

**Resultados 6m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

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

+34 915 904 226

**Audax Renovables (ADX)** es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento Industrial y PYME (c. 59% y 33%, respectivamente de los TWh comercializados) y presencia internacional. Con una capacidad instalada de 245MW (91MW de energía eólica y 154MW de solar), 26MW en construcción y 1.144MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

## 1S23: EBITDA de EUR 48,2Mn (+96% vs 1S22), empujado por el negocio de comercialización

**LA CAIDA DE LOS PRECIOS PROVOCA UN DESCENSO (ESPERADO) DE LOS INGRESOS (-8% VS 1S22).** ADX cierra el 1S23 con unos ingresos de EUR 1.219,2Mn (-7,8% vs 1S22), una caída explicada por los menores precios de la energía frente al mismo período del ejercicio anterior (con caídas en los mercados donde opera ADX del -44% para la electricidad y -54% para el gas). Continúa la caída de los puntos de suministro (-9,3% vs 1S22) de acuerdo con la estrategia de premiar la rentabilidad (poniendo el foco en los clientes más rentables). La energía suministrada crece ligeramente vs 1S22 (+1,4%) hasta los 7,0 TWh.

**AUMENTA LA GENERACIÓN (+12,1%).** Aunque con una potencia instalada en línea con el 1T23 y cierre 2022 (179MW ex-Panamá), la mayor producción en España (+21% vs 1S22) gracias a una mayor producción solar, ha permitido incrementar la generación hasta 148GWh (+12% vs 1S22).

**CON UNA MEJORA SIGNIFICATIVA EN MÁRGENES.** En el 1S23 el margen bruto mejora hasta el 8,7% (vs 4,9% y 7,3% en el 1S22 y 1T23 respectivamente) gracias a: (i) salida del negocio de gas en Polonia, (ii) el incremento de la rentabilidad en Hungría y Países Bajos al focalizarse en sector PYME y la correcta fijación de precios y (iii) la entrada en el mercado gasista húngaro. Y, pese a la caída en ingresos, la mejora del margen del negocio de comercialización empuja el EBITDA hasta situarse a cierre del 1S23 en EUR 48,2Mn (Mg. EBITDA 4,0%; +2,1p.p. y +0,7p.p. vs 1S22 y 1T23 respectivamente).

**DEUDA NETA, EUR 315,8Mn 1S23 (-32,7% VS 1S22).** La deuda neta a cierre del 1S23 alcanza EUR 315,8Mn (-32,7% y -9% vs 1S22 y cierre 2022; excluyendo el impacto de la NIIF 16). Estimamos un múltiplo DN/EBITDA 2023e: 4,2x (vs 6,7x 2022).

**EN CONCLUSIÓN, FUERTE RECUPERACIÓN DE MÁRGENES. Y CON CAPACIDAD DE MEJORA.** Pese a que unos menores precios de la energía presionan a la baja los ingresos (estimamos una caída del -8% en 2023e), la mejora de márgenes vista en el 1S23 nos lleva a mantener las estimaciones en EBITDA 2023e (EUR 82Mn; +58% vs 2022). Aunque lo más interesante es que los márgenes aún tienen recorrido (EBITDA 2019: 6,5%). Los resultados seguirán siendo un catalizador positivo. Aunque tras el rally de la acción desde comienzos de año (+69% en términos absolutos) el FCF yield 2023e se reduce a c. 1%. Nuestras estimaciones 2023e cotizan a un EV/EBITDA Rec. de 11,4x (vs 9,3x de sus comparables).

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	559,2	590,7
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	931,2	983,6
Número de Acciones (Mn)	440,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,40 / 1,12 / 0,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,59	
Rotación <sup>(3)</sup>	26,8	
Factset / Bloomberg	ADX-ES / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

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

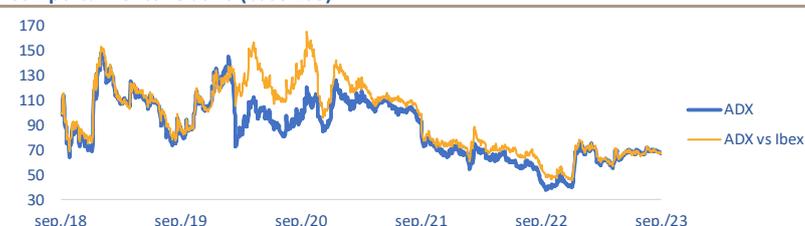
José Elías Navarro	65,9
Indumenta Pueri	5,9
Free Float	27,9

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	440,3	440,3	440,3	440,3
Total Ingresos	2.633,0	2.418,7	2.415,7	2.466,4
EBITDA Rec.	51,7	81,6	101,6	106,0
% Var.	9,9	58,0	24,4	4,3
% EBITDA Rec./Ing.	2,0	3,4	4,2	4,3
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	18,9	20,7	3,0	4,2
Beneficio neto	3,5	18,5	33,2	35,4
BPA (EUR)	0,01	0,04	0,08	0,08
% Var.	305,8	423,3	79,2	6,7
BPA ord. (EUR)	0,01	0,04	0,08	0,08
% Var.	n.a.	552,5	79,2	6,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	117,3	6,1	0,4	6,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	345,6	339,5	339,1	332,4
DN / EBITDA Rec.(x)	6,7	4,2	3,3	3,1
ROE (%)	2,8	14,1	21,1	18,4
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	4,1	9,8	12,2	11,8

