

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 6,40 (3 nov 2023)

Fecha del informe: 6 nov 2023 (9:30h)

**Resultados 9m 2023**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 9m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

José Miguel Cabrera van Grieken – jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Cevasa (CEV), es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler, principalmente dentro del segmento residencial en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana (donde es el principal propietario inmobiliario privado).

## Rdos. 9M23: La visibilidad de ingresos sigue siendo muy alta (y valiosa). Gran fortaleza en márgenes

**INGRESOS POR RENTAS: EUR 16,0 MN (+5,1% VS 9M22).** Analizado por segmentos, las rentas de la cartera residencial (c. 80% s/GAV) crecieron un +4,7%, con crecimientos superiores (en línea con lo visto en el 1S) tanto en la cartera comercial (+13,2%) como en la de oficinas (+9,6%). La falta de oferta sigue manteniendo los precios del alquiler en máximos. Mantenemos estimaciones 2023e en ingresos. Sin olvidar que el ingreso por rentas 9M (al igual que ya ocurriera en el 1S) sigue creciendo por encima del estimado para el año (+5,1% vs +3,0%).

**EL MARGEN SIGUE SIENDO LA SORPRESA POSITIVA (+4,5P.P. VS 9M22).** El EBITDA Rec. vuelve a acelerarse (+12,4% vs +7,6% en 1S23) alcanzando EUR 11,1Mn. El margen EBITDA/Vtas sigue mejorando (lo hizo en 1T y 1S) y recupera niveles pre-pandemia (c.70%), superando en c.4p.p. nuestra estimación para el año. El comportamiento del margen es especialmente positivo en un contexto de presión generalizada en costes y presión regulatoria en ingresos.

**MANTENEMOS ESTIMACIONES EBITDA. PERO EL “RIESGO” DE REVISIÓN ES (CLARAMENTE) AL ALZA.** El perfil defensivo de los activos en alquiler conlleva que la visibilidad en ingresos y márgenes para el período 2023e-2025e siga siendo muy alta. Mantenemos estimaciones. Aunque el continuado comportamiento de ingresos por rentas en c.+5% (vs +3% 2023e) unido a la consolidación del margen en niveles de c.70% implica que nuestros estimados en EBITDA 2023e (EUR 13,8Mn) deben verse como un “suelo”. Al igual que lo previsto para el período 2024e-2025e (basado en crecimientos de ingresos del +4% y margen del 66%).

**LA MEJORA DE MÁRGENES Y EL CRECIMIENTO ESTABLE EN RENTAS (+5%) INCREMENTAN EL ATRACTIVO DEL VALOR.** CEV se re-confirma como una rareza en el inmobiliario cotizado español. Una inmobiliaria de bajo riesgo (algo “probado” por la solidez de sus números y clave en el actual contexto de fuerte debilidad del sector). Pese a ello, el comportamiento -12m no ha sido bueno (-22,4% vs Ibex 35 y sin batir a su sector). La compañía mantiene un descuento superior al 60% vs NAV, y FCF yield 2025e >10%. Obviamente penalizada por la ausencia de catalizadores a c/p. Pero con capacidad de entregar c.100 viviendas año desde 2025e (y que facilitará un salto de escala; al que se une su participación en HMB, que promoverá y pondrá en explotación c. 4.500 viviendas en alquiler asequible en los próximos 5 años). Sin necesidad de “esperar” tanto, los fundamentales 2023e son objetivamente atractivos: visibilidad en ingresos y fortaleza creciente en márgenes. Lo que, por lógica, debiera terminar siendo recogido por la cotización.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	148,8	159,7
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	294,1	315,6
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Min EUR)	7,22 / 6,65 / 5,82	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	0,4	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Familia Vaqué-Boix	61,7
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,6
Otros	2,3
Free Float	5,3

