

Resultados 9m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Subimos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Endurance Motive (END), es una pequeña compañía española con sede en Valencia, fundada en 2018 y especializada en el desarrollo y comercialización de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica a través de baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible. Los sectores a los que está destinada su actividad son: i) industrial, ii) naval y iii) movilidad urbana. El equipo fundador controla el 59% del total del accionariado.

Rdos 9m23: vuelve el viento a favor. Crecimiento a doble dígito en ingresos y mejora de márgenes

EL CRECIMIENTO EN INGRESOS SE ACELERA (INGRESOS 9M23: EUR 7,4Mn; +73,5% VS 9M22). Por encima del crecimiento visto en el 1S23 (+55,3%), confirmando el éxito de su política comercial. Y sitúan los ingresos 9m23 en EUR 7,4Mn, muy cerca de nuestra estimación 12m (EUR 8,8Mn). Por geografías, esperamos que Francia acabe suponiendo c.23% de los ingresos y México (planta abierta en 2023e) alcance el c.10% gracias a unos pedidos >EUR 1Mn entregables durante el año.

LOS MÁRGENES SOPRENDEN POSITIVAMENTE Y MARCAN MÁXIMOS... gracias a la caída en el precio del litio (c.-53,2% a agosto 2023), principal componente de las baterías que comercializa END, y a la vuelta a la normalidad en las cadenas de suministro (lo que ha permitido realizar un mayor número de entregas). Todo ello, ha disparado el Mg. Bruto 9m23 hasta el 36,4% (+14p.p. vs 9m23), que sumado a la capacidad de apalancar los costes de estructura al crecimiento en ingresos se traduce en un EBITDA Rec. EUR -0,3Mn (vs EUR -1,9Mn en 9m22), muy cerca de break-even.

... Y NOS LLEVAN A REVISAR NUESTRAS ESTIMACIONES AL ALZA PARA 2023E-2025E. Los resultados 9m23 batan nuestras estimaciones y nos llevan a revisar nuestros números. Los Ingresos 3T estanco mejoran, por lo que subimos nuestras estimaciones 2023e hasta EUR 10,3Mn (+15,4% vs estimación anterior). Mientras que la positiva evolución de márgenes (Mg. Bruto 3T estanco 42,2%, máximo histórico) nos lleva a estimar un EBITDA rec. 2023e de EUR -0,1Mn (vs EUR -1,9Mn estimación anterior). Además, esperamos que END sea capaz de mantener la deuda neta en niveles de EUR 2,9Mn 2023e (vs EUR 3Mn en 2022) por: i) entrada de caja de EUR 0,8Mn por subvenciones (PERTEs) y ii) conversión de EUR 1,2Mn de bonos convertibles ya emitidos (que implicará dilución adicional del -5%).

UNOS RESULTADOS MUY BUENOS, QUE PODRÍAN SEÑALAR EL COMIENZO DE UN CAMBIO DE CICLO. END ha ganado *momentum*, y la acción ya empieza a recogerlo y ha vuelto a la “casilla de salida” (-1d +75%; -12m pre-resultados -44%). Estimamos un crecimiento en ingresos de +33,6% TACC 23e-25e y una mejora progresiva en los márgenes por: i) capacidad de mantener niveles de margen bruto y ii) mayor eficiencia por obtención de economías de escala. Lo que supondría un Mg. EBITDA positivo de c.8% en 2025e. Los vientos parecen haber cambiado para END (crecimiento en ingresos, mejora de márgenes y financiación bajo control). END cotiza a un EV/Vtas 23e 2,2x con un spread de crecimiento en ingresos de +11,7p.p. (23e-25e) frente a sus comparables, y un EBITDA rec. positivo “ya” desde 2024e.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	17,9	19,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	22,7	24,3
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,82 / 1,85 / 1,05	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	23,1	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

