

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 1,10 (27 jul 2023)

Fecha del informe: 28 jul 2023 (14:00h)

**Resultados 6m 2023**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 6m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

**Libertas 7 (LIB)**, es un Grupo familiar con sede en Valencia (España) estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de 76 apartamentos y la gestión de un hotel y (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity. Gestionado y controlado por la familia fundadora (c. 70% s/Capital)

## Rdos. 1S 2023: “Salto” (esperado) en ingresos y EBITDA. La “sorpresa” sigue siendo la cotización

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	24,1	26,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	31,8	34,9
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,14 / 0,95 / 0,84	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	2,4	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	3,8
Free Float	16,2

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,1	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	11,5	11,6	11,3	22,2
EBITDA Rec.	1,8	2,1	2,2	4,3
% Var.	217,0	10,9	6,7	97,0
% EBITDA Rec./Ing.	16,1	17,7	19,4	19,5
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	12,2	4,2	6,0	5,5
Beneficio neto	1,5	0,9	1,0	2,7
BPA (EUR)	0,07	0,04	0,05	0,13
% Var.	22,4	-40,5	12,0	164,3
BPA ord. (EUR)	0,07	0,04	0,05	0,13
% Var.	284,5	-40,3	12,0	164,3
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-0,9	0,5	1,2	1,5
Pay-out (%)	51,2	82,7	73,9	28,0
DPA (EUR)	0,04	0,04	0,04	0,04
Deuda financiera neta	31,5	31,7	31,3	30,5
DN / EBITDA Rec.(x)	17,1	15,5	14,3	7,1
ROE (%)	1,6	1,0	1,1	2,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	1,6	1,7	1,8	3,7

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

PER	15,5	26,0	23,2	8,8
PER Ordinario	15,5	26,0	23,2	8,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3
Dividend Yield (%)	3,3	3,2	3,2	3,2
EV/Ventas	2,76	2,74	2,82	1,43
EV/EBITDA Rec.	17,2	15,5	14,5	7,4
EV/EBIT	16,4	17,6	16,4	7,8
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	2,2	5,0	6,4

(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 Real State.

(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.

**FUERTE CRECIMIENTO (ESPERADO) DE INGRESOS DE PROMOCIÓN POR “CRISÁLIDA”.** Se confirma el buen momentum del negocio promotor (EUR 7,2 Mn), con entrega de 33 viviendas en 2023 (todas en 1S) vs 24 en 2022. Casi exclusivamente explicado por la entrega de las 32 viviendas de Crisálida (ya en el 1T; única promoción a entregar en 2023) y que explica el salto en ingresos consolidados (EUR 9,7 MN vs EUR 3,4 MN 1S22). Mantenemos ingresos consolidados 12m 2023e (EUR 11,6 Mn; “repitiendo” 2022) basados en que en el 2S no habría contribución del negocio promotor. En grandes números esperamos niveles de c.30 viviendas/año en 2023-2024, doblando (c.65) en 2025. Lo implicaría que tanto ventas como ingresos se dupliquen.

**EL ÁREA TURÍSTICA SE BENEFICIA DEL “TIRÓN” DEL SECTOR (RESERVAS EN MÁXIMOS).** Momentum excelente. Crecimiento del +28% en ingresos vs 2S23 (+51% vs 2019), alcanzando EUR 1,2 Mn. Con un EBITDA de c. EUR 0,3 Mn que debiera acercarse a EUR 1,0 Mn en el año.

**EL EFECTO DE LAS ESCRITURACIONES CONFIRMA EL DESPEGUE DEL EBITDA (EUR 2 MN).** Que habría alcanzado prácticamente el estimado para el conjunto del año ya en el 1S. Mantenemos estimaciones. Aunque, incluso en un escenario de nula contribución del negocio promotor y de la cartera de inversión en el 2S, la aportación del negocio turístico hará que el riesgo de revisión de estimaciones siempre sea al alza (que podrían superar niveles de EUR 2,5 Mn). 2023 debe ser visto como un año de transición (y casi “hecho” en el 1S).

