

**Resultados 6m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

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

+34 915 904 226

**Cuatroochenta (480S)**, es una compañía tecnológica dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud (bajo modelo SaaS) y ciberseguridad, con productos propios enfocados a la optimización de procesos específicos del entorno empresarial. Sus ingresos fuera de España representan c. del 25% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth. El equipo directivo controla c. 60% del capital.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	21,4	22,7
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	29,8	31,6
Número de Acciones (Mn)	2,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,00 / 9,85 / 7,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	7,8	
Factset / Bloomberg	480S-ES / 480S SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%) <sup>(7)</sup>**

Familia Montesinos	19,4
Sergio Aguado Gonzalez	17,0
Alfredo Cebrián Fuertes	16,5
Grupo Pavasal	6,3
Free Float	34,2

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,7	2,7	2,7	2,7
Total Ingresos	18,7	23,3	27,2	31,4
EBITDA Rec.	0,7	2,2	3,8	5,9
% Var.	-23,0	206,2	73,1	54,4
% EBITDA Rec./Ing.	3,8	9,4	14,0	18,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	15,6	8,5	21,5	16,1
Beneficio neto	-1,1	0,7	2,0	3,7
BPA (EUR)	-0,40	0,27	0,73	1,35
% Var.	-247,7	167,4	170,0	83,8
BPA ord. (EUR)	-0,17	0,27	0,73	1,35
% Var.	-827,8	256,4	170,0	83,8
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-2,4	-0,5	0,9	2,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,4	6,9	6,0	3,5
DN / EBITDA Rec.(x)	8,9	3,2	1,6	0,6
ROE (%)	n.a.	7,0	16,7	24,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	4,8	10,9	18,2

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

PER	n.a.	28,9	10,7	5,8
PER Ordinario	n.a.	28,9	10,7	5,8
P/BV	2,1	2,0	1,7	1,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,60	1,28	1,10	0,95
EV/EBITDA Rec.	41,7	13,6	7,9	5,1
EV/EBIT	n.a.	26,2	11,0	6,3
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	4,1	11,8

(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.

(7) Otros: Gimeno 111 Estudio de comunicación S.L. 3,3%, Angel López Domenech 1,8%, Inveready 1,4%

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

## Rdos 1S23: se acelera la generación de EBITDA

**CONTINUA EL FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS (+26% VS 1S22) ...** En el 1S23 480S generó unos ingresos totales de EUR 10,7Mn, un fuerte incremento (+26,4% vs 1S22) explicado por: (i) un elevado crecimiento orgánico (+20% vs 1S22) apoyado sobre una sólida base de ingresos recurrentes (especialmente por la unidad de ciberseguridad) y (ii) el impacto (EUR 0,5Mn; c.6% vs1S22) de la adquisición de Cloud Factory S.L.

**CON UN MAYOR PESO DE LOS INGRESOS RECURRENTE.** En el 1S23 los ingresos recurrentes alcanzan el 65% del total (EUR 12,8Mn; vs 38% y 62% en 2020 y 2022 respectivamente). Este crecimiento se consigue gracias al foco de 480S en la comercialización de soluciones que aportan ingresos recurrentes y escalables (licencias de producto SaaS o de suscripción, mantenimiento periódico...). El ARR (Annual Recurring Revenue) está calculado sobre los ingresos recurrentes del mes de junio, y anualizado alcanza los EUR 12,8Mn (+8% vs cierre 2022).

**EL CAMBIO EN EL MIX DE INGRESOS REDUCE EL MARGEN BRUTO ...** El margen bruto 1S23 se sitúa en el 68,2% (vs 72,6% en 1S22). Una contracción de 4,4p.p. vs 1S22 explicada esencialmente como resultado del mayor peso del negocio de ciberseguridad en el mix de ingresos (un negocio de menor margen, ya que incluye la comercialización de licencias de terceros).