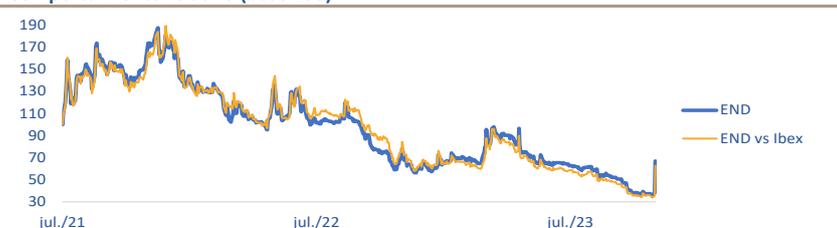
Carlos Navarro	31,9
Andrés Muelas	26,6
Free Float	41,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,8	9,2	9,3	9,3
Total Ingresos	6,1	10,2	13,8	18,2
EBITDA Rec.	-2,4	-0,1	0,4	1,5
% Var.	-42,1	94,9	411,5	277,3
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	2,8	8,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	1,1	12,7	21,4	18,9
Beneficio neto	-1,9	-0,2	0,3	0,9
BPA (EUR)	-0,22	-0,02	0,04	0,10
% Var.	6,9	91,1	289,3	160,7
BPA ord. (EUR)	-0,26	-0,04	0,02	0,10
% Var.	-12,7	84,6	152,4	362,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-3,6	-1,8	-1,2	-0,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,0	2,9	4,2	4,6
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	10,8	3,1
ROE (%)	n.a.	n.a.	15,2	31,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	4,2	9,5	15,6

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	52,6	20,2
PER Ordinario	n.a.	n.a.	93,3	20,2
P/BV	15,8	8,7	7,5	5,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,75	2,23	1,64	1,25
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	15,6
EV/EBIT	n.a.	n.a.	30,9	14,6
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	77,1	8,1	-3,5	-7,7	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	77,1	9,6	-16,8	-17,7	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	76,7	15,4	-10,6	-11,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	76,7	12,9	-13,8	-15,7	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	80,7	24,5	-13,2	-8,0	n.a.	n.a.

(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: Europe Electrical Products.

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

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

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

END 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 9m 2023
Subimos estimaciones
Tabla 1. Rdos 9m23

EUR Mn	9m23	9m22	9m23 vs 9m22	2023e	2023e Real vs 2022
Total Ingresos	7,4	4,2	73,5%	10,2	68,3%
Margen Bruto	2,7	0,9	189,9%	3,9	208,0%
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>36,4%</i>	<i>21,8%</i>	<i>14,6 p.p.</i>	<i>38,5%</i>	<i>17,4 p.p.</i>
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	-0,3	-1,9	81,5%	-0,1	94,9%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-44,3%</i>	<i>39,6 p.p.</i>	<i>-1,2%</i>	<i>38,6 p.p.</i>
EBITDA⁽²⁾	0,1	-1,3	110,1%	0,1	103,0%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>-31,6%</i>	<i>33,5 p.p.</i>	<i>0,6%</i>	<i>34,8 p.p.</i>
-	6m23	12m22	-	-	-
Deuda Neta ⁽³⁾	4,1	3,0	37,1%	2,9	40,2%

Nota (1). No incluye subvenciones ni gastos capitalizados

Nota (2). No incluye gastos capitalizados.

Nota (3): La Deuda Neta 1S23 está compuesta por EUR 0,9Mn convertibles, lo que de facto deja la deuda DN en EUR 3,2Mn. A cierre de 2022, la deuda ascendía a EUR 3,0Mn no incluye préstamos convertibles.

Tabla 2. Evolución Trimestral 2023

	1T23	2T23	3T23	Acumulado 3T23
Total Ingresos	1,5	2,5	3,3	7,4
Mg. Bruto	0,5	0,8	1,4	2,7
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>30,5%</i>	<i>32,3%</i>	<i>42,2%</i>	<i>36,4%</i>
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	-0,5	-0,2	0,4	-0,3
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-31,8%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>11,6%</i>	<i>-4,7%</i>
EBITDA	-0,3	-0,1	0,5	0,1
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-21%</i>	<i>-3%</i>	<i>16%</i>	<i>1,9%</i>