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	20,4	21,1	21,9	22,8
EBITDA Rec.	13,2	13,8	14,5	15,2
% Var.	-0,4	4,6	5,0	5,0
% EBITDA Rec./Ing.	64,7	65,6	66,2	66,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	12,2	7,4	6,9	6,0
Beneficio neto	28,7	8,7	9,2	12,7
BPA (EUR)	1,24	0,37	0,40	0,55
% Var.	17,1	-69,9	6,2	38,0
BPA ord. (EUR)	0,36	0,37	0,40	0,42
% Var.	-11,0	4,1	6,2	5,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	8,0	-2,0	-8,6	15,5
Pay-out (%)	16,1	53,5	50,4	36,5
DPA (EUR)	0,20	0,20	0,20	0,20
Deuda financiera neta	49,6	61,5	83,6	77,8
DN / EBITDA Rec.(x)	3,8	4,4	5,8	5,1
ROE (%)	7,7	2,2	2,4	3,2
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	5,0	2,1	2,1	2,7

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

PER	5,2	17,2	16,2	11,7
PER Ordinario	17,9	17,2	16,2	15,3
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	3,1	3,1	3,1	3,1
EV/Ventas	14,39	13,96	13,41	12,87
EV/EBITDA Rec.	22,2	21,3	20,3	19,3
EV/EBIT	8,9	21,4	20,4	15,5
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	5,3	n.a.	n.a.	10,4

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,5	-6,6	-8,3	-3,7	-1,5	-4,3
vs Ibex 35	-2,9	-6,4	-22,4	-14,7	-28,4	-7,4
vs Ibex Small Cap Index	-2,4	-1,3	-17,5	-9,0	-17,5	-16,3
vs Eurostoxx 50	-3,4	-3,7	-21,1	-12,5	-26,9	-26,4
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-9,0	-9,0	-9,4	-1,8	28,7	39,1

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

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

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

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

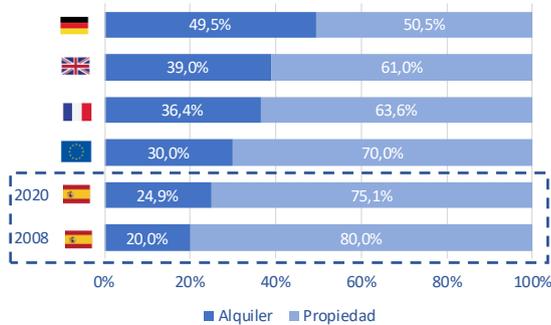
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión.

**Resultados 9m 2023**
**Tabla 1. Resultados 9M23**

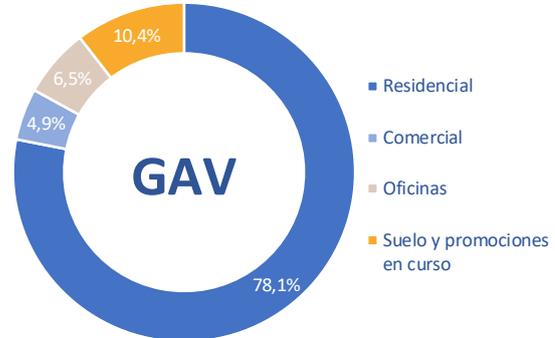
EUR Mn	9m23	9m23 Real		2023e vs	
	Real	9m22	vs 9m22	2023e	2022
Total Ingresos	16,0	15,2	5,1%	21,1	3,0%
EBITDA (Recurrente)	11,1	9,9	12,4%	13,8	4,6%
EBITDA Rec. / Ingresos	69,5%	65,0%	4,5 p.p.	65,6%	1,0 p.p.
EBITDA	10,9	14,2	-23,4%	13,8	-21,4%
EBITDA / Ingresos	68,1%	93,3%	-25,2 p.p.	65,6%	-20,4 p.p.
EBIT	11,3	30,0	-62,5%	13,7	-58,4%
Beneficio ordinario	10,1	29,1	-65,4%		
Extraordinarios	0,1	5,9	-98,8%		
BAI	10,3	35,0	-70,6%	11,4	-69,9%
BN	8,2	27,0	-69,5%	8,7	-69,9%