**... AUNQUE SE ACELERA LA GENERACIÓN DE EBITDA REC.** Gracias al elevado apalancamiento operativo de 480S (que esperamos acelere con fuerza el crecimiento del EBITDA en el 2S23) y el avance de la integración de las sociedades adquiridas, conteniendo los gastos de personal y otros costes de explotación (reduciendo su peso relativo) y llevando el EBITDA Recurrente hasta EUR 0,6Mn (vs EUR 0,2Mn 1S22 y EUR 0,2Mn 1T23).

**EN DEFINITIVA, MANTENEMOS ESTIMACIONES CON LA COTIZACIÓN CERCA DE MÍNIMOS HISTÓRICOS.Y DESTACAMOS LA MEJORA DEL MOMENTUM DE 480S EN EL 2S23** Los resultados 1S23 se encuentran completamente en línea con lo esperado en ingresos, y a pesar de la caída del margen bruto (por el mix de ingresos), los resultados continúan reflejando la esperada recuperación del margen EBITDA. Un margen que esperamos que se incremente hasta niveles de c. 9% (vs c. 4% en 2022; aunque a día de hoy el riesgo de revisión de estimaciones todavía es a la baja). Con la acción cerca de mínimos históricos nuestras estimaciones 2025e estarían cotizando a un EV/EBITDA Rec 25e de 5,1x y un PER 25e < 6,0x. Y FCF yield del 11,8%.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,9	-14,7	-31,7	-16,5	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-2,4	-15,8	-44,8	-26,8	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	0,7	-12,1	-39,6	-22,1	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-0,3	-12,5	-45,2	-24,0	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	1,4	-8,3	-45,5	-25,8	n.a.	n.a.

## Cuatroocheta (480S) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

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

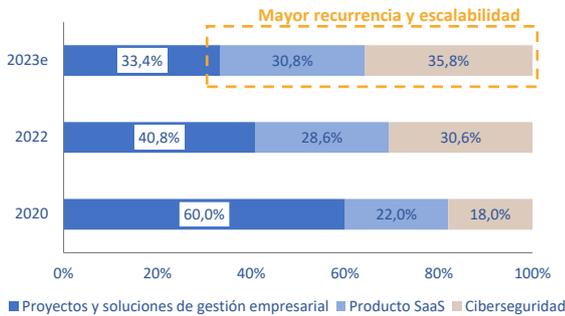
EUR Mn	6m23 Real	6m22	6m23 Real vs 6m22	2023e	2023e vs 2022
<b>Total Ingresos</b>	<b>10,7</b>	<b>8,4</b>	<b>26,4%</b>	<b>23,3</b>	<b>25,0%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>18,8%</b>	<b>16,8</b>	<b>26,5%</b>
<i>Margen Bruto (%)</i>	<i>68,2%</i>	<i>72,6%</i>	<i>-4,4 p.p.</i>	<i>72,1%</i>	<i>0,8 p.p.</i>
Gastos de personal	-5,5	-4,7	16,3%	-11,5	16,0%
Otros costes de explotación	-1,2	-1,2	-1,3%	-3,1	17,1%
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>1</sup></b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,2</b>	<b>206,2%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>5,8%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,2 p.p.</i>	<i>9,4%</i>	<i>5,6 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,2</b>	<b>320,9%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>5,8%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,4 p.p.</i>	<i>9,4%</i>	<i>6,6 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>13,4%</b>	<b>1,1</b>	<b>354,3%</b>

Nota 1: EBITDA Recurrente y EBITDA ajustados para excluir el impacto de gastos capitalizados (EUR 0,4Mn en 1S22 y EUR 0,4Mn en 1S23).

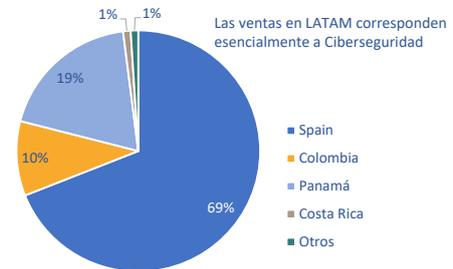
Nota 2: Las cifras de ingresos y EBITDA no incluyen los resultados generados por Pavabits (participada al 50%) ni Matrix Development (participada al 100% por Pavabits), ya que sus resultados se consolidan por puesta en equivalencia. Estas compañías generaron unos ingresos 1S23 de EUR 1,4Mn y un EBITDA proforma de EUR 0,5Mn.