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

PER	n.a.	30,2	16,9	15,8
PER Ordinario	n.a.	30,2	16,9	15,8
P/BV	4,6	4,0	3,2	2,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,35	0,38	0,39	0,38
EV/EBITDA Rec.	18,0	11,4	9,2	8,8
EV/EBIT	28,8	15,4	11,9	11,5
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	21,0	1,1	0,1	1,2

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,0	-0,2	56,9	69,4	-28,2	-31,9
vs Ibex 35	-1,3	0,4	23,9	47,9	-48,3	-32,2
vs Ibex Small Cap Index	0,8	4,2	36,5	57,9	-40,0	-35,7
vs Eurostoxx 50	1,1	4,2	25,7	54,5	-44,4	-44,4
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	3,7	10,1	46,7	72,7	-30,1	-45,4

(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 Utilities.

(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: THE GOLDMAN SACHS GROUP, INC. 0,3%

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

**Resultados 6m 2023**
**Tabla 1. Resultados 1S23**

EUR Mn	6m23 Real	6m22	6m23 Real vs 6m22	2023e	2023e vs 2022
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.219,2</b>	<b>1.323,1</b>	<b>-7,8%</b>	<b>2.418,7</b>	<b>-8,1%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>106,5</b>	<b>65,1</b>	<b>63,6%</b>	<b>177,2</b>	<b>23,2%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>8,7%</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,8 p.p.</i>	<i>7,3%</i>	<i>1,9 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>48,2</b>	<b>24,5</b>	<b>96,4%</b>	<b>81,6</b>	<b>50,8%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>4,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,1 p.p.</i>	<i>3,4%</i>	<i>1,3 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>37,5</b>	<b>13,6</b>	<b>174,8%</b>	<b>60,3</b>	<b>86,7%</b>
<b>BN</b>	<b>8,4</b>	<b>0,1</b>	<b>n.a.</b>	<b>18,5</b>	<b>423,3%</b>
Puntos de suministro (miles)	382	421	-9,3%		
Energía suministrada (TWh)	7,0	6,9	1,4%		
Potencia instalada (MW) <sup>1</sup>	179	160	11,9%		
Energía generada (GWh) <sup>1</sup>	148	132	12,1%		
Deuda Neta	315,8	469,5	-32,7%	339,5	-2,2%

Nota 1: Potencia instalada (MW) y energía generada (GWh) excluyendo el parque eólico de Panamá (66MW, con una participación del 30%; consolidado por puesta en equivalencia).

Nota: Deuda neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 EUR 17,3Mn y EUR 20,9Mn en el 1S22 y 1S23, respectivamente.

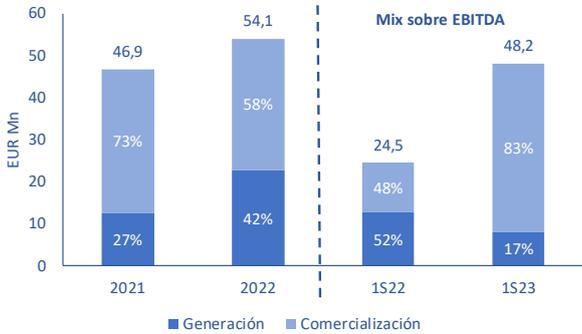
**Tabla 2. Pipeline**

MW	Grid		Environment	Under			Total	%
	Early Stage	Connection	al approval	Backlog	Construction	Operation		
Spain	50	0	126	140	26	133	475	34%
Portugal	405	0	0	204	0	0	609	43%
Italy	0	190	0	29	0	0	219	15%
France	0	0	0	0	0	12	12	1%
Poland	0	0	0	0	0	34	34	2%
Panama*	0	0	0	0	0	66	66	5%
<b>TOTAL</b>	<b>455</b>	<b>190</b>	<b>126</b>	<b>373</b>	<b>26</b>	<b>245</b>	<b>1.415</b>	<b>100%</b>

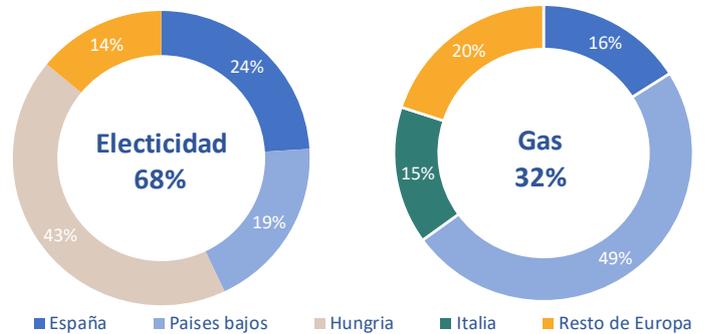
\* Audax has a 30% stake in the Panama wind farm (equity accounted)