## La compañía en 8 gráficos

**La demanda de vivienda en alquiler sigue creciendo (desde 2008). Y en España aún se encuentra lejos de la media europea**



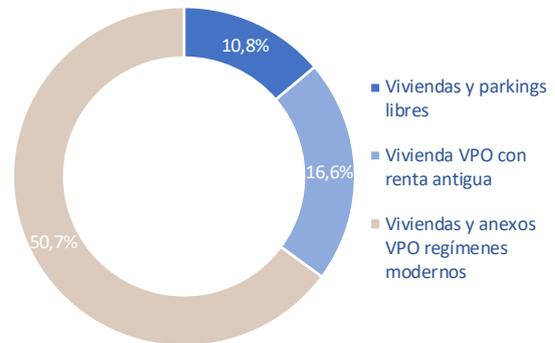
**Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (c. 78% s/GAV 2022)...**



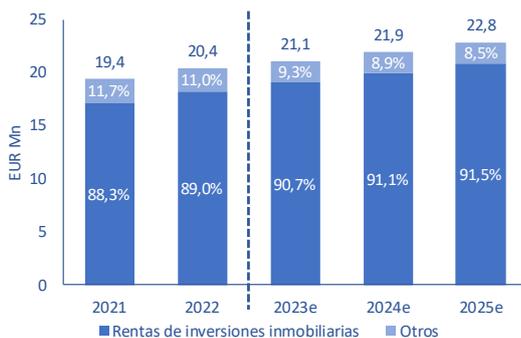
**... con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)**



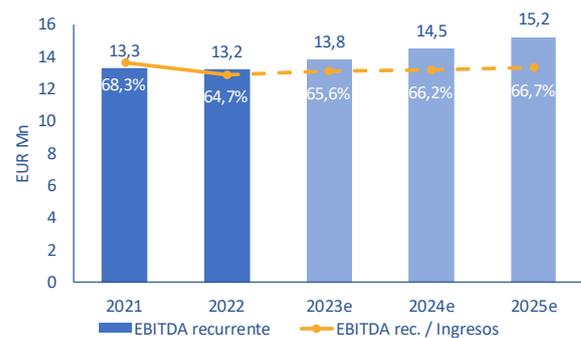
**Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas**



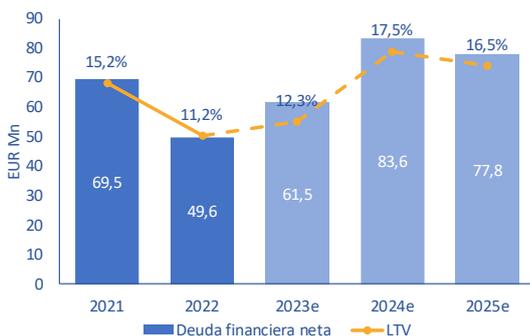
**Hasta 2025e la visibilidad es enorme, en ingresos (+3,8% TACC 22-25e)**



**Y en márgenes (EBITDA Rec: +4,8% TACC 22-25e). Mg. EBITDA > 65%**



**Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento en niveles muy conservadores (LTV < 20%)**



**Cotizando con un descuento de c. 65% frente al EPRA NRV**

EUR Mn	2021	2022	21-22
GAV	530,2	536,2	1,1%
EPRA NRV	457,9	483,7	5,6%
EPRA NAV/NTA	385,3	423,9	10,0%
EPRA NAV/NDV	378,2	400,9	6,0%
Number of shares	23,2	23,2	0,0%
EPRA NAV/NRV per share	19,78	20,89	5,6%
EPRA NAV/NTA per share	16,64	18,31	10,0%
EPRA NAV/NDV per share	16,33	17,32	6,0%