**La compañía en 8 gráficos**

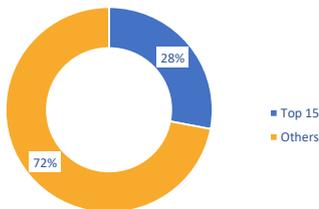
**Un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto SaaS y ciberseguridad) ...**



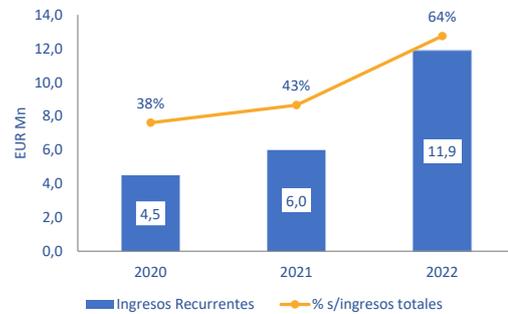
**... como por geografía (a fecha de este informe las ventas fuera de España ya alcanzan el 31%)**



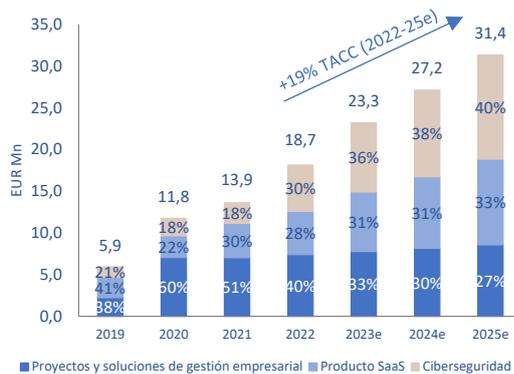
**El top 15 de los clientes sólo representa el 28% de los ingresos. Lo que reduce el riesgo de concentración de clientes**



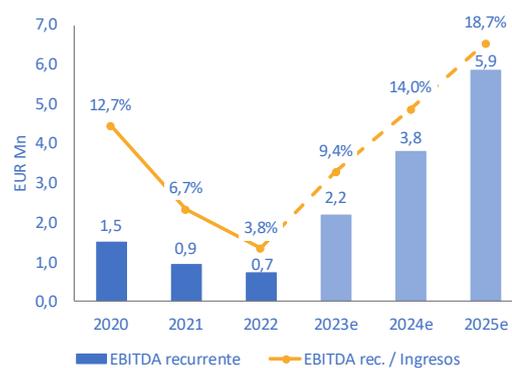
**480S cuenta con un modelo de negocio escalable con una base sólida de ingresos recurrentes**



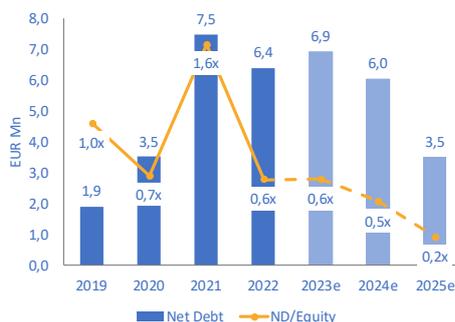
**El foco en producto SaaS y Ciberseguridad permitirá a 480S crecer en ingresos a ritmos de doble dígito alto (+19% TACC 2022-25e)**