**La compañía en 8 gráficos**

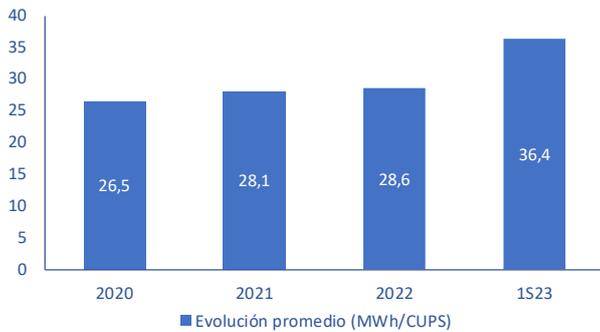
**Dos actividades: comercialización y generación de energía (ambas con peso relevante en EBITDA)**



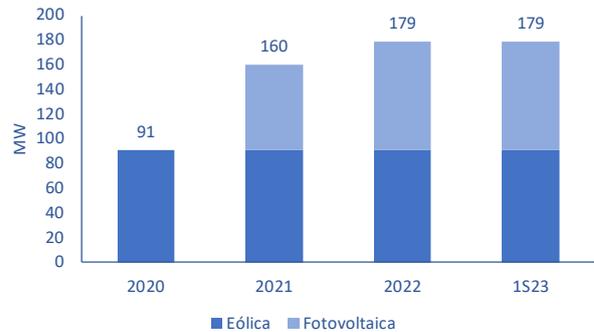
**Comercialización de electricidad y gas: un negocio diversificado geográficamente**



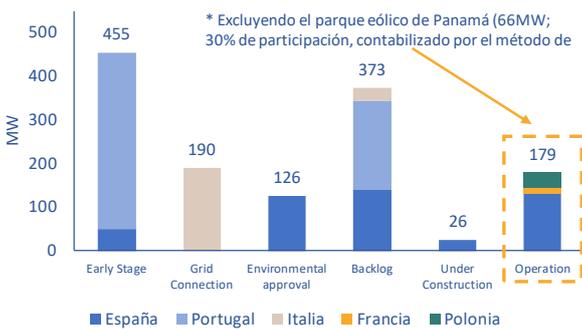
**El foco en el segmento PYME e industria ha permitido incrementar el volumen unitario de energía suministrada por punto de suministro**



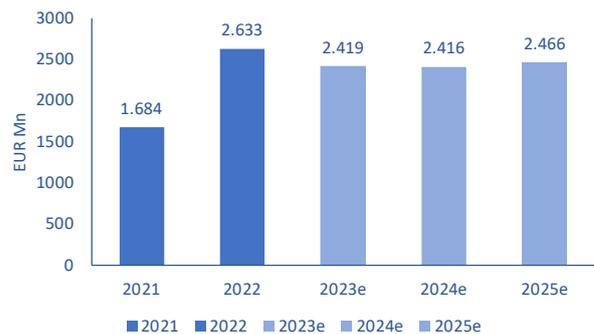
**Generación: Capacidad instalada (MW) por tecnología**



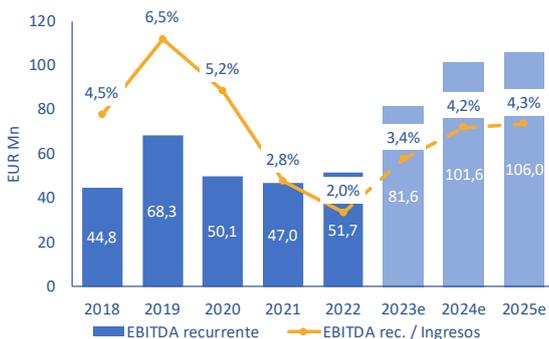
**Pipeline de proyectos de generación (1S23)**



**Los menores precios energéticos provocarán una reducción de los ingresos en 2023e**



**La mejora del margen del negocio de comercialización permitirá una recuperación del margen EBITDA (aún penalizado)**



**Lo que debiera permitir una reducción del apalancamiento: DN/EBITDA 2023e 4,2x**



**Inputs de valoración**
**Inputs de valoración por DCF**

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	35,9	30,0	36,1	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>559,2</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>315,8</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,4%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>4,2%</b>	<b>4,6%</b>	
Risk free rate (rf)	4,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,7%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,6%</b>	<b>11,9%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	63,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	36,1%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,4%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,6%</b>	<b>9,3%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>1,5%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

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

**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
Iberdrola	IBE-ES		67.122,4	14,6	6,2%	8,6	5,9%	2,3	1,5%	26,2%	n.a.	48,9%
Endesa	ELE-ES		20.349,2	12,7	9,6%	7,3	6,2%	1,4	-1,9%	19,0%	4,4%	25,3%
Naturgy	NTGY-ES		24.705,8	13,3	-6,2%	7,3	-2,1%	1,2	-7,7%	16,7%	4,2%	-30,7%
EDP	EDP-PT		16.351,2	14,8	7,8%	8,4	4,1%	2,0	2,5%	24,3%	n.a.	32,6%
<b>Integrated Utilities</b>				<b>13,8</b>	<b>4,3%</b>	<b>7,9</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,4%</b>	<b>21,5%</b>	<b>4,3%</b>	<b>19,0%</b>
Solaria	SLR-ES	1.761,8	17,0	15,9%	13,2	24,1%	11,6	27,1%	87,9%	n.a.	n.a.	-23,0%
Grenergy	GRE-ES	644,1	14,8	11,0%	11,0	34,2%	4,1	28,4%	37,0%	n.a.	n.a.	-64,9%
Scatec A	SCATC-NO	864,2	15,6	15,9%	9,4	17,5%	7,2	22,0%	77,2%	n.a.	n.a.	2,5%
<b>Renewable Energy</b>				<b>15,8</b>	<b>14,3%</b>	<b>11,2</b>	<b>25,3%</b>	<b>7,7</b>	<b>25,8%</b>	<b>67,4%</b>	<b>n.a.</b>	<b>-28,5%</b>
<b>ADX</b>	<b>ADX-ES</b>		<b>559,2</b>	<b>30,2</b>	<b>38,2%</b>	<b>11,4</b>	<b>13,9%</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>4,1%</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	4,6%	111,3	8,4x
Central	4,2%	101,6	9,2x
Min	3,8%	91,9	10,1x