**LA GENERACIÓN POSITIVA DE FCF PERMITE SEGUIR REDUCIENDO LA DEUDA NETA.** Este nivel de EBITDA conlleva generación de FCF positivo ya en 2023e y sostiene la política de dividendos (yield 3,2%). LIB consolida niveles de EBITDA > EUR 2 Mn (a la espera del verdadero “despegue” del negocio promotor en 2025) y DN estable en EUR c.30 Mn. Con una lectura fácil de modelo de negocio de bajo riesgo: negocio promotor en despegue y vinculado a una zona de mayor demanda relativa, complemento de ingresos patrimoniales/turísticos y generación estable de FCF positivo (que mantiene la DN “a raya”). LIB sigue presentándose como una inmobiliaria con momentum favorable (por cartera de viviendas y plan de entregas, fortaleza del negocio turístico y potencial de la cartera de inversión en el 2S) y bajo riesgo. *Rara avis*, por tanto. Teóricamente capaz de comportarse al margen de las malas perspectivas actuales de su sector.

**UNA RESERVA DE VALOR QUE PARECE “OBVIA”.** Los resultados 1S, siendo positivos, no son “la rueda a seguir”. La ausencia de catalizadores a corto plazo y el tamaño/liquidez frenan el reflejo en la cotización de un potencial de revalorización que parece evidente. Y avalado por un argumento recurrente: solo la cartera de inversión neta de deuda (EUR 24 Mn) equivale a la capitalización actual. Sin necesidad de añadir el negocio promotor ni la cartera de activos en alquiler. Negocios que la cotización actual permitiría comprar a precio “cero”. LIB -12m: c-10% vs IBEX 35. Una compañía que demanda atención...

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	15,8	27,5	8,0	22,6	-17,9	-18,1
vs Ibex 35	12,2	22,5	-9,5	4,0	-39,2	-16,7
vs Ibex Small Cap Index	13,2	23,7	3,5	8,3	-37,7	-24,8
vs Eurostoxx 50	12,1	24,9	-12,4	4,5	-39,0	-35,1
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	2,3	26,6	35,2	24,5	5,5	27,6

(\*) 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.

**Resultados 6m 2023**
**Resultados 1S23**

Principales Cifras 1S23: Ingresos EUR 9,7Mn (vs EUR 3,4 Mn en 1S22, con EBITDA positivo de EUR 2,0Mn y Beneficio Neto de EUR 0,9Mn (vs EUR 0,4 Mn en 1S021). En el balance: deuda neta EUR 30,9 Mn (-7,2% vs cierre 2022) y Patrimonio Neto EUR 94,4 Mn (+2,3% vs 2022).

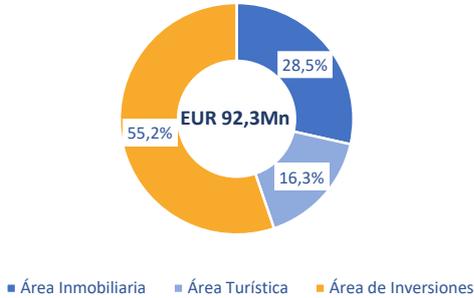
EUR Mn	6m23		6m23 Real	
	Real	6m22	vs 6m22	2023e
<b>Total Ingresos</b>	<b>9,7</b>	<b>3,4</b>	<b>184,0%</b>	<b>11,6</b>
<b>EBITDA Rec.</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>114,0%</b>	<b>2,1</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>20,5%</i>	<i>27,3%</i>	<i>-6,7 p.p.</i>	<i>17,7%</i>
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>133,3%</b>	<b>1,8</b>
<b>BN</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>110,9%</b>	<b>0,9</b>

	6m23	2022	
Deuda Neta	30,9	33,3	-7,2%
Patrimonio Neto	94,4	92,3	2,3%
Cartera de inversión	54,9	50,4	9,1%