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



**El importante crecimiento estimado en EBITDA permitirá una reducción del apalancamiento**



**En definitiva, en 2023e 480S recupera momentum con la cotización en mínimos**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,2)	1,2	2,8	42,6			
<b>Market Cap</b>	<b>21,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>7,0</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,0%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>	
Risk free rate (rf)	3,9%	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>11,1%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,9%</b>	<b>12,3%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	75,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	24,7%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,4%</b>	<b>10,3%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,5%</b>				<b>3,0%</b>	<b>2,0%</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
Descartes Systems	DSG-CA	5.779,7	52,6	14,2%	23,9	n.a.	10,2	n.a.	42,8%	3,3%	n.a.
Appfolio	APPF-US	6.073,1	n.a.	70,4%	n.a.	66,4%	10,6	23,2%	10,5%	0,5%	n.a.
American Software	AMSWA-US	371,8	26,0	n.a.	16,8	n.a.	2,4	n.a.	14,0%	n.a.	n.a.
<b>Software</b>			<b>39,3</b>	<b>42,3%</b>	<b>20,4</b>	<b>66,4%</b>	<b>7,7</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>n.a.</b>
CrowdStrike	CRWD-US	36.102,1	56,7	25,5%	49,9	33,1%	11,8	26,6%	23,7%	2,4%	32,6%
SecureWorks	SCWX-US	478,6	n.a.	47,5%	n.a.	n.a.	1,2	-0,3%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Cybersecurity</b>			<b>56,7</b>	<b>46,1%</b>	<b>49,9</b>	<b>25,3%</b>	<b>6,5</b>	<b>13,7%</b>	<b>23,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>42,1%</b>
<b>480S</b>	<b>480S-ES</b>	<b>21,4</b>	<b>28,9</b>	<b>n.a.</b>	<b>13,6</b>	<b>63,5%</b>	<b>1,3</b>	<b>16,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</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	15,4%	4,2	7,1x
Central	14,0%	3,8	7,9x
Min	12,6%	3,4	8,7x