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(5,4)	(15,6)	8,4	284,5			
<b>Market Cap</b>	<b>148,8</b>	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	55,3	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)	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)	1,0	B (estimación propia)			1,0	1,1	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,7%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,2%</b>	<b>10,8%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	72,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	27,1%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,3%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,8%</b>	<b>9,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Merlin Properties	MRL-ES	3.988,4	14,3	6,2%	21,8	7,6%	17,2	6,8%	78,6%	3,9%	9,5%
Colonial	COL-ES	3.116,3	18,7	8,1%	30,2	7,6%	n.a.	6,5%	79,7%	11,3%	-20,2%
Lar España	LRE-ES	473,7	7,1	-7,5%	15,4	3,2%	11,5	2,6%	74,8%	25,8%	-50,3%
Árma	ARM-ES	193,3	n.a.	71,7%	n.a.	n.a.	n.a.	34,2%	5,1%	n.a.	41,4%
SOCIMIs			13,4	19,6%	22,5	6,1%	14,3	12,5%	59,6%	13,7%	-4,9%
CEV	CEV-ES	148,8	17,2	21,0%	21,3	17,2%	14,0	4,2%	65,6%	n.a.	85,4%

### 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	69,5%	15,2	19,3x
Central	66,2%	14,5	20,3x
Min	62,9%	13,8	21,3x

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

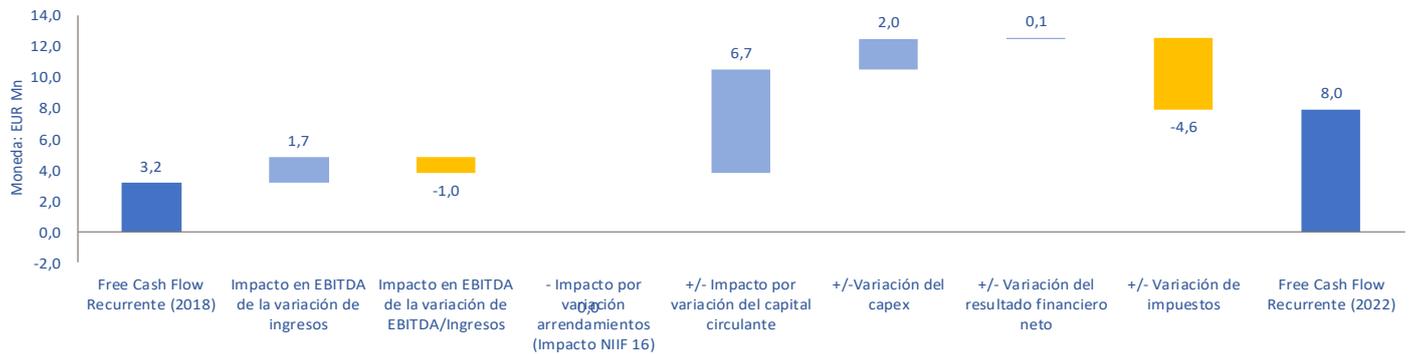
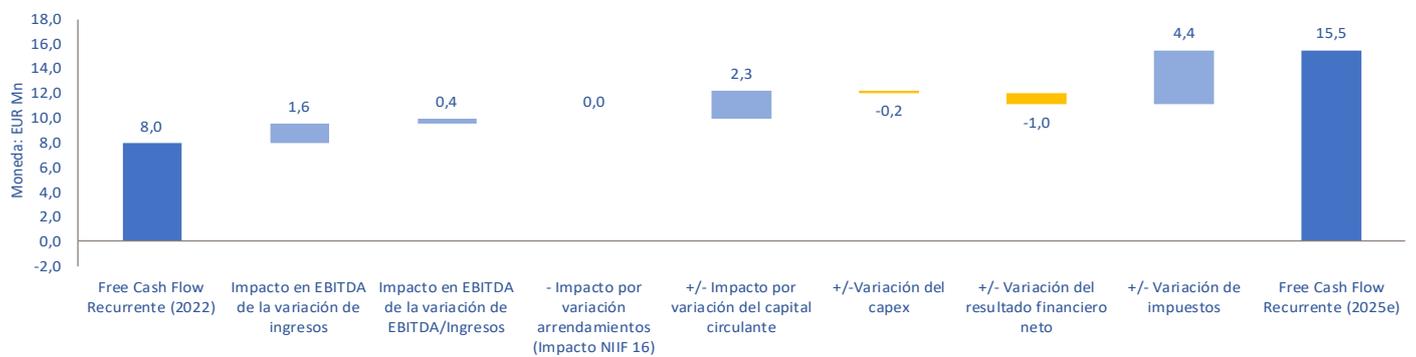
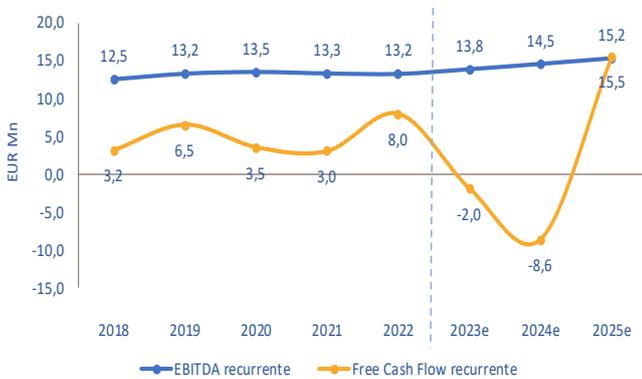
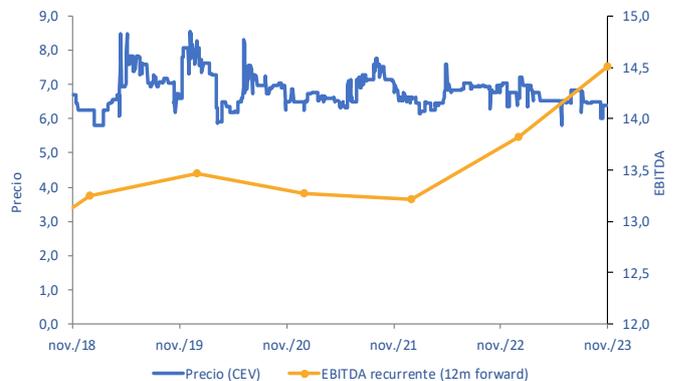
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	5,4%	6,0%	6,6%
15,2	(7,8)	(7,9)	(8,0)
14,5	(8,5)	(8,6)	(8,8)
13,8	(9,2)	(9,4)	(9,5)