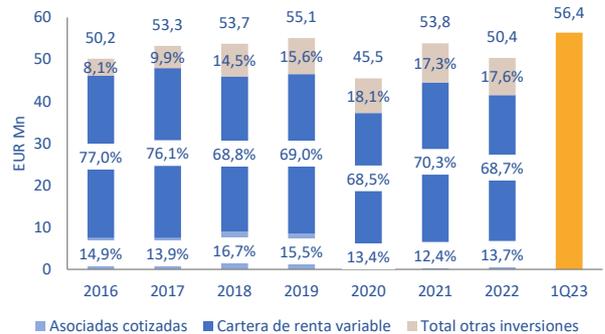
**La compañía en 8 gráficos**

**Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera**

Mix de activos como % sobre patrimonio neto



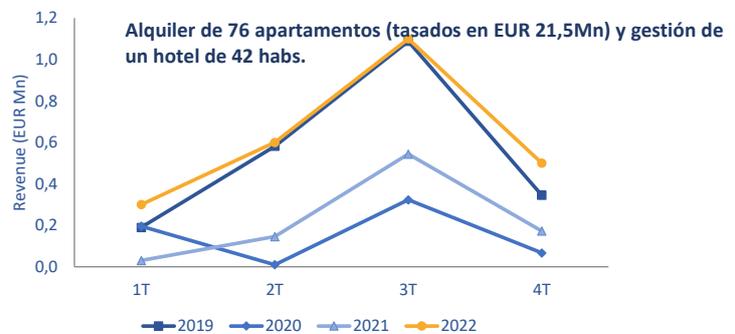
**Área de inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (que reduce el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad**



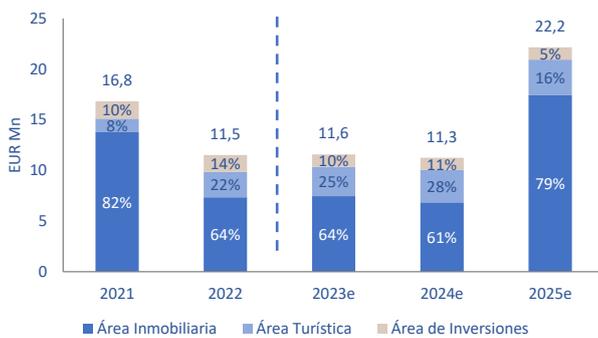
**Los contratos y reservas (EUR 12,2Mn) y stock pendiente de venta (EUR 24,3Mn) dan visibilidad al negocio promotor**



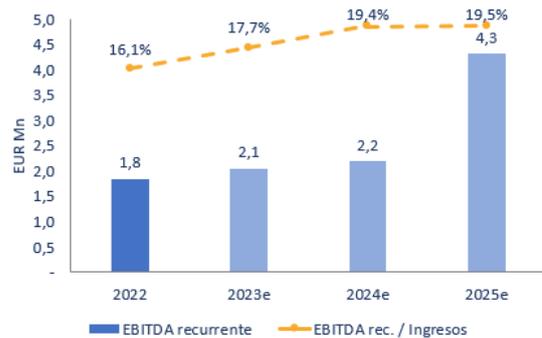
**El negocio turístico ya supera ampliamente al ejercicio 2019 (y aún cuenta con capacidad de crecimiento)**



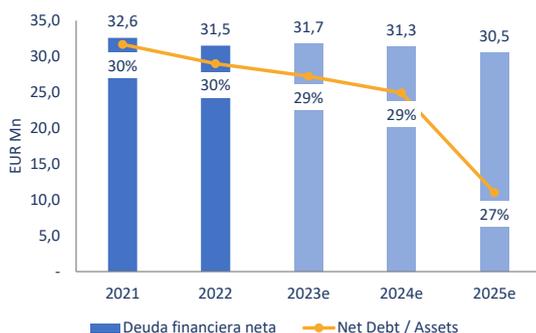
**2023e-2025e: el negocio promotor será el principal motor del crecimiento en ingresos**



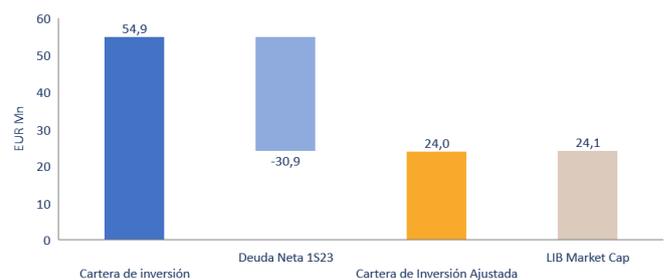
**Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente**



**Todo ello manteniendo una posición financiera holgada (DN/activos < 30%)**



**Una potencial (y "objetivamente" evidente) reserva de valor, que aun pasa desapercibida para el mercado**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,0	1,7	2,0	59,9			
<b>Market Cap</b>	<b>24,1</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>30,9</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,6%	Coste de la deuda neta			1,4%	1,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>1,3%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>1,1%</b>	<b>1,5%</b>	
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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,7%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,5%</b>	<b>11,9%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	43,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	56,2%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>5,4%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>4,8%</b>	<b>6,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>					<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>

