	n.a.	44,4%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	-0,10	-0,23	-0,23	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	33,5%	86,4%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	1,3%	97,3%	30,2%	-53,5%	n.a.	n.a.	-97,0%	n.a.	n.a.	99,6%	n.a.	n.a.		
CAPEX	1,9	(9,9)	(2,6)	(0,4)	38,7	(3,7)	(3,4)	(3,3)	(12,5)	(9,3)	(5,1)	(5,5)	(6,3)	(7,1)		
CAPEX/Vtas % ¹	n.a.	3,8%	1,7%	0,3%	n.a.	5,2%	2,5%	1,9%	6,4%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		
Free Cash Flow	(35,1)	(3,1)	(30,1)	96,7	51,7	(11,8)	2,0	13,6	(36,7)	(27,3)	(12,1)	(3,5)	(3,7)	0,8	10,1%	27,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	12,7x	15,3x	n.a.	3,0x	3,1x	3,9x	1,5x	0,0x	n.a.	5,5x	8,1x	8,1x	5,2x	3,5x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,1x	15,7x	n.a.	26,4x	n.a.	47,2x	32,7x	13,4x		
EV/Vtas (x)	0,61x	0,76x	1,26x	1,28x	6,14x	2,95x	1,73x	1,88x	1,38x	0,91x	0,76x	0,55x	0,49x	0,43x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	23,0x	25,0x	n.a.	8,8x	n.a.	n.a.	25,5x	20,6x	n.a.	24,1x	27,4x	20,6x	12,6x	8,5x		
Comport. Absoluto	-3,6%	-33,7%	-67,0%	154,5%	76,8%	-13,1%	27,5%	18,0%	-32,2%	-10,6%	-12,7%	-29,6%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	1,1%	-45,4%	-68,1%	174,1%	80,5%	-19,1%	50,0%	5,5%	-19,8%	-17,1%	-7,6%	-40,2%				

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

Anexo 5. Principales comparables 2023e

Datos	EUR Mn	Tecnología y comunicaciones				Industrial			AMP	
		Ezentis	Global Dominion	Allegion	ADVA Optical	Average	Bravida	Caverion		
Mercado	Ticker (Factset)	EZE-ES	DOM-ES	ALLE-US	ADV-DE		BRAV-SE	CAV1V-FI	AMP-ES	
	País	Spain	Spain	Ireland	Germany		Sweden	Finland	Spain	
	Market cap	41,4	554,6	9.146,7	1.034,0		1.506,0	1.166,5	116,4	
	Enterprise value (EV)	188,2	715,2	10.856,2	1.053,5		1.825,0	1.412,9	203,3	
Información financiera básica	Total Ingresos	n.a.	1.218,1	3.326,1	767,4		2.488,8	2.511,3	368,0	
	Cto.Total Ingresos	n.a.	-0,8%	12,2%	7,8%	6,4%	9,7%	6,8%	8,2%	9,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	5,9%	2,7%	8,8%	5,8%	0,6%	3,3%	2,0%	13,5%
	EBITDA	n.a.	147,6	789,1	126,9		196,3	173,0	9,9	
	Cto. EBITDA	n.a.	14,8%	21,3%	28,2%	21,4%	5,2%	20,9%	13,0%	4,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	6,5%	5,1%	6,3%	6,0%	2,1%	6,7%	4,4%	55,2%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	12,1%	23,7%	16,5%	17,5%	7,9%	6,9%	7,4%	2,7%
	EBIT	n.a.	93,9	717,5	56,0		152,8	97,2	6,3	
	Cto. EBIT	n.a.	17,2%	27,7%	88,3%	44,4%	4,4%	39,6%	22,0%	39,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	8,5%	4,5%	4,7%	5,9%	2,2%	14,2%	8,2%	72,8%
	EBIT/Ingresos	n.a.	7,7%	21,6%	7,3%	12,2%	6,1%	3,9%	5,0%	1,7%
	Beneficio Neto	n.a.	49,3	536,2	43,2		113,5	67,1	2,5	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	17,6%	29,2%	138,5%	61,8%	3,8%	51,4%	27,6%	115,3%
2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	15,8%	5,3%	10,8%	10,7%	3,6%	16,3%	9,9%	87,9%	
CAPEX/Ventas	n.a.	6,6%	2,3%	6,0%	5,0%	0,4%	0,9%	0,7%	1,5%	
Free Cash Flow	n.a.	42,2	466,8	88,1		125,6	87,1	(3,5)		
Deuda financiera Neta	n.a.	123,2	1.457,6	(65,9)		90,9	189,4	79,8		
DN/EBITDA (x)	n.a.	0,8	1,8	(0,5)	0,7	0,5	1,1	0,8	8,1	
Pay-out	n.a.	30,4%	26,6%	0,0%	19,0%	53,3%	52,2%	52,8%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	11,6	17,3	24,3	17,7	13,2	16,5	14,8	47,2
	P/BV (x)	n.a.	1,8	7,9	2,6	4,1	2,0	5,1	3,5	1,8
	EV/Ingresos (x)	n.a.	0,6	3,3	1,4	1,7	0,7	0,6	0,6	0,6
	EV/EBITDA (x)	n.a.	4,8	13,8	8,3	9,0	9,3	8,2	8,7	20,6
	EV/EBIT (x)	n.a.	7,6	15,1	18,8	13,9	11,9	14,5	13,2	32,4
	ROE	n.a.	15,8	45,8	10,6	24,1	15,4	30,7	23,1	3,9
	FCF Yield (%)	n.a.	7,6	5,1	8,5	7,1	8,3	7,5	7,9	n.a.
	DPA	n.a.	0,10	1,62	0,00	0,57	0,30	0,26	0,28	0,00
Dvd Yield	n.a.	2,5%	1,6%	0,0%	1,4%	4,0%	3,0%	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).

LIGHTHOUSE

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

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

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 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@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
31-Jul-2023	n.a.	0,105	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023 - Bajamos estimaciones	Enrique Andres Abad
15-Jun-2023	n.a.	0,102	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	0,100	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
02-Mar-2023	n.a.	0,163	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
15-Nov-2022	n.a.	0,175	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
01-Ago-2022	n.a.	0,197	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
02-May-2022	n.a.	0,261	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
25-Feb-2022	n.a.	0,208	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
24-Nov-2021	n.a.	0,188	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
24-Sep-2021	n.a.	0,187	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
30-Abr-2021	n.a.	0,202	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
18-Mar-2021	n.a.	0,209	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2021	n.a.	0,191	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	0,182	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
30-Jul-2020	n.a.	0,152	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
06-May-2020	n.a.	0,188	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
27-Feb-2020	n.a.	0,257	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
13-Nov-2019	n.a.	0,268	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
11-Sep-2019	n.a.	0,280	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
09-May-2019	n.a.	0,268	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
04-Abr-2019	n.a.	0,262	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