Nota (1). No incluye subvenciones ni gastos capitalizados

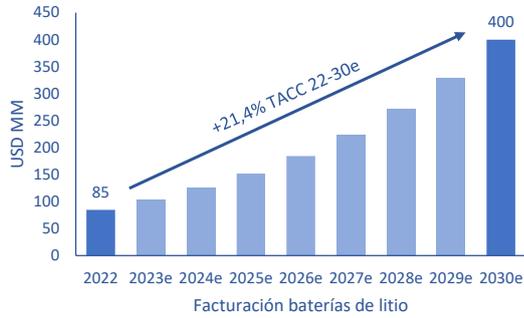
Tabla 3. Revisión de estimaciones al alza

EUR Mn	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	2024e	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	2025e	Revisión (%)
Total Ingresos	10,2	8,8	15,4%	13,8	11,9	16,4%	18,2	14,4	26,8%
EBITDA (Recurrente)	-0,1	-1,3	90,8%	0,4	-0,4	190,6%	1,5	0,7	103,1%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-15,2%</i>	<i>14,0 p.p.</i>	<i>2,8%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>6,4 p.p.</i>	<i>8,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,0 p.p.</i>
EBIT	0,2	-1,0	122,1%	0,7	-0,1	1067,1%	1,6	0,9	66,4%
Beneficio Neto	-0,2	-1,2	85,0%	0,3	-0,4	196,8%	0,9	0,6	42,5%
<i>Deuda Neta</i>	<i>3,0</i>	<i>4,6</i>	<i>-34,9%</i>	<i>4,2</i>	<i>5,9</i>	<i>-29,5%</i>	<i>4,6</i>	<i>6,0</i>	<i>-23,9%</i>

Nota: Se han reclasificado EUR 0,8Mn de la Deuda Neta registrada anteriormente al tratarse de pasivos por subvenciones a fondo perdido.

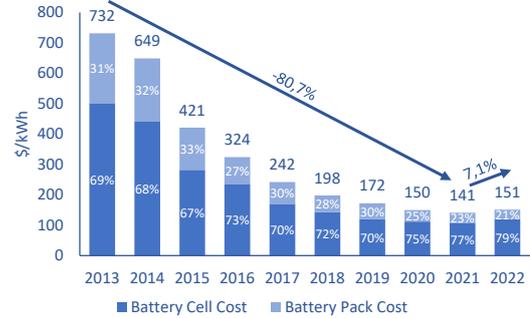
La compañía en 8 gráficos

Baterías de litio: Un sector en plena fase de crecimiento ...



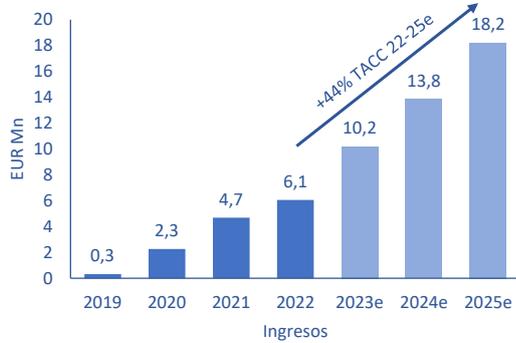
Fuente: BNEF (BloombergNEF)

... y cada vez más asequibles (lo que empujará su demanda)



Fuente: BNEF (BloombergNEF)

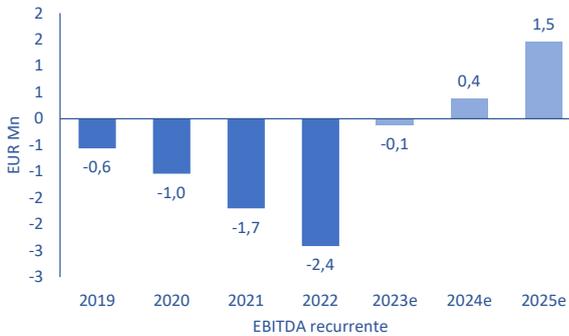
END: Bien posicionada para acelerar su crecimiento...