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

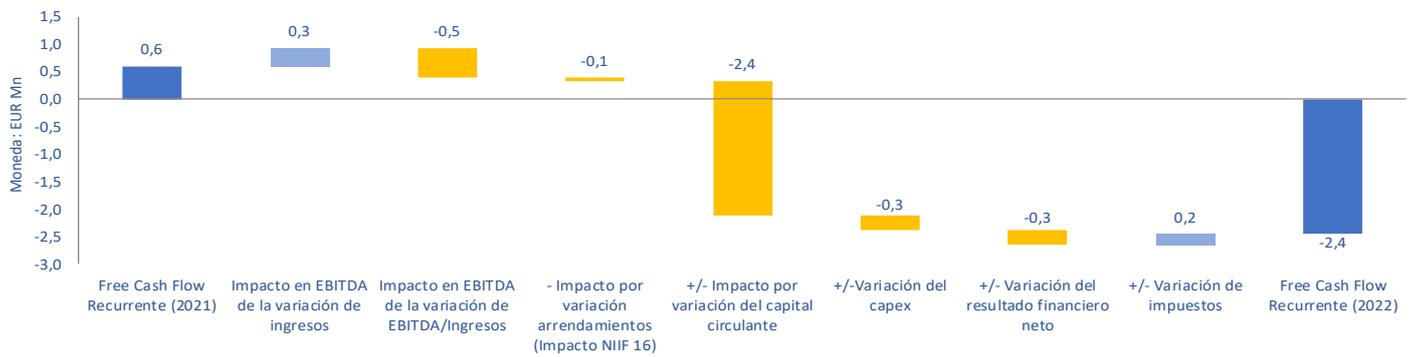
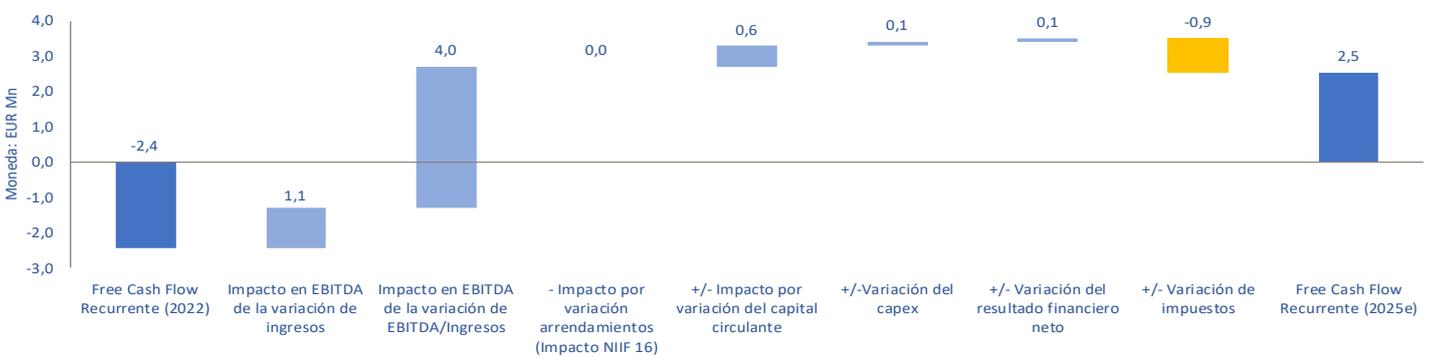
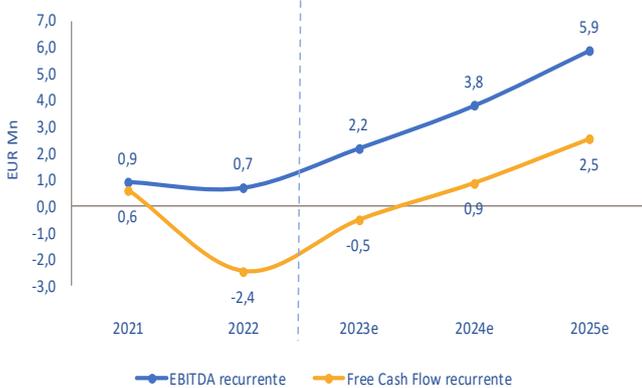
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				FCF Rec./Yield 24e			
EBITDA 24e	3,2%	3,6%	4,0%		Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
4,2	1,4	1,3	1,1	➔	Max	6,4%	5,9%	5,4%
3,8	1,0	0,9	0,8		Central	4,6%	4,1%	3,6%
3,4	0,6	0,5	0,4		Min	2,8%	2,3%	1,8%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial		2,4	3,9	8,1	8,8	8,2	7,6	7,0		
Inmovilizado material		0,1	0,2	0,4	0,5	1,3	2,1	2,9		
Otros activos no corrientes		0,3	0,5	0,5	1,9	1,9	1,9	1,9		
Inmovilizado financiero		0,0	1,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles		1,8	5,1	7,2	8,3	8,3	8,3	8,3		
Activo circulante		1,6	2,8	4,3	8,0	9,3	10,3	11,4		
<b>Total activo</b>		<b>6,2</b>	<b>13,6</b>	<b>20,6</b>	<b>27,8</b>	<b>29,4</b>	<b>30,9</b>	<b>32,3</b>		
Patrimonio neto		1,9	5,4	4,6	10,2	11,0	13,0	16,6		
Minoritarios		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Provisiones y otros pasivos a LP		1,1	1,4	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9		
Otros pasivos no corrientes		-	-	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Deuda financiera neta		1,9	3,5	7,5	6,4	6,9	6,0	3,5		
Pasivo circulante		1,2	3,3	5,8	8,2	8,5	8,9	9,2		
<b>Total pasivo</b>		<b>6,2</b>	<b>13,6</b>	<b>20,6</b>	<b>27,8</b>	<b>29,4</b>	<b>30,9</b>	<b>32,3</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>5,9</b>	<b>11,8</b>	<b>13,9</b>	<b>18,7</b>	<b>23,3</b>	<b>27,2</b>	<b>31,4</b>	<i>n.a.</i>	<i>19,0%</i>
<i>Cto.Total Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>99,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>34,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>15,4%</i>		
Coste de ventas		(1,4)	(3,1)	(3,8)	(5,4)	(6,5)	(7,3)	(8,1)		
<b>Margen Bruto</b>		<b>4,5</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>13,3</b>	<b>16,8</b>	<b>19,9</b>	<b>23,3</b>	<i>n.a.</i>	<i>20,5%</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>		<i>76,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>72,6%</i>	<i>71,3%</i>	<i>72,1%</i>	<i>73,1%</i>	<i>74,1%</i>		
Gastos de personal		(2,5)	(5,7)	(7,4)	(9,9)	(11,5)	(12,6)	(13,6)		
Otros costes de explotación		(0,8)	(1,5)	(1,7)	(2,6)	(3,1)	(3,5)	(3,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>		<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>206,2%</i>	<i>73,1%</i>	<i>54,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>		<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Depreciación y provisiones		(0,4)	(0,7)	(1,1)	(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,6)		
Gastos capitalizados		-	0,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
<b>EBIT</b>		<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBIT</i>		<i>n.a.</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-91,3%</i>	<i>-894,2%</i>	<i>354,3%</i>	<i>137,7%</i>	<i>75,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>		<i>12,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>0,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>15,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	(0,0)	0,2	0,2	0,2	0,2		
<b>Beneficio ordinario</b>		<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>		<i>n.a.</i>	<i>-22,7%</i>	<i>-124,9%</i>	<i>-415,9%</i>	<i>238,1%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
Extraordinarios		(0,5)	(0,3)	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>		<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos		(0,2)	0,0	(0,1)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios		-	-	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	(0,5)	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>		<b>(0,0)</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<i>n.a.</i>	<i>74,8%</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-184,1%</i>	<i>-436,9%</i>	<i>167,4%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>		<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>75,1%</i>	<i>-104,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>256,4%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