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

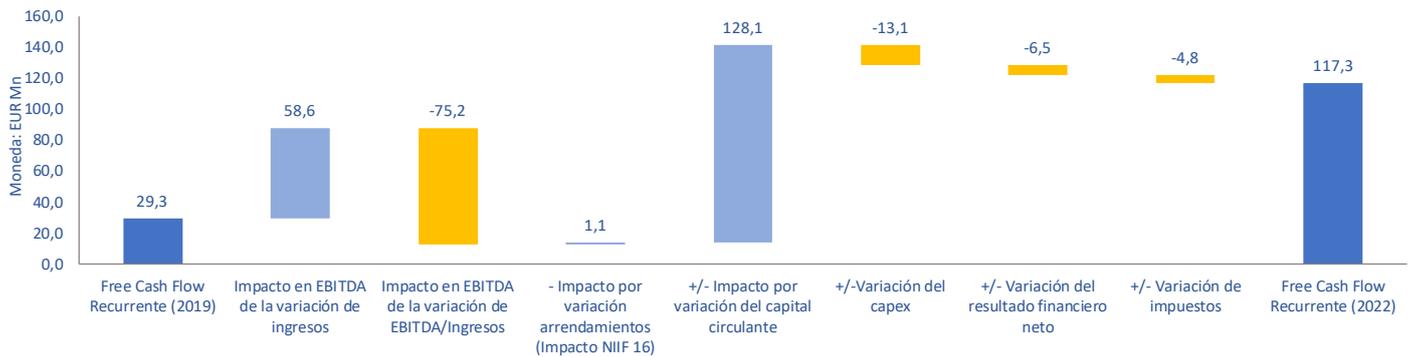
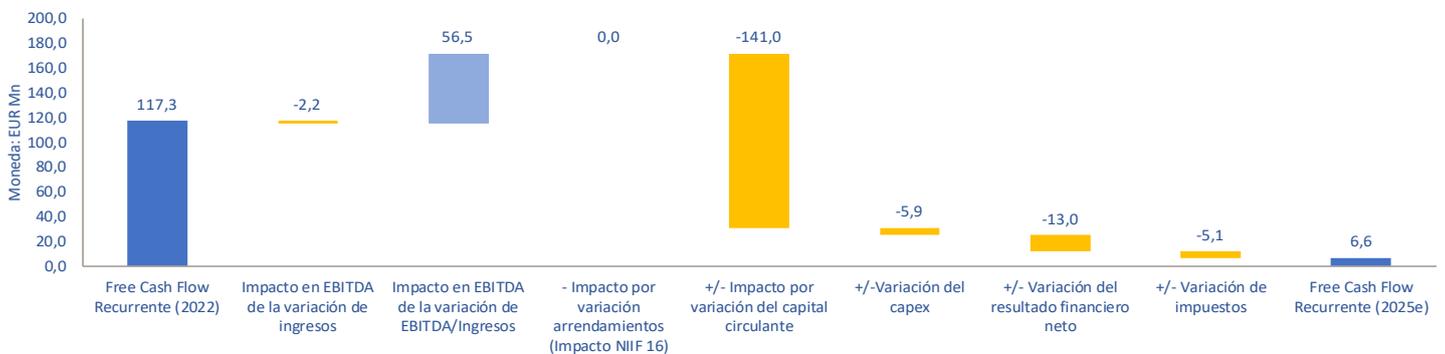
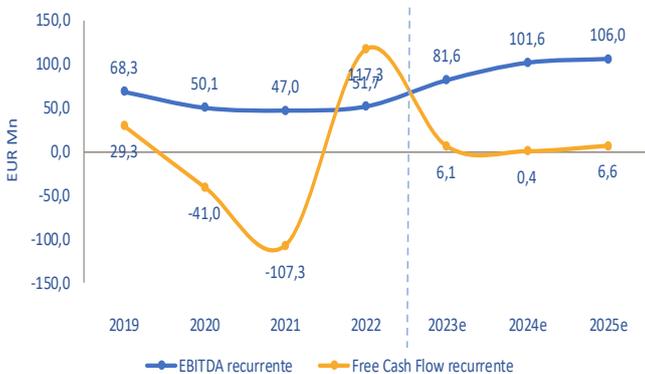
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e			
	EBITDA 24e	2,1%	2,3%		2,5%	Max	2,7%	1,8%
111,3	14,9	10,1	5,2	Central	0,9%	0,1%	n.a.	n.a.
101,6	5,2	0,4	(4,4)	Min	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
91,9	(4,4)	(9,2)	(14,1)					