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1		
Inmovilizado material	437,0	456,2	461,7	479,8	496,5	497,6	498,9	500,2		
Otros activos no corrientes	4,3	4,0	4,0	3,4	1,9	1,9	1,9	1,9		
Inmovilizado financiero	10,3	10,0	7,1	10,3	12,2	17,5	26,3	35,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	22,7	23,0	26,3	34,3	27,7	37,5	54,6	47,3		
<b>Total activo</b>	<b>475,2</b>	<b>494,1</b>	<b>500,0</b>	<b>528,8</b>	<b>539,3</b>	<b>555,6</b>	<b>582,7</b>	<b>585,5</b>		
Patrimonio neto	316,0	332,8	337,2	357,5	383,6	387,6	392,1	400,2		
Minoritarios	9,3	10,0	10,5	11,4	12,8	13,1	13,5	13,9		
Provisiones y otros pasivos a LP	79,1	83,1	83,7	85,3	89,8	89,8	89,8	89,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	68,7	65,8	64,9	69,5	49,6	61,5	83,6	77,8		
Pasivo circulante	2,2	2,5	3,7	5,0	3,5	3,6	3,7	3,7		
<b>Total pasivo</b>	<b>475,2</b>	<b>494,1</b>	<b>500,0</b>	<b>528,8</b>	<b>539,3</b>	<b>555,6</b>	<b>582,7</b>	<b>585,5</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>18,0</b>	<b>19,0</b>	<b>19,1</b>	<b>19,4</b>	<b>20,4</b>	<b>21,1</b>	<b>21,9</b>	<b>22,8</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,8%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,2%</i>		
Coste de ventas	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(1,2)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,7)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>17,3</b>	<b>18,1</b>	<b>18,2</b>	<b>18,2</b>	<b>18,8</b>	<b>19,5</b>	<b>20,3</b>	<b>21,1</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,0%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>96,3%</i>	<i>95,3%</i>	<i>95,7%</i>	<i>93,8%</i>	<i>91,9%</i>	<i>92,6%</i>	<i>92,5%</i>	<i>92,5%</i>		
Gastos de personal	(3,2)	(3,2)	(3,1)	(3,4)	(3,8)	(3,8)	(3,9)	(4,0)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(1,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>12,5</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,8%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>69,6%</i>	<i>69,9%</i>	<i>70,7%</i>	<i>68,3%</i>	<i>64,7%</i>	<i>65,6%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,7%</i>		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	(0,1)	(0,1)	(1,0)	0,4	4,4	-	-	3,8		
<b>EBITDA</b>	<b>12,4</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>	<b>17,6</b>	<b>13,8</b>	<b>14,5</b>	<b>19,0</b>	<b>9,1%</b>	<b>2,6%</b>
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,2)	(0,1)	0,4	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	49,0	16,8	0,2	17,9	15,5	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>61,0</b>	<b>29,8</b>	<b>12,6</b>	<b>32,0</b>	<b>33,1</b>	<b>13,7</b>	<b>14,4</b>	<b>18,9</b>	<b>-14,2%</b>	<b>-17,0%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>248,4%</i>	<i>-51,2%</i>	<i>-57,7%</i>	<i>154,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>-58,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>31,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>66,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>65,3%</i>	<i>65,8%</i>	<i>82,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,4)	(1,6)	(1,3)	(1,5)	(1,3)	(2,4)	(2,4)	(2,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>59,6</b>	<b>28,2</b>	<b>11,3</b>	<b>30,5</b>	<b>31,7</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>16,6</b>	<b>-14,6%</b>	<b>-19,4%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>265,5%</i>	<i>-52,7%</i>	<i>-59,8%</i>	<i>169,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>-64,2%</i>	<i>6,2%</i>	<i>38,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	5,9	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>59,6</b>	<b>28,2</b>	<b>11,3</b>	<b>30,5</b>	<b>37,7</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>16,6</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-23,8%</b>
Impuestos	(13,0)	(5,4)	(1,5)	(5,2)	(7,9)	(2,4)	(2,5)	(3,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>21,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>		
Minoritarios	(1,6)	(0,8)	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(0,3)	(0,3)	(0,5)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>45,0</b>	<b>22,0</b>	<b>9,3</b>	<b>24,5</b>	<b>28,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>12,7</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-23,8%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>209,4%</i>	<i>-51,2%</i>	<i>-57,9%</i>	<i>164,8%</i>	<i>17,1%</i>	<i>-69,9%</i>	<i>6,2%</i>	<i>38,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-23,6%</i>	<i>24,4%</i>	<i>17,2%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,7%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>13,8</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,8%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(9,8)	(16,9)	7,4		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>4,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>22,6</b>	<b>13,7%</b>	<b>7,2%</b>
CAPEX						(1,3)	(1,3)	(1,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,4)	(2,4)	(2,3)		