(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 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Metrovacesa	MVC-ES	1.139,1	35,1	9,6%	23,6	6,5%	2,3	6,0%	9,6%	9,8%	24,7%
Aedas Homes	AEDAS-ES	791,0	6,8	-5,6%	5,8	-3,9%	1,0	-2,7%	16,8%	11,7%	-8,6%
Neinor Homes	HOME-ES	739,1	8,9	-10,4%	5,7	-7,6%	1,0	0,7%	17,8%	10,6%	14,1%
Insur	ISUR-ES	132,6	14,6	65,1%	15,5	34,5%	2,9	32,9%	18,7%	1,2%	n.a.
<b>Promoción inmobiliaria</b>			<b>16,4</b>	<b>14,7%</b>	<b>12,7</b>	<b>7,4%</b>	<b>1,8</b>	<b>9,2%</b>	<b>15,7%</b>	<b>8,3%</b>	<b>10,1%</b>
Playa Hotels & Resorts	PLYA-US	1.104,0	15,3	24,2%	7,3	5,4%	2,0	1,7%	27,7%	2,6%	n.a.
PPHE Hotel Group	PPH-GB	514,9	15,8	29,5%	13,2	14,5%	4,0	9,1%	30,0%	2,0%	n.a.
Pierre et Vacances	VAC-FR	701,6	35,3	51,3%	18,9	11,8%	1,9	5,1%	10,0%	n.a.	n.a.
<b>Turismo</b>			<b>22,1</b>	<b>35,0%</b>	<b>13,1</b>	<b>10,5%</b>	<b>2,6</b>	<b>5,3%</b>	<b>22,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>n.a.</b>
<b>LIB</b>	<b>LIB-ES</b>	<b>24,1</b>	<b>26,0</b>	<b>72,0%</b>	<b>15,5</b>	<b>45,0%</b>	<b>2,7</b>	<b>38,3%</b>	<b>17,7%</b>	<b>2,2%</b>	<b>69,2%</b>

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	21,3%	2,4	13,2x
Central	19,4%	2,2	14,5x
Min	17,5%	2,0	16,1x

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

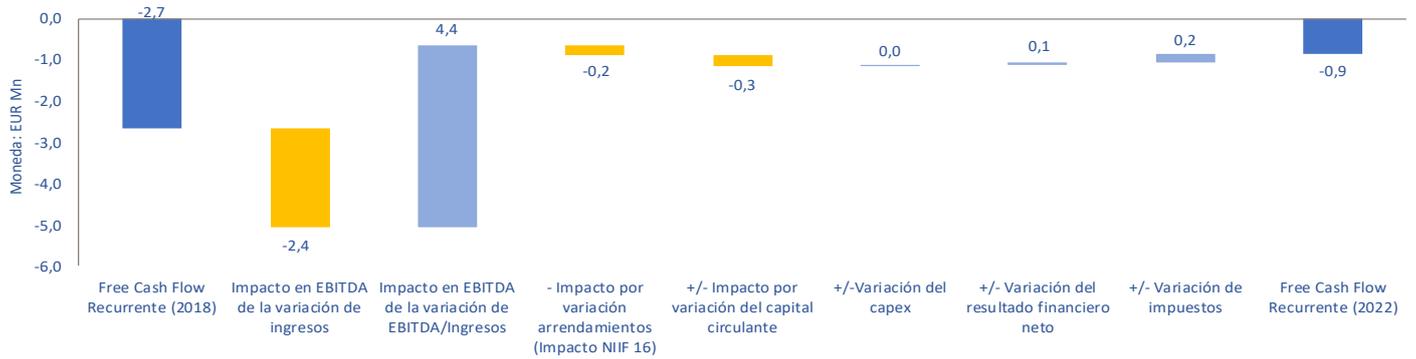
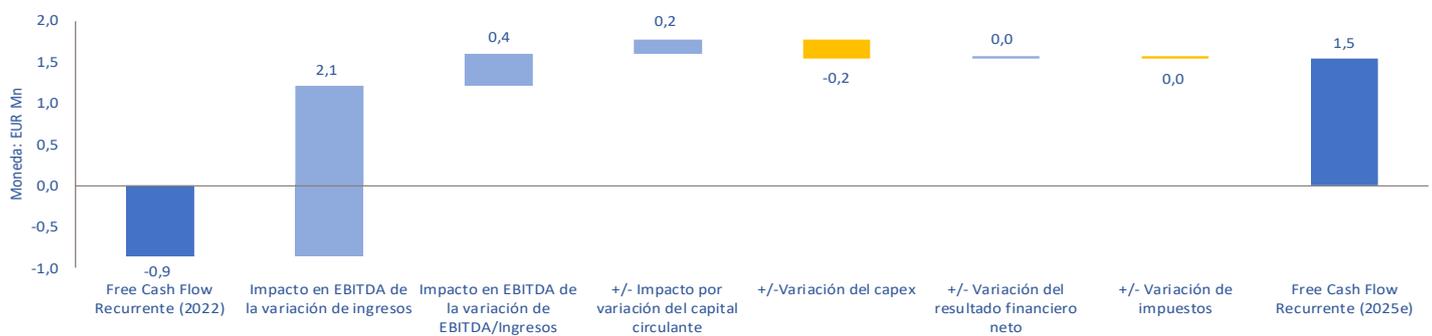
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	1,8%	2,0%		2,2%	Max	6,0%
2,4	1,4	1,4	1,4	Central	5,1%	5,0%	4,9%
2,2	1,2	1,2	1,2	Min	4,2%	4,1%	4,0%
2,0	1,0	1,0	1,0				