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	111,5	106,3	159,5	200,0	202,0	202,0	202,0	202,0		
Inmovilizado material	166,6	75,3	87,4	117,2	140,0	167,5	200,3	227,9		
Otros activos no corrientes	12,5	14,3	14,8	24,9	27,6	27,6	27,6	27,6		
Inmovilizado financiero	99,0	76,3	25,6	105,7	107,2	111,4	115,6	119,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	138,6	137,9	137,9	137,9	137,8	137,8	137,8	137,8		
Activo circulante	161,6	177,1	266,0	399,0	384,6	349,9	349,6	355,4		
<b>Total activo</b>	<b>689,8</b>	<b>587,2</b>	<b>691,3</b>	<b>984,8</b>	<b>999,4</b>	<b>996,3</b>	<b>1.033,0</b>	<b>1.070,6</b>		
Patrimonio neto	106,3	122,2	135,2	132,4	122,4	140,9	174,1	209,5		
Minoritarios	33,3	33,5	7,8	12,0	13,3	17,5	21,7	25,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	92,1	59,3	114,7	138,6	113,5	113,5	113,5	113,5		
Otros pasivos no corrientes	-	9,6	8,9	16,5	20,7	20,7	20,7	20,7		
Deuda financiera neta	291,8	169,2	202,9	426,9	345,6	339,5	339,1	332,4		
Pasivo circulante	166,4	193,5	221,8	258,4	383,8	364,2	363,9	368,6		
<b>Total pasivo</b>	<b>689,8</b>	<b>587,2</b>	<b>691,3</b>	<b>984,8</b>	<b>999,4</b>	<b>996,3</b>	<b>1.033,0</b>	<b>1.070,6</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
<b>Total Ingresos</b>	<b>986,9</b>	<b>1.043,8</b>	<b>969,3</b>	<b>1.683,9</b>	<b>2.633,0</b>	<b>2.418,7</b>	<b>2.415,7</b>	<b>2.466,4</b>	<b>36,1%</b>	<b>-2,2%</b>
Cto.Total Ingresos	n.a.	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-8,1%	-0,1%	2,1%		
Coste de ventas	(883,2)	(917,2)	(854,4)	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.241,5)	(2.216,8)	(2.261,2)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>103,7</b>	<b>126,6</b>	<b>114,9</b>	<b>122,7</b>	<b>143,8</b>	<b>177,2</b>	<b>198,9</b>	<b>205,2</b>	<b>4,3%</b>	<b>12,6%</b>
Margen Bruto / Ingresos	10,5%	12,1%	11,9%	7,3%	5,5%	7,3%	8,2%	8,3%		
Gastos de personal	(19,4)	(21,0)	(22,5)	(27,7)	(30,1)	(31,2)	(31,7)	(32,4)		
Otros costes de explotación	(39,5)	(37,3)	(42,3)	(47,9)	(62,1)	(64,4)	(65,6)	(66,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>50,1</b>	<b>47,0</b>	<b>51,7</b>	<b>81,6</b>	<b>101,6</b>	<b>106,0</b>	<b>-8,9%</b>	<b>27,1%</b>
Cto.EBITDA recurrente	n.a.	52,4%	-26,7%	-6,2%	9,9%	58,0%	24,4%	4,3%		
EBITDA rec. / Ingresos	4,5%	6,5%	5,2%	2,8%	2,0%	3,4%	4,2%	4,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	(0,2)	2,5	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>44,8</b>	<b>68,3</b>	<b>50,1</b>	<b>46,9</b>	<b>54,1</b>	<b>81,6</b>	<b>101,6</b>	<b>106,0</b>	<b>-7,5%</b>	<b>25,1%</b>
Depreciación y provisiones	(25,1)	(25,1)	(19,7)	(22,0)	(21,8)	(21,3)	(23,2)	(25,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,1)	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>19,7</b>	<b>42,1</b>	<b>30,4</b>	<b>24,9</b>	<b>32,3</b>	<b>60,3</b>	<b>78,4</b>	<b>81,0</b>	<b>-8,4%</b>	<b>35,9%</b>
Cto.EBIT	n.a.	113,1%	-27,7%	-18,2%	29,7%	86,7%	30,1%	3,3%		
EBIT / Ingresos	2,0%	4,0%	3,1%	1,5%	1,2%	2,5%	3,2%	3,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(17,1)	(13,9)	(12,7)	(26,5)	(22,7)	(36,1)	(35,9)	(35,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	3,0	4,2	4,2	4,2		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>2,6</b>	<b>28,1</b>	<b>17,7</b>	<b>(1,6)</b>	<b>12,6</b>	<b>28,4</b>	<b>46,7</b>	<b>49,5</b>	<b>-23,5%</b>	<b>57,9%</b>
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	979,7%	-37,0%	-109,2%	875,7%	125,9%	64,5%	5,9%		
Extraordinarios	8,6	5,0	16,3	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>11,2</b>	<b>33,1</b>	<b>34,0</b>	<b>(1,6)</b>	<b>12,6</b>	<b>28,4</b>	<b>46,7</b>	<b>49,5</b>	<b>-27,5%</b>	<b>57,9%</b>
Impuestos	(1,8)	(1,7)	(3,9)	(1,7)	(4,8)	(5,7)	(9,3)	(9,9)		
Tasa fiscal efectiva	15,9%	5,1%	11,4%	n.a.	38,2%	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	(1,0)	(5,9)	(3,8)	1,6	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>8,4</b>	<b>25,4</b>	<b>26,4</b>	<b>(1,7)</b>	<b>3,5</b>	<b>18,5</b>	<b>33,2</b>	<b>35,4</b>	<b>-48,2%</b>	<b>n.a.</b>
Cto.Beneficio neto	n.a.	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	423,3%	79,2%	6,7%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>1,2</b>	<b>20,7</b>	<b>11,9</b>	<b>0,1</b>	<b>2,8</b>	<b>18,5</b>	<b>33,2</b>	<b>35,4</b>	<b>-48,5%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	552,5%	79,2%	6,7%		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>81,6</b>	<b>101,6</b>	<b>106,0</b>	<b>-8,9%</b>	<b>27,1%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	15,1	0,1	(1,2)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>96,7</b>	<b>101,7</b>	<b>104,8</b>	<b>34,4%</b>	<b>-18,2%</b>
CAPEX	-	-	-	-	-	(48,8)	(56,0)	(52,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(36,1)	(35,9)	(35,7)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(5,7)	(9,3)	(9,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>6,6</b>	<b>58,8%</b>	<b>-61,6%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>6,6</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-56,6%</b>