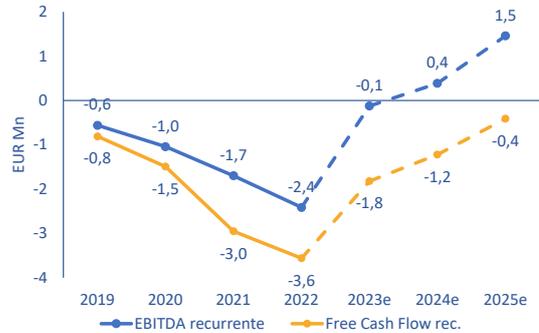
... y capacidad para mejorar su Mg. Bruto (aún inferior al 30%)



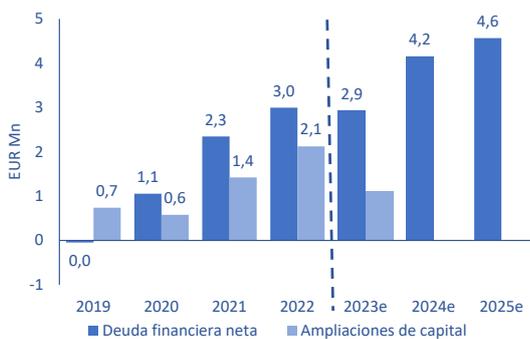
Catalizador que permitirá ver el EBITDA rec. por encima de breakeven ya en 2024e



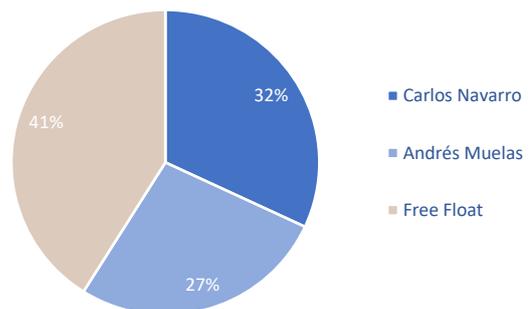
Lo que se traducirá en un elevado consumo de caja



Lo que incrementará la DN hasta EUR 4,6Mn en 2025e...



c. 59% del capital en manos de sus fundadores



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,6)	(1,0)	(0,1)	n.a.			
Market Cap	17,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	4,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	8,0%	Coste de la deuda neta			7,8%	8,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	6,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			6,2%	6,6%	
Risk free rate (rf)	3,7%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,9%	Ke = Rf + (R * B)			9,8%	12,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,6%	D			=	=	
WACC	10,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,1%	11,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	2,0%	

(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 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Varta AG	VAR1-DE	861,8	n.a.	43,7%	43,2	99,5%	1,7	9,6%	4,0%	n.a.	72,0%
Enersys	ENS-US	3.362,3	11,4	12,7%	8,1	n.a.	1,1	n.a.	14,1%	5,7%	n.a.
Fluence	FLNC-US	3.021,5	n.a.	92,6%	n.a.	n.a.	1,0	34,3%	n.a.	n.a.	54,4%
Flux Power Holdings, Inc.	FLUX-US	53,2	n.a.	66,9%	n.a.	99,0%	1,0	27,1%	n.a.	n.a.	86,4%
Lithium batteries			11,4	49,7%	25,6	99,5%	1,3	21,9%	9,0%	5,7%	63,2%
END	END-ES	17,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,2	33,6%	0,6%	n.a.	37,1%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