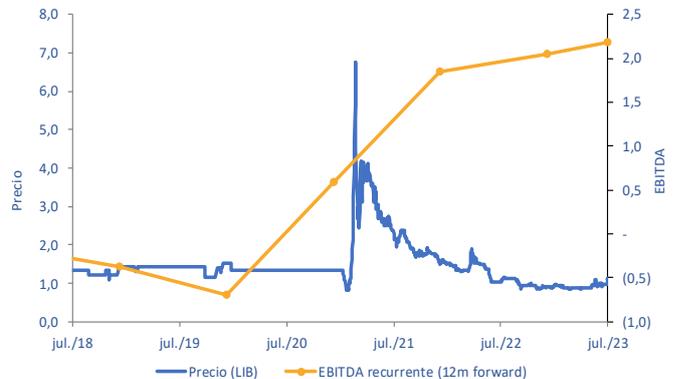
## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	0,1	2,0	2,2	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7		
Inmovilizado material	36,3	38,6	38,0	38,4	37,5	37,7	37,9	38,3		
Otros activos no corrientes	35,4	35,3	36,8	36,1	35,9	35,9	35,9	35,9		
Inmovilizado financiero	52,5	53,6	43,3	52,0	51,8	51,8	51,7	51,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	15,4	16,7	22,0	15,6	14,8	16,3	15,8	20,5		
<b>Total activo</b>	<b>140,2</b>	<b>146,7</b>	<b>143,0</b>	<b>144,7</b>	<b>142,2</b>	<b>143,9</b>	<b>143,6</b>	<b>148,6</b>		
Patrimonio neto	91,9	96,1	87,9	91,5	92,3	92,5	92,8	94,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	11,7	13,4	13,4	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9		
Otros pasivos no corrientes	-	2,1	2,2	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7		
Deuda financiera neta	34,5	31,3	34,1	32,6	31,5	31,7	31,3	30,5		
Pasivo circulante	2,1	3,8	5,4	4,6	2,8	4,1	4,0	7,8		
<b>Total pasivo</b>	<b>140,2</b>	<b>146,7</b>	<b>143,0</b>	<b>144,7</b>	<b>142,2</b>	<b>143,9</b>	<b>143,6</b>	<b>148,6</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>16,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>22,2</b>	<b>23,3%</b>	<b>24,4%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-37,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-29,4%</i>	<i>329,3%</i>	<i>-31,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>96,9%</i>		
Coste de ventas	(1,1)	(1,4)	(1,4)	(12,1)	(5,5)	(5,3)	(4,8)	(12,8)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>9,4</b>	<b>11,5%</b>	<b>16,2%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>77,4%</i>	<i>75,4%</i>	<i>64,7%</i>	<i>28,0%</i>	<i>51,8%</i>	<i>54,2%</i>	<i>57,1%</i>	<i>42,2%</i>		
Gastos de personal	(1,7)	(2,2)	(1,7)	(2,0)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,5)		
Otros costes de explotación	(2,3)	(2,4)	(1,5)	(2,1)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(2,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<b>90,3%</b>	<b>32,6%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-104,1%</i>	<i>-128,5%</i>	<i>-83,0%</i>	<i>183,8%</i>	<i>217,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>97,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>17,7%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,2	0,0	(0,4)	1,1	0,0	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>32,1%</b>
Depreciación y provisiones	(0,0)	0,1	(0,0)	0,3	0,3	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
<b>EBIT</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>	<i>n.a.</i>	<b>28,0%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-100,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-163,9%</i>	<i>233,2%</i>	<i>14,8%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>109,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>15,6%</i>	<i>17,2%</i>	<i>18,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	3,3	2,5	(0,1)	0,8	0,9	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,6)	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	(1,7)	0,1	(1,7)	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>(3,9)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>21,2%</b>	<b>16,7%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-31,3%</i>	<i>48,7%</i>	<i>-360,3%</i>	<i>140,4%</i>	<i>37,9%</i>	<i>-46,3%</i>	<i>12,0%</i>	<i>164,3%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>(3,9)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>21,2%</b>	<b>16,7%</b>
Impuestos	(0,9)	(0,4)	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,2)	(0,3)	(0,7)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>86,2%</i>	<i>28,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>22,4%</i>	<i>30,6%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>(3,6)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>81,7%</b>	<b>22,4%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-72,5%</i>	<i>669,2%</i>	<i>-440,8%</i>	<i>133,7%</i>	<i>23,4%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>12,0%</i>	<i>164,3%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>26,3%</b>	<b>22,5%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-61,3%</i>	<i>79,4%</i>	<i>-431,8%</i>	<i>111,0%</i>	<i>287,7%</i>	<i>-38,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>164,3%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<b>90,3%</b>	<b>32,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(0,2)	0,3	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>28,1%</b>	<b>73,3%</b>
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Impuestos						(0,2)	(0,3)	(0,7)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>24,7%</b>	<b>56,1%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>10,7%</b>	<b>3,1%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,8)	(0,8)	(0,8)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>0,2</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,8)</b>		