<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>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Var.capital circulante						(0,9)	(0,7)	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<i>n.a.</i>	<i>90,3%</i>
CAPEX						(0,9)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Impuestos						(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<i>n.a.</i>	<i>44,8%</i>
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>0,9</b>	<b>2,5</b>	<i>n.a.</i>	<i>34,5%</i>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>0,5</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,5)</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>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-14,5%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>206,2%</i>	<i>73,1%</i>	<i>54,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,7%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	0,8	1,1	(1,4)	(0,9)	(0,7)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-47,5%</b>	<b>90,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>181,7%</i>	<i>-22,9%</i>	<i>-155,8%</i>	<i>203,1%</i>	<i>174,3%</i>	<i>73,1%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>13,5%</i>	<i>19,1%</i>	<i>12,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>15,1%</i>		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,2)	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-94,1%</b>	<b>44,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>265,2%</i>	<i>-64,1%</i>	<i>-505,2%</i>	<i>79,0%</i>	<i>270,9%</i>	<i>189,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>7,8%</i>	<i>14,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,2%</i>	<i>8,1%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	(2,8)	(3,8)	(3,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-30,6%</b>	<b>34,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>45,0%</i>	<i>-129,8%</i>	<i>-76,0%</i>	<i>91,2%</i>	<i>270,9%</i>	<i>189,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>2,1%</i>	<i>7,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,1%</i>	<i>11,8%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,1%</i>	<i>11,8%</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	-	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	n.a.	1,1	0,3	0,3	0,2	0,4	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	n.a.	(0,8)	(0,8)	(0,5)	1,3	1,2	1,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,4</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,3)	1,1	0,3	(2,4)	0,5	0,1	(0,1)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,5</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,3)	0,2	(0,0)	0,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	0,0	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,1	(0,0)	0,2	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,2</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-37,9%</b>	<b>n.a.</b>
* Tasa fiscal teórica	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-14,5%</b>	<b>n.a.</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	0,8	1,1	(1,4)	(0,9)	(0,7)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-47,5%</b>	<b>90,3%</b>
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>-83,1%</b>	<b>50,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>293,9%</i>	<i>-52,8%</i>	<i>-322,7%</i>	<i>92,3%</i>	<i>870,6%</i>	<i>131,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>8,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,5%</i>	<i>9,0%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	(2,8)	(3,8)	(3,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>-26,8%</b>	<b>36,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>66,9%</i>	<i>-240,4%</i>	<i>-80,8%</i>	<i>97,0%</i>	<i>870,6%</i>	<i>131,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>1,7%</i>	<i>6,6%</i>	<i>3,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,1%</i>	<i>9,5%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,1%</i>	<i>9,5%</i>		