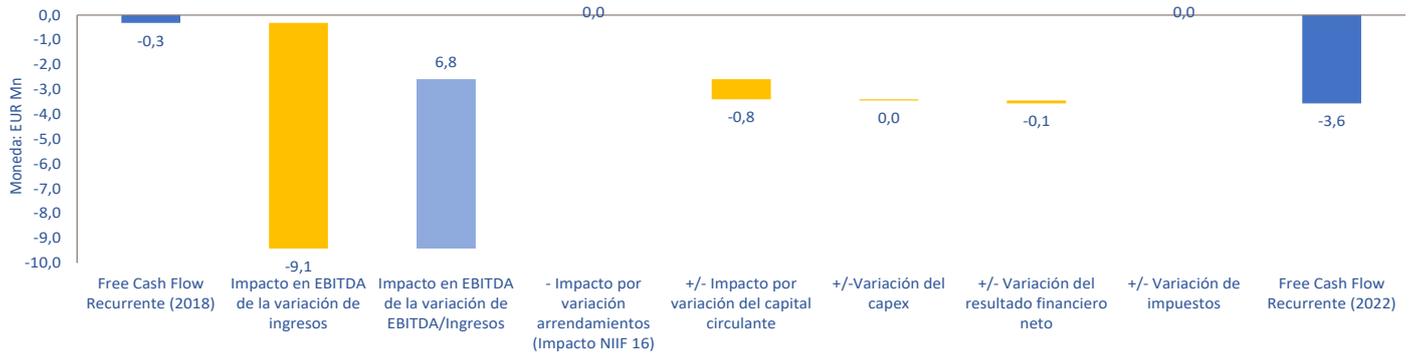
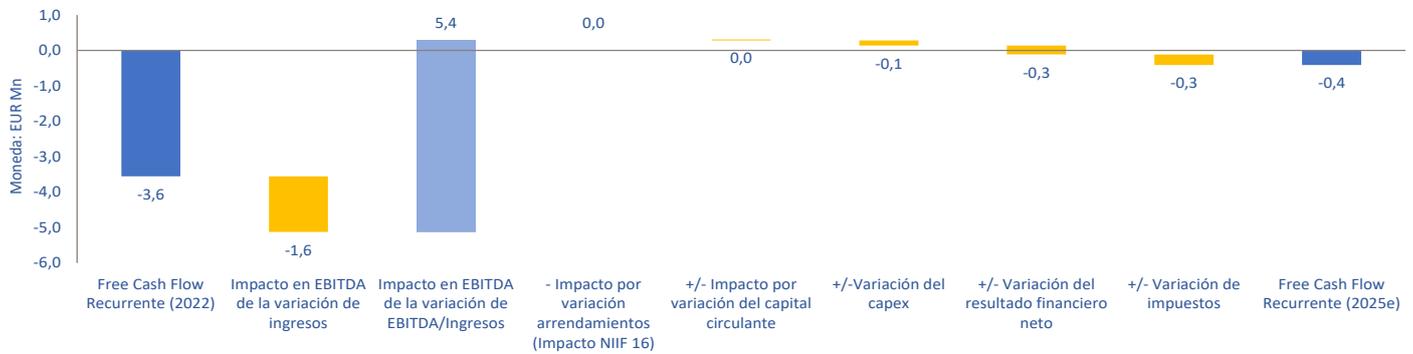
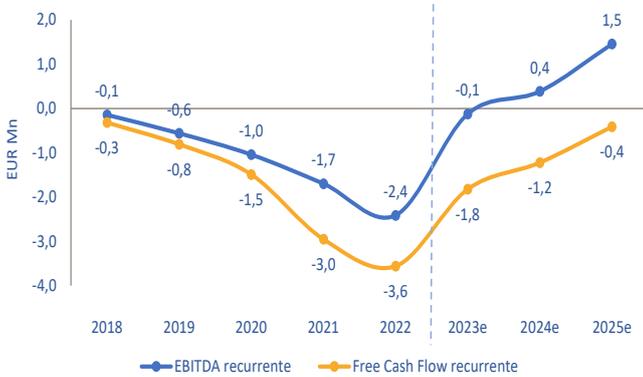
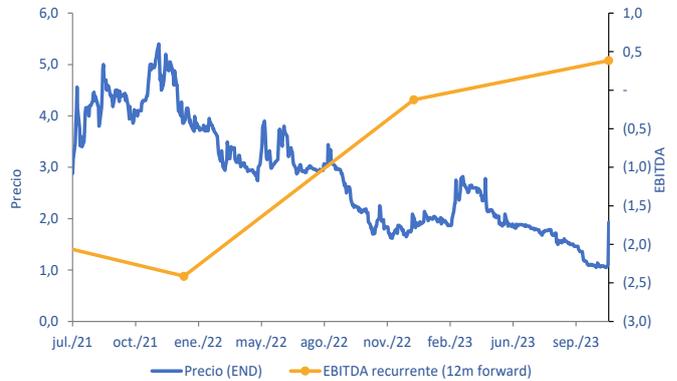
Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	3,1%	0,4	53,2x
Central	2,8%	0,4	58,9x
Min	2,5%	0,3	66,0x