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(6,1)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(6,6)</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>68,3</b>	<b>50,1</b>	<b>47,0</b>	<b>51,7</b>	<b>81,6</b>	<b>101,6</b>	<b>106,0</b>	<b>-8,9%</b>	<b>27,1%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	52,4%	-26,7%	-6,2%	9,9%	58,0%	24,4%	4,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	6,5%	5,2%	2,8%	2,0%	3,4%	4,2%	4,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	11,7	(60,7)	(96,3)	139,8	15,1	0,1	(1,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>78,9</b>	<b>(10,6)</b>	<b>(49,3)</b>	<b>191,5</b>	<b>96,7</b>	<b>101,7</b>	<b>104,8</b>	<b>34,4%</b>	<b>-18,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	59,4%	-113,4%	-364,8%	488,2%	-49,5%	5,1%	3,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,6%	n.a.	n.a.	7,3%	4,0%	4,2%	4,2%		
- CAPEX	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(48,8)	(56,0)	(52,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(16,1)	(13,4)	(18,9)	(22,7)	(36,1)	(35,9)	(35,7)		
- Impuestos	-	-	-	(4,8)	(5,7)	(9,3)	(9,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>29,3</b>	<b>(41,0)</b>	<b>(107,3)</b>	<b>117,3</b>	<b>6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>6,6</b>	<b>58,8%</b>	<b>-61,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	4,0%	-239,8%	-162,1%	209,3%	-94,8%	-93,3%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	2,8%	n.a.	n.a.	4,5%	0,3%	0,0%	0,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	46,5	(91,1)	(77,4)	1,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	46,8	118,2	(29,0)	(37,5)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>122,6</b>	<b>(13,8)</b>	<b>(213,7)</b>	<b>81,3</b>	<b>6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>6,6</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-56,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	321,1%	-111,3%	n.a.	138,1%	-92,5%	-93,3%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	5,2%	n.a.	n.a.	21,0%	1,1%	0,1%	1,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	21,9%	n.a.	n.a.	14,5%	1,1%	0,1%	1,2%		
<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>28,2</b>	<b>29,3</b>	<b>(41,0)</b>	<b>(107,3)</b>	<b>117,3</b>	<b>6,1</b>	<b>0,4</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,6	(4,9)	36,9	26,5	(4,2)	(0,1)	2,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	20,9	(13,3)	(40,0)	(21,8)	34,2	20,1	2,2		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>23,5</b>	<b>(18,2)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>4,7</b>	<b>30,0</b>	<b>20,0</b>	<b>4,4</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	1,1	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	7,0	(72,4)	(35,6)	236,1	(124,7)	(15,0)	(1,3)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>29,4</b>	<b>(89,6)</b>	<b>(38,7)</b>	<b>240,8</b>	<b>(94,7)</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>		
+/- Variación del CAPEX	(30,4)	16,6	(22,2)	(7,5)	(2,2)	(7,2)	3,5		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,0	2,7	(5,5)	(3,8)	(13,4)	0,2	0,2		
+/- Variación de impuestos	1,1	-	-	(4,8)	(0,9)	(3,7)	(0,6)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,1</b>	<b>(70,3)</b>	<b>(66,4)</b>	<b>224,7</b>	<b>(111,2)</b>	<b>(5,7)</b>	<b>6,2</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>29,3</b>	<b>(41,0)</b>	<b>(107,3)</b>	<b>117,3</b>	<b>6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>6,6</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>42,1</b>	<b>30,4</b>	<b>24,9</b>	<b>32,3</b>	<b>60,3</b>	<b>78,4</b>	<b>81,0</b>	<b>-8,4%</b>	<b>35,9%</b>
* Tasa fiscal teórica	5,1%	11,4%	0,0%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	(3,5)	-	(9,7)	(12,1)	(15,7)	(16,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>68,3</b>	<b>50,1</b>	<b>47,0</b>	<b>51,7</b>	<b>81,6</b>	<b>101,6</b>	<b>106,0</b>	<b>-8,9%</b>	<b>27,1%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,1)	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	11,7	(60,7)	(96,3)	139,8	15,1	0,1	(1,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>78,9</b>	<b>(10,6)</b>	<b>(49,3)</b>	<b>191,5</b>	<b>96,7</b>	<b>101,7</b>	<b>104,8</b>	<b>34,4%</b>	<b>-18,2%</b>
- CAPEX	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(48,8)	(56,0)	(52,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	(3,5)	-	(9,7)	(12,1)	(15,7)	(16,2)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>43,3</b>	<b>(31,0)</b>	<b>(88,5)</b>	<b>135,1</b>	<b>35,9</b>	<b>30,0</b>	<b>36,1</b>	<b>46,2%</b>	<b>-35,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	0,0%	-171,7%	-185,1%	252,7%	-73,5%	-16,4%	20,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	4,1%	n.a.	n.a.	5,1%	1,5%	1,2%	1,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	46,5	(91,1)	(77,4)	1,5	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	46,8	118,2	(29,0)	(37,5)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>136,6</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(194,9)</b>	<b>99,1</b>	<b>35,9</b>	<b>30,0</b>	<b>36,1</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-28,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	438,4%	-102,9%	n.a.	150,9%	-63,8%	-16,4%	20,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	4,6%	n.a.	n.a.	14,5%	3,9%	3,2%	3,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	14,7%	n.a.	n.a.	10,6%	3,9%	3,2%	3,9%		