**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	21,4	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,7	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	7,0	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>29,8</b>	

## Anexo 4. Principales comparables 2023e

	EUR Mn	Software			Cybersecurity			480S	
		Descartes Systems	Appfolio	American Software	Average	CrowdStrike	SecureWorks		Average
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	DSG-CA	APPF-US	AMSWA-US		CRWD-US	SCWX-US	480S-ES	
	País	Canada	USA	USA		USA	USA	Spain	
	Market cap	5.779,7	6.073,1	371,8		36.102,1	478,6	21,4	
	Enterprise value (EV)	5.575,6	5.958,4	263,2		33.885,3	426,5	29,8	
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	545,5	564,2	111,9		2.871,7	342,1	23,3	
	Cto.Total Ingresos	22,4%	26,5%	-4,3%	14,8%	35,5%	-21,9%	12,9%	25,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	23,2%	n.a.	23,2%	26,6%	-0,3%	13,7%	16,1%
	EBITDA	233,3	59,3	15,6		679,4	(31,9)		2,2
	Cto. EBITDA	25,6%	274,1%	24,9%	108,2%	867,4%	61,4%	338,4%	320,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	66,4%	n.a.	66,4%	33,1%	n.a.	25,3%	63,5%
	EBITDA/Ingresos	42,8%	10,5%	14,0%	22,4%	23,7%	n.a.	23,7%	9,4%
	EBIT	147,8	(24,1)	11,6		568,9	(29,4)		1,1
	Cto. EBIT	17,4%	64,7%	22,0%	34,7%	421,0%	76,5%	194,7%	354,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34,2%	83,2%	58,7%	n.a.
	EBIT/Ingresos	27,1%	n.a.	10,4%	18,7%	19,8%	n.a.	19,8%	4,9%
	Beneficio Neto	110,8	18,7	9,5		649,1	(33,2)		0,7
	Cto. Beneficio Neto	18,1%	129,0%	-3,6%	47,9%	474,7%	69,3%	181,2%	167,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27,3%	77,2%	49,6%	n.a.
	CAPEX/Ventas	1,1%	1,4%	2,0%	1,5%	7,3%	1,8%	3,7%	4,0%
	Free Cash Flow	190,8	31,8	n.a.		875,1	(75,7)		(0,5)
Deuda financiera Neta	(86,1)	(43,3)	(112,8)		(2.724,7)	5,3		6,9	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,2	
Pay-out	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	52,6	n.a.	26,0	39,3	56,7	n.a.	56,7	28,9
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17,3	1,0	9,1	2,0
	EV/Ingresos (x)	10,2	10,6	2,4	7,7	11,8	1,2	6,5	1,3
	EV/EBITDA (x)	23,9	n.a.	16,8	20,4	49,9	n.a.	49,9	13,6
	EV/EBIT (x)	37,7	n.a.	22,6	30,2	n.a.	n.a.	n.a.	26,2
	ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	30,4	n.a.	30,4	7,0
	FCF Yield (%)	3,3	0,5	n.a.	1,9	2,4	n.a.	2,4	n.a.
	DPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00
Dvd Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	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](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 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
26-Sep-2023	n.a.	7,85	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andres Abad
15-Jun-2023	n.a.	9,15	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	8,30	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
25-Abr-2023	n.a.	9,75	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
23-Dic-2022	n.a.	9,80	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
06-Oct-2022	n.a.	11,20	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
09-Jun-2022	n.a.	16,60	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
18-Mar-2022	n.a.	16,64	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2021	David López Sánchez
01-Dic-2021	n.a.	18,83	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
07-Oct-2021	n.a.	15,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
22-Abr-2021	n.a.	24,14	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