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,2	0,6	1,2	1,6	0,8	0,8	0,8		
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,5	0,8	1,1		
Otros activos no corrientes	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	0,2	0,4	1,5	3,1	4,5	6,6	8,4	10,2		
Total activo	0,3	0,9	2,7	4,9	6,7	8,4	10,5	12,6		
Patrimonio neto	0,5	0,9	0,9	0,9	1,1	2,1	2,4	3,3		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	0,4	0,8	0,6	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(0,2)	(0,0)	1,1	2,3	3,0	2,9	4,2	4,6		
Pasivo circulante	0,0	0,1	0,8	1,3	1,7	2,8	3,5	4,3		
Total pasivo	0,3	0,9	2,7	4,9	6,7	8,4	10,5	12,6		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	20-22	22-25e
Total Ingresos	0,0	0,3	2,3	4,7	6,1	10,2	13,8	18,2	63,7%	44,3%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>613,8%</i>	<i>107,3%</i>	<i>29,3%</i>	<i>68,3%</i>	<i>35,6%</i>	<i>31,7%</i>		
Coste de ventas	(0,0)	(0,3)	(1,8)	(3,5)	(4,8)	(6,3)	(8,6)	(10,9)		
Margen Bruto	(0,0)	0,0	0,5	1,2	1,3	3,9	5,3	7,3	59,5%	78,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>25,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>38,5%</i>	<i>38,1%</i>	<i>39,9%</i>		
Gastos de personal	(0,0)	(0,2)	(0,8)	(1,7)	(2,2)	(2,3)	(2,9)	(3,5)		
Otros costes de explotación	(0,1)	(0,4)	(0,7)	(1,2)	(1,5)	(1,8)	(2,0)	(2,3)		
EBITDA recurrente	(0,1)	(0,6)	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(0,1)	0,4	1,5	-52,2%	37,6%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-288,5%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-62,9%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>94,9%</i>	<i>411,5%</i>	<i>277,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,8%</i>	<i>8,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	0,2	0,2	-		
EBITDA	(0,1)	(0,6)	(1,2)	(1,7)	(2,1)	0,1	0,6	1,5	-34,0%	39,3%
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	0,1	0,1	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(0,1)	(0,5)	(0,7)	(1,3)	(1,7)	0,2	0,7	1,6	-54,1%	42,6%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-554,2%</i>	<i>-51,3%</i>	<i>-73,4%</i>	<i>-37,0%</i>	<i>112,5%</i>	<i>238,2%</i>	<i>111,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>8,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,1)	(0,5)	(0,8)	(1,3)	(1,9)	(0,2)	0,4	1,2	-58,4%	37,8%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>-518,5%</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-73,5%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>90,7%</i>	<i>338,4%</i>	<i>178,1%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,1)	(0,5)	(0,8)	(1,3)	(1,9)	(0,2)	0,4	1,2	-58,4%	37,8%
Impuestos	0,0	0,1	0,2	-	-	-	(0,1)	(0,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,1)	(0,4)	(0,6)	(1,3)	(1,9)	(0,2)	0,3	0,9	-82,7%	35,1%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-512,5%</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-130,6%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>90,7%</i>	<i>290,7%</i>	<i>160,7%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,1)	(0,5)	(0,6)	(1,3)	(2,3)	(0,4)	0,2	0,9	-86,3%	33,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-545,4%</i>	<i>-30,4%</i>	<i>-98,1%</i>	<i>-75,2%</i>	<i>83,8%</i>	<i>152,8%</i>	<i>362,2%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	20-22	22-25e
EBITDA recurrente						(0,1)	0,4	1,5	-52,2%	37,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,1)	(1,0)	(1,0)		
Cash Flow operativo recurrente						-1,2	-0,6	0,5	-55,5%	28,8%
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,3)	(0,4)		
Impuestos						-	(0,1)	(0,3)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,8)	(1,2)	(0,4)	-54,6%	51,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						0,8	-	-		
Free Cash Flow						(1,0)	(1,2)	(0,4)	-41,7%	49,6%
Ampliaciones de capital						1,1	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(0,1)	1,2	0,4		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(0,6)	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(0,1)	0,4	1,5	-62,7%	37,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-288,5%	-85,9%	-62,9%	-42,1%	94,9%	411,5%	277,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	8,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,4)	(1,1)	(1,0)	(1,1)	(1,0)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,8)	(1,4)	(2,8)	(3,4)	(1,2)	(0,6)	0,5	-64,2%	28,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-155,0%	-83,0%	-98,6%	-21,7%	63,1%	48,8%	172,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,5%		
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,4)	(0,3)	(0,4)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,3)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,8)	(1,5)	(3,0)	(3,6)	(1,8)	(1,2)	(0,4)	-63,8%	51,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-154,5%	-83,9%	-98,0%	-20,6%	48,8%	32,9%	66,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>								
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	0,8	-	-		
= Free Cash Flow	(0,8)	(1,6)	(3,0)	(3,2)	(1,0)	(1,2)	(0,4)	-58,7%	49,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-151,0%	-99,1%	-86,3%	-7,8%	67,6%	-17,2%	66,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>								
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>								
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,3)	(0,8)	(1,5)	(3,0)	(3,6)	(1,8)	(1,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(4,0)	(3,4)	(1,1)	(0,5)	(1,6)	(0,0)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,6	3,0	0,5	(0,2)	3,9	0,6	0,9		
= Variación EBITDA recurrente	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	2,3	0,5	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,0)	(0,2)	(0,7)	0,1	(0,2)	0,1	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,5)	(0,6)	(1,4)	(0,6)	2,1	0,6	1,1		
+/- Variación del CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,1	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	0,1	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,5)	(0,7)	(1,5)	(0,6)	1,7	0,6	0,8		
Free Cash Flow Recurrente	(0,8)	(1,5)	(3,0)	(3,6)	(1,8)	(1,2)	(0,4)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	(0,5)	(0,7)	(1,3)	(1,7)	0,2	0,7	1,6	-53,2%	42,6%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,4)		
EBITDA recurrente	(0,6)	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(0,1)	0,4	1,5	-62,7%	37,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,4)	(1,1)	(1,0)	(1,1)	(1,0)	(1,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,8)	(1,4)	(2,8)	(3,4)	(1,2)	(0,6)	0,5	-64,2%	28,8%
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,8)	(1,5)	(2,9)	(3,4)	(1,4)	(1,0)	(0,1)	-62,5%	66,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-156,2%	-82,2%	-99,1%	-18,3%	58,5%	31,7%	86,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>								
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	0,8	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,8)	(1,5)	(2,9)	(3,4)	(0,6)	(1,0)	(0,1)	-62,5%	66,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-156,2%	-82,2%	-99,1%	-18,3%	81,2%	-50,7%	86,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>								
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</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	17,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	4,1	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	22,7	