**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	559,2	
+ Minoritarios	14,2	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	68,3	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	315,8	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	26,4	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>931,2</b>	

## 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	44,6	37,9	33,7	28,5	30,2	36,9	986,9	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.418,7	2.415,7	2.466,4	50,3%	-2,2%	
Cto. Total ingresos	3,8%	-15,2%	-10,9%	-15,6%	5,9%	22,3%	n.a.	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-8,1%	-0,1%	2,1%			
EBITDA	31,7	25,7	21,9	12,8	18,3	24,8	44,8	68,3	50,1	46,9	54,1	81,6	101,6	106,0	5,5%	25,1%	
Cto. EBITDA	7,5%	-19,0%	-15,0%	-41,6%	43,4%	35,7%	80,4%	52,4%	-26,7%	-6,5%	15,5%	50,8%	24,4%	4,3%			
EBITDA/Ingresos	71,1%	67,9%	64,8%	44,8%	60,7%	67,3%	4,5%	6,5%	5,2%	2,8%	2,1%	3,4%	4,2%	4,3%			
Beneficio neto	(69,0)	1,4	2,0	(11,4)	(31,6)	7,4	8,4	25,4	26,4	(1,7)	3,5	18,5	33,2	35,4	7,4%	n.a.	
Cto. Beneficio neto	32,7%	102,0%	46,7%	-669,1%	-177,0%	123,3%	14,4%	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	423,3%	79,2%	6,7%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	138,4	138,4	139,8	140,0	140,0	140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3			
BPA (EUR)	-0,50	0,01	0,01	-0,08	-0,23	0,05	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,04	0,08	0,08	7,3%	n.a.	
Cto. BPA	32,7%	n.a.	45,2%	n.a.	n.a.	n.a.	-6,5%	17,8%	3,7%	n.a.	n.a.	n.a.	79,2%	6,7%			
BPA ord. (EUR)	-0,50	0,01	0,01	-0,08	-0,23	0,05	0,01	0,05	0,03	0,00	0,01	0,04	0,08	0,08	7,2%	n.a.	
Cto. BPA ord.	32,7%	n.a.	45,2%	n.a.	n.a.	n.a.	-86,7%	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	79,2%	6,7%			
CAPEX	(16,4)	(5,3)	(15,6)	(34,9)	(0,8)	(0,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,6)	(48,8)	(56,0)	(52,5)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	36,7%	14,0%	46,3%	122,7%	2,8%	0,7%	0,3%	3,2%	1,7%	2,3%	1,8%	2,0%	2,3%	2,1%			
Free Cash Flow	8,2	5,8	(6,7)	(29,8)	8,1	7,3	(55,5)	122,6	(13,8)	(213,7)	81,3	6,1	0,4	6,6	25,8%	-56,6%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	5,9x	6,2x	7,3x	10,0x	6,4x	4,4x	6,5x	2,5x	4,1x	9,1x	6,4x	4,2x	3,3x	3,1x			
PER (x)	n.a.	39,1x	22,8x	n.a.	n.a.	8,3x	25,9x	36,7x	32,1x	n.a.	93,2x	30,2x	16,9x	15,8x			
EV/Vtas (x)	5,31x	5,76x	5,93x	6,34x	6,22x	9,33x	0,87x	1,08x	1,11x	0,61x	0,29x	0,38x	0,39x	0,38x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	7,5x	8,5x	9,1x	14,1x	10,3x	13,9x	19,2x	16,5x	21,5x	21,9x	13,9x	11,4x	9,2x	8,8x			
Comport. Absoluto	-52,1%	14,7%	-15,4%	12,1%	35,1%	-12,0%	192,0%	66,5%	-9,2%	-34,6%	-40,5%	69,4%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	-49,8%	-5,5%	-18,4%	20,8%	37,9%	-18,1%	243,5%	48,9%	7,4%	-39,4%	-37,0%	47,9%					