## 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
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<b>90,0%</b>	<b>32,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-128,5%	-83,0%	183,8%	217,0%	10,9%	6,7%	97,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,5%	16,1%	17,7%	19,4%	19,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	0,5	(3,7)	5,6	(1,0)	(0,2)	0,3	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>73,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	88,5%	<i>n.a.</i>	229,6%	-89,6%	154,5%	43,2%	42,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	35,6%	5,4%	13,7%	20,2%	14,7%		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos	(0,4)	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,2)	(0,3)	(0,7)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>4,9</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>12,2%</b>	<b>56,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	52,5%	-324,7%	190,7%	-117,5%	163,0%	123,6%	28,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	29,0%	<i>n.a.</i>	4,7%	10,7%	7,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(0,4)	1,1	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,6	1,1	(0,6)	2,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,4</b>	<b>(4,7)</b>	<b>5,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-15,7%</b>	<b>3,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	150,8%	-297,8%	215,4%	-73,7%	-61,7%	123,6%	28,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	20,3%	<i>n.a.</i>	2,2%	5,0%	6,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,8%	<i>n.a.</i>	22,3%	5,9%	2,2%	5,0%	6,4%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>4,9</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	0,1	(2,3)	(0,2)	0,0	(0,1)	2,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	(0,4)	3,6	1,4	0,2	0,2	0,0		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	-	(0,0)	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,2	(4,2)	9,4	(6,6)	0,8	0,6	(1,1)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>(4,5)</b>	<b>10,6</b>	<b>(5,4)</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,2	(0,3)	0,3	(0,2)	(0,0)	0,0	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,1	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,4	0,7	(0,6)	(0,3)	0,4	(0,0)	(0,4)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>(4,1)</b>	<b>10,3</b>	<b>(5,7)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>4,9</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>	<b>82,1%</b>	<b>28,0%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	22,4%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<b>90,0%</b>	<b>32,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	0,5	(3,7)	5,6	(1,0)	(0,2)	0,3	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>73,3%</b>
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,4)	(0,8)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(5,0)</b>	<b>5,6</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6%</b>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	84,8%	<i>n.a.</i>	211,8%	-103,1%	683,8%	66,7%	19,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	33,0%	<i>n.a.</i>	8,6%	14,8%	9,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,6	1,1	(0,6)	2,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>3,4</b>	<b>(3,9)</b>	<b>5,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>-15,6%</b>	<b>-1,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	49,5%	-212,3%	228,6%	-58,3%	-51,9%	66,7%	19,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	17,5%	<i>n.a.</i>	3,1%	5,2%	6,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	10,9%	<i>n.a.</i>	15,7%	6,5%	3,1%	5,2%	6,3%		