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							0,0	0,3	2,3	4,7	6,1	10,2	13,8	18,2	n.a.	44,3%
Cto. Total ingresos							n.a.	n.a.	613,8%	107,3%	29,3%	68,3%	35,6%	31,7%		
EBITDA							(0,1)	(0,6)	(1,2)	(1,7)	(2,1)	0,1	0,6	1,5	n.a.	39,3%
Cto. EBITDA							n.a.	-278,4%	-108,0%	-50,1%	-19,6%	103,0%	827,2%	154,8%		
EBITDA/Ingresos							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%	4,1%	8,0%		
Beneficio neto							(0,1)	(0,4)	(0,6)	(1,3)	(1,9)	(0,2)	0,3	0,9	n.a.	35,1%
Cto. Beneficio neto							n.a.	-512,5%	-54,8%	-130,6%	-44,7%	90,7%	290,7%	160,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							0,3	0,3	0,4	5,7	8,8	9,2	9,3	9,3		
BPA (EUR)							-0,21	-1,10	-1,54	-0,23	-0,22	-0,02	0,04	0,10	n.a.	34,6%
Cto. BPA							n.a.	n.a.	-40,6%	84,9%	6,9%	91,1%	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)							-0,26	-1,47	-1,75	-0,23	-0,26	-0,04	0,02	0,10	n.a.	33,4%
Cto. BPA ord.							n.a.	n.a.	-18,4%	87,0%	-12,7%	84,6%	n.a.	n.a.		
CAPEX							(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
CAPEX/Vtas % ¹							120,0%	11,8%	2,7%	2,8%	1,0%	1,7%	1,4%	1,1%		
Free Cash Flow							(0,3)	(0,8)	(1,6)	(3,0)	(3,2)	(1,0)	(1,2)	(0,4)	n.a.	49,6%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	47,5x	7,3x	3,1x		
PER (x)							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	52,6x	20,2x		
EV/Vtas (x)							n.a.	n.a.	0,40x	0,54x	6,07x	2,23x	1,64x	1,25x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾							1,6x	0,3x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,8x	15,6x		
Comport. Absoluto							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-45,9%	-7,7%				
Comport. Relativo vs Ibex 35							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-42,7%	-17,7%				