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

Dato	EUR Mn	Integrated Utilities				Average	Renewable Energy			Average	ADX
		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP		Solaria	Grenergy	Scatec A		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IBE-ES	ELE-ES	NTGY-ES	EDP-PT		SLR-ES	GRE-ES	SCATC-NO		ADX-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Spain	Norway		Spain
	Market cap	67.122,4	20.349,2	24.705,8	16.351,2		1.761,8	644,1	864,2		559,2
	Enterprise value (EV)	124.939,2	34.297,3	37.589,2	41.151,2		2.600,8	1.167,6	2.815,5		931,2
Información financiera básica	Total Ingresos	55.069,4	24.622,6	30.702,7	20.220,6		223,4	286,7	388,7		2.418,7
	Cto. Total Ingresos	2,1%	-24,3%	-9,6%	-3,2%	-8,8%	60,4%	159,3%	46,9%	88,9%	-8,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	1,5%	-1,9%	-7,7%	2,5%	-1,4%	27,1%	28,4%	22,0%	25,8%	1,0%
	EBITDA	14.454,5	4.673,9	5.120,5	4.905,8		196,4	106,2	299,9		81,6
	Cto. EBITDA	13,4%	-35,9%	9,7%	32,9%	5,0%	42,9%	111,0%	88,4%	80,8%	50,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,9%	6,2%	-2,1%	4,1%	3,5%	24,1%	34,2%	17,5%	25,3%	13,9%
	EBITDA/Ingresos	26,2%	19,0%	16,7%	24,3%	21,5%	87,9%	37,0%	77,2%	67,4%	3,4%
	EBIT	9.038,5	2.710,1	3.326,0	3.097,1		160,4	80,2	191,5		60,3
	Cto. EBIT	12,4%	-51,8%	1,3%	84,6%	11,6%	42,7%	121,9%	137,2%	100,6%	86,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,9%	7,5%	-3,4%	3,8%	3,5%	20,7%	29,4%	19,6%	23,2%	15,9%
	EBIT/Ingresos	16,4%	11,0%	10,8%	15,3%	13,4%	71,8%	28,0%	49,3%	49,7%	2,5%
	Beneficio Neto	4.646,1	1.586,1	1.816,3	1.099,7		105,1	44,9	56,0		18,5
	Cto. Beneficio Neto	5,4%	-37,6%	8,6%	62,0%	9,6%	16,7%	335,5%	147,6%	166,6%	423,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,1%	10,7%	-5,1%	8,7%	5,1%	13,6%	10,2%	14,0%	12,6%	38,2%
CAPEX/Ventas	21,7%	10,5%	8,8%	23,9%	16,2%	187,3%	100,3%	208,6%	165,4%	2,0%	
Free Cash Flow	(1.198,2)	897,2	1.035,3	(1.740,1)		(258,7)	(199,4)	(338,1)		6,1	
Deuda financiera Neta	46.397,2	12.372,7	13.197,6	16.135,3		1.020,0	567,9	2.010,6		339,5	
DN/EBITDA (x)	3,2	2,6	2,6	3,3	2,9	5,2	5,3	6,7	5,7	4,2	
Pay-out	72,3%	72,4%	72,5%	69,7%	71,7%	0,0%	0,0%	49,5%	16,5%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	12,7	13,3	14,8	13,8	17,0	14,8	15,6	15,8	30,2
	P/BV (x)	1,4	3,6	3,0	1,5	2,4	3,9	2,3	1,0	2,4	4,0
	EV/Ingresos (x)	2,3	1,4	1,2	2,0	1,7	11,6	4,1	7,2	7,7	0,4
	EV/EBITDA (x)	8,6	7,3	7,3	8,4	7,9	13,2	11,0	9,4	11,2	11,4
	EV/EBIT (x)	13,8	12,7	11,3	13,3	12,8	16,2	14,6	14,7	15,2	15,4
	ROE	9,9	28,1	22,6	10,4	17,7	23,0	15,6	6,4	15,0	14,1
	FCF Yield (%)	n.a.	4,4	4,2	n.a.	4,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1
	DPA	0,52	1,08	1,37	0,19	0,79	0,00	0,00	0,17	0,06	0,00
	Dvd Yield	4,9%	5,6%	5,4%	5,0%	5,2%	0,0%	0,0%	3,2%	1,1%	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
29-Sep-2023	n.a.	1,27	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andres Abad
12-Jun-2023	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
12-May-2023	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
27-Feb-2023	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
16-Nov-2022	n.a.	0,89	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Oct-2022	n.a.	0,84	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
13-May-2022	n.a.	1,19	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
01-Mar-2022	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
16-Nov-2021	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
01-Oct-2021	n.a.	1,50	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
14-May-2021	n.a.	1,94	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
02-Mar-2021	n.a.	2,04	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
12-Nov-2020	n.a.	2,07	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
13-Oct-2020	n.a.	2,09	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
24-Sep-2020	n.a.	1,73	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
14-May-2020	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	2,44	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
14-Nov-2019	n.a.	2,13	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
24-Sep-2019	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