**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	24,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	30,9	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	1,4	Rdos. 6m 2023
+/- Otros <sup>(1)</sup>	(21,8)	Rdos. 6m 2023
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>31,8</b>	

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 35,2Mn y EUR 14,3Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (EUR 0,9Mn)

## 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	48,6	10,1	9,0	5,7	5,2	8,2	5,0	5,6	3,9	16,8	11,5	11,6	11,3	22,2	-13,4%	24,4%	
Cto. Total ingresos	195,1%	-79,2%	-11,1%	-36,2%	-9,8%	58,7%	-39,2%	11,4%	-29,4%	329,3%	-31,6%	0,6%	-2,8%	96,9%			
EBITDA	(31,6)	(8,2)	1,4	0,5	0,3	3,4	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,7	1,9	2,1	2,2	4,3	7,5%	32,1%	
Cto. EBITDA	n.a.	73,9%	116,9%	-62,2%	-39,7%	981,4%	-100,2%	n.a.	-182,9%	255,0%	13,4%	9,5%	6,7%	97,0%			
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	15,5%	9,2%	6,1%	41,8%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	16,3%	17,7%	19,4%	19,5%			
Beneficio neto	(29,5)	(48,6)	0,7	1,2	0,9	1,2	0,1	1,1	(3,6)	1,2	1,5	0,9	1,0	2,7	7,4%	22,4%	
Cto. Beneficio neto	56,6%	-64,7%	101,4%	72,8%	-20,7%	26,0%	-88,2%	669,2%	-440,8%	133,7%	23,4%	-38,1%	12,0%	164,3%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	21,1	21,9	21,9	21,9			
BPA (EUR)	-1,41	-2,33	0,03	0,06	0,04	0,06	0,01	0,05	-0,17	0,06	0,07	0,04	0,05	0,13	7,4%	20,8%	
Cto. BPA	56,5%	-64,7%	n.a.	72,9%	-20,7%	25,9%	-88,2%	n.a.	n.a.	n.a.	22,4%	-40,5%	12,0%	n.a.			
BPA ord. (EUR)	-1,41	-2,33	0,03	0,06	0,04	0,04	0,03	0,05	-0,17	0,02	0,07	0,04	0,05	0,13	7,4%	20,9%	
Cto. BPA ord.	56,5%	-64,7%	n.a.	72,9%	-20,7%	-13,3%	-26,7%	79,3%	n.a.	n.a.	n.a.	-40,3%	12,0%	n.a.			
CAPEX	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)			
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	4,8%	1,3%	8,7%	0,4%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%			
Free Cash Flow	59,1	10,3	17,8	4,9	3,7	5,0	0,9	2,4	(4,7)	5,4	1,4	0,5	1,2	1,5	-31,2%	3,1%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,9x	n.a.	n.a.	n.a.	19,7x	16,8x	15,5x	14,3x	7,1x			
PER (x)	n.a.	n.a.	68,2x	36,9x	46,5x	36,9x	n.a.	30,3x	n.a.	25,9x	12,6x	26,0x	23,2x	8,8x			
EV/Vtas (x)	1,84x	2,19x	5,08x	7,12x	7,46x	7,85x	8,86x	8,02x	10,56x	2,64x	2,56x	2,74x	2,82x	1,43x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	32,8x	n.a.	n.a.	18,8x	n.a.	n.a.	n.a.	27,0x	15,7x	15,5x	14,5x	7,4x			
Comport. Absoluto	-46,3%	-64,9%	135,0%	-6,4%	0,0%	-0,1%	-30,1%	6,4%	-12,5%	12,4%	-40,4%	22,6%					
Comport. Relativo vs Ibex 35	-43,7%	-71,1%	126,7%	0,8%	2,1%	-7,0%	-17,8%	-4,8%	3,5%	4,1%	-36,8%	4,0%					