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2023e

		Lithium batteries					
EUR Mn		Varta AG	Enersys	Fluence	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VAR1-DE	ENS-US	FLNC-US	FLUX-US		END-ES
		País	Germany	USA	USA	United States	
	Market cap	861,8	3.362,3	3.021,5	53,2		17,9
	Enterprise value (EV)	1.409,7	4.002,3	1.830,6	63,2		22,7
Información financiera básica	Total Ingresos	813,7	3.506,0	1.918,6	62,1		10,2
	Cto.Total Ingresos	0,8%	1,0%	71,0%	56,7%	24,3%	68,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,6%	n.a.	34,3%	27,1%	21,9%	33,6%
	EBITDA	32,6	493,9	(76,5)	(3,7)		0,1
	Cto. EBITDA	23,0%	35,9%	n.a.	72,1%	29,4%	103,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	99,5%	n.a.	n.a.	99,0%	99,5%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	4,0%	14,1%	n.a.	n.a.	9,0%	0,6%
	EBIT	(73,7)	392,6	(126,2)	(5,1)		0,2
	Cto. EBIT	10,2%	41,2%	n.a.	64,8%	25,7%	112,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	56,1%	n.a.	86,3%	84,0%	71,2%	n.a.
	EBIT/Ingresos	n.a.	11,2%	n.a.	n.a.	11,2%	2,1%
	Beneficio Neto	(93,0)	277,5	(116,4)	(6,3)		(0,2)
	Cto. Beneficio Neto	53,6%	68,6%	n.a.	56,8%	61,1%	90,7%
2y TACC (2023e - 2025e)	42,1%	n.a.	85,2%	70,0%	63,6%	n.a.	
CAPEX/Ventas	10,3%	3,1%	0,5%	1,6%	4,7%	1,7%	
Free Cash Flow	(27,6)	190,0	(113,9)	(4,3)		(1,0)	
Deuda financiera Neta	505,9	n.a.	(365,3)	10,0		2,9	
DN/EBITDA (x)	15,5	n.a.	n.a.	n.a.	15,5	n.a.	
Pay-out	0,0%	11,7%	0,0%	0,0%	3,9%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	11,4	n.a.	n.a.	11,4	n.a.
	P/BV (x)	4,6	2,0	9,6	5,9	5,4	8,7
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,1	1,0	1,0	1,3	2,2
	EV/EBITDA (x)	43,2	8,1	n.a.	n.a.	25,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	10,2	n.a.	n.a.	10,2	n.a.
	ROE	n.a.	17,2	n.a.	n.a.	17,2	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	5,7	n.a.	n.a.	5,7	n.a.
	DPA	0,00	0,80	0,00	0,00	0,27	0,00
Dvd Yield	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,3%	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

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
08-Nov-2023	n.a.	1,93	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas
02-Ago-2023	n.a.	1,76	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
27-Abr-2023	n.a.	2,35	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
27-Oct-2022	n.a.	1,83	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
26-Abr-2022	n.a.	2,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