Impuestos						(2,4)	(2,5)	(3,5)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,0)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>15,5</b>	<b>25,9%</b>	<b>24,8%</b>
Promoción y otros no recurrentes						-	-	3,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(5,3)	(8,8)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(7,3)</b>	<b>(17,5)</b>	<b>10,4</b>	<b>58,2%</b>	<b>-22,8%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(4,6)	(4,6)	(4,6)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>11,9</b>	<b>22,1</b>	<b>(5,8)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>-0,1%</b>	<b>4,8%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	5,7%	1,7%	-1,4%	-0,4%	4,6%	5,0%	5,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	69,9%	70,7%	68,3%	64,7%	65,6%	66,2%	66,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	(2,1)	(6,8)	5,1	(9,8)	(16,9)	7,4		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>13,2</b>	<b>11,4</b>	<b>6,5</b>	<b>18,3</b>	<b>4,1</b>	<b>(2,4)</b>	<b>22,6</b>	<b>11,5%</b>	<b>7,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	20,8%	-14,1%	-42,8%	181,7%	-77,9%	-160,0%	n.a.		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	69,9%	59,7%	33,5%	89,7%	19,3%	n.a.	99,0%		
- CAPEX	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,7)	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(2,4)	(2,4)	(2,3)		
- Impuestos	(2,8)	(1,9)	(0,6)	(7,9)	(2,4)	(2,5)	(3,5)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>6,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>15,5</b>	<b>6,9%</b>	<b>24,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	105,6%	-46,1%	-13,6%	162,4%	-124,5%	-341,9%	279,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	34,4%	18,4%	15,6%	38,9%	n.a.	n.a.	67,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	4,4	-	-	3,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	1,8	(9,4)	4,0	(5,3)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,6	0,1	6,3	6,3	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>7,5</b>	<b>5,4</b>	<b>(0,0)</b>	<b>22,6</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(17,5)</b>	<b>10,4</b>	<b>44,5%</b>	<b>-22,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	107,8%	-27,5%	-100,4%	n.a.	-132,0%	-140,9%	159,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,4%	2,4%	2,0%	5,3%	n.a.	n.a.	10,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	5,0%	3,7%	n.a.	15,2%	n.a.	n.a.	7,0%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(8,6)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	0,1	0,3	0,7	0,4	0,6	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	0,1	(0,5)	(0,8)	0,2	0,1	0,1		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,6	(2,1)	(4,7)	11,9	(14,9)	(7,2)	24,3		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>2,3</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>11,8</b>	<b>(14,3)</b>	<b>(6,5)</b>	<b>25,0</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,9	(2,4)	3,1	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,3)	0,3	(0,1)	0,1	(1,1)	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,4	0,9	1,3	(7,3)	5,5	(0,1)	(1,0)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>3,3</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>4,9</b>	<b>(9,9)</b>	<b>(6,7)</b>	<b>24,1</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>6,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>15,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>29,8</b>	<b>12,6</b>	<b>32,0</b>	<b>33,1</b>	<b>13,7</b>	<b>14,4</b>	<b>18,9</b>	<b>3,6%</b>	<b>-17,0%</b>
* Tasa fiscal teórica	19,1%	13,2%	16,9%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,7)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,9)	(3,0)	(4,0)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,8</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>-0,1%</b>	<b>4,8%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	(2,1)	(6,8)	5,1	(9,8)	(16,9)	7,4		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>13,2</b>	<b>11,4</b>	<b>6,5</b>	<b>18,3</b>	<b>4,1</b>	<b>(2,4)</b>	<b>22,6</b>	<b>11,5%</b>	<b>7,2%</b>
- CAPEX	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,7)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,9)	(3,0)	(4,0)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>(0,4)</b>	<b>10,2</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(6,8)</b>	<b>17,3</b>	<b>24,2%</b>	<b>19,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	197,4%	-3,7%	-107,2%	n.a.	-100,8%	n.a.	354,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	28,2%	27,0%	n.a.	50,1%	n.a.	n.a.	75,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,4	1,8	(9,4)	4,0	(5,3)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,6	0,1	6,3	6,3	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>(3,4)</b>	<b>20,6</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(15,6)</b>	<b>8,4</b>	<b>48,0%</b>	<b>-25,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	225,6%	11,8%	-148,4%	699,8%	-126,2%	-190,0%	154,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,8%	1,8%	n.a.	3,5%	n.a.	n.a.	5,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,2%	2,4%	n.a.	7,0%	n.a.	n.a.	2,9%		