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

		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	1.139,1	791,0	739,1	132,6		1.104,0	514,9	701,6		24,1
	Enterprise value (EV)	1.353,8	986,6	659,2	395,5		1.819,3	1.850,4	3.492,9		31,8
Información financiera básica	Total Ingresos	598,2	1.008,3	648,5	136,3		905,1	468,4	1.859,3		11,6
	Cto.Total Ingresos	15,2%	9,6%	-15,3%	14,8%	6,1%	16,2%	21,4%	15,3%	17,6%	0,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,0%	-2,7%	0,7%	32,9%	9,2%	1,7%	9,1%	5,1%	5,3%	38,3%
	EBITDA	57,3	169,8	115,1	25,5		250,8	140,4	185,1		2,1
	Cto. EBITDA	n.a.	11,0%	-4,6%	101,6%	36,0%	37,2%	30,7%	-64,6%	1,1%	9,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,5%	-3,9%	-7,6%	34,5%	7,4%	5,4%	14,5%	11,8%	10,5%	45,0%
	EBITDA/Ingresos	9,6%	16,8%	17,8%	18,7%	15,7%	27,7%	30,0%	10,0%	22,5%	17,7%
	EBIT	47,8	166,4	119,4	20,9		175,8	90,8	69,0		1,8
	Cto. EBIT	705,2%	12,2%	2,5%	158,7%	219,7%	57,6%	49,6%	-75,2%	10,7%	-7,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	14,2%	-4,1%	-11,7%	41,9%	10,1%	8,9%	16,6%	25,0%	16,8%	50,2%
	EBIT/Ingresos	8,0%	16,5%	18,4%	15,3%	14,6%	19,4%	19,4%	3,7%	14,2%	15,6%
	Beneficio Neto	32,3	109,9	88,1	8,8		70,9	31,9	20,4		0,9
	Cto. Beneficio Neto	237,5%	4,6%	-8,4%	-41,7%	48,0%	37,5%	168,8%	-93,0%	37,8%	-38,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,6%	-5,1%	-15,5%	67,8%	14,2%	23,8%	30,6%	67,8%	40,7%	72,0%
	CAPEX/Ventas	8,3%	0,3%	10,3%	24,6%	10,9%	8,5%	18,0%	5,7%	10,8%	2,0%
Free Cash Flow	111,2	92,8	78,0	1,6		28,2	10,4	(14,1)		0,5	
Deuda financiera Neta	241,3	345,3	264,5	243,3		739,9	795,0	(29,2)		31,7	
DN/EBITDA (x)	4,2	2,0	2,3	9,5	4,5	2,9	5,7	n.a.	4,3	15,5	
Pay-out	365,8%	82,4%	62,3%	48,8%	139,8%	0,0%	36,7%	6,0%	14,2%	82,7%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	35,1	6,8	8,9	14,6	16,4	15,3	15,8	35,3	22,1	26,0
	P/BV (x)	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	1,9	1,3	n.a.	1,6	0,3
	EV/Ingresos (x)	2,3	1,0	1,0	2,9	1,8	2,0	4,0	1,9	2,6	2,7
	EV/EBITDA (x)	23,6	5,8	5,7	15,5	12,7	7,3	13,2	18,9	13,1	15,5
	EV/EBIT (x)	28,3	5,9	5,5	19,0	14,7	10,4	20,4	n.a.	15,4	17,6
	ROE	1,9	11,2	8,7	6,2	7,0	12,5	8,4	n.a.	10,5	1,0
	FCF Yield (%)	9,8	11,7	10,6	1,2	8,3	2,6	2,0	n.a.	2,3	2,2
	DPA	0,78	2,08	0,91	0,23	1,00	0,00	0,28	0,04	0,11	0,04
	Dvd Yield	10,4%	12,3%	9,8%	3,2%	8,9%	0,0%	2,3%	2,8%	1,7%	3,2%

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que 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, IEF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@institutodeanalistas.com](mailto: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 IEF Servicios de Análisis S.L.U.

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

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

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Jul-2023	n.a.	1,10	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	0,95	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
28-Abr-2023	n.a.	0,86	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
02-Mar-2023	n.a.	0,88	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
28-Oct-2022	n.a.	0,95	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
02-Ago-2022	n.a.	1,09	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
03-May-2022	n.a.	1,64	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
02-Mar-2022	n.a.	1,35	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
25-Oct-2021	n.a.	1,86	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
02-Ago-2021	n.a.	2,16	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
07-Jul-2021	n.a.	2,49	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