**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	148,8	
+ Minoritarios	13,1	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	89,0	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	55,3	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	12,2	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>294,1</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	18,2	19,6	17,4	16,4	13,9	14,6	18,0	19,0	19,1	19,4	20,4	21,1	21,9	22,8	1,2%	3,8%
Cto. Total ingresos	-2,3%	8,1%	-11,5%	-5,5%	-15,5%	5,2%	23,2%	5,3%	0,6%	1,9%	5,2%	3,0%	4,1%	4,2%		
EBITDA	6,8	8,0	7,3	8,5	8,6	7,9	12,4	13,1	12,5	13,7	17,6	13,8	14,5	19,0	9,9%	2,6%
Cto. EBITDA	-17,0%	17,7%	-9,0%	16,1%	2,0%	-8,1%	56,0%	6,0%	-5,0%	9,3%	28,8%	-21,4%	5,0%	30,9%		
EBITDA/Ingresos	37,5%	40,8%	42,0%	51,5%	62,2%	54,4%	68,9%	69,3%	65,5%	70,3%	86,0%	65,6%	66,2%	83,1%		
Beneficio neto	2,5	3,0	22,6	5,6	13,0	14,5	45,0	22,0	9,3	24,5	28,7	8,7	9,2	12,7	27,7%	-23,8%
Cto. Beneficio neto	-47,5%	21,3%	647,0%	-75,3%	134,2%	11,6%	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	17,1%	-69,9%	6,2%	38,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,3	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,3	23,3	23,3		
BPA (EUR)	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,95	0,40	1,06	1,24	0,37	0,40	0,55	27,7%	-23,9%
Cto. BPA	n.a.	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-51,1%	-57,9%	n.a.	17,1%	-69,9%	6,2%	38,0%		
BPA ord. (EUR)	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	0,29	0,37	0,43	0,40	0,36	0,37	0,40	0,42	12,8%	5,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	-53,0%	24,4%	17,2%	-6,5%	-11,0%	4,1%	6,2%	5,7%		
CAPEX	(6,1)	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	33,5%	9,0%	3,2%	8,4%	31,8%	182,4%	17,4%	11,7%	24,0%	7,5%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%		
Free Cash Flow	(2,7)	1,5	3,8	(1,6)	(4,5)	(21,8)	3,6	7,5	5,4	(0,0)	22,6	(7,3)	(17,5)	10,4	26,3%	-22,8%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	8,0x	5,5x	7,0x	6,5x	4,9x	7,9x	5,5x	5,0x	5,2x	5,1x	2,8x	4,4x	5,8x	4,1x		
PER (x)	59,5x	47,4x	5,1x	23,1x	14,2x	6,2x	3,2x	8,5x	16,2x	6,3x	5,4x	17,2x	16,2x	11,7x		
EV/Vtas (x)	12,93x	11,05x	11,16x	12,78x	19,08x	11,82x	17,19x	18,78x	16,52x	16,41x	14,64x	13,96x	13,41x	12,87x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	34,5x	27,1x	26,6x	24,8x	30,7x	21,7x	25,0x	27,1x	25,2x	23,4x	17,0x	21,3x	20,3x	15,5x		
Comport. Absoluto	-2,5%	-3,2%	-18,8%	10,8%	44,5%	-51,7%	61,5%	29,6%	-19,7%	2,1%	0,1%	-3,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	2,2%	-20,3%	-21,7%	19,4%	47,5%	-55,1%	89,9%	15,9%	-5,1%	-5,4%	6,0%	-14,7%				

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

		SOCIMIS					
		Merlin					CEV
EUR Mn		Propiedades	Colonial	Lar España	Árima	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	3.988,4	3.116,3	473,7	193,3		148,8
	Enterprise value (EV)	7.924,9	9.180,6	1.038,3	270,1		294,1
Información financiera básica	Total Ingresos	461,7	381,7	90,3	8,8		21,1
	Cto.Total Ingresos	4,6%	2,9%	8,1%	9,0%	6,1%	3,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,8%	6,5%	2,6%	34,2%	12,5%	4,2%
	EBITDA	362,8	304,3	67,6	0,5		13,8
	Cto. EBITDA	-1,8%	9,7%	n.a.	142,3%	50,1%	-21,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	7,6%	7,6%	3,2%	n.a.	6,1%	17,2%
	EBITDA/Ingresos	78,6%	79,7%	74,8%	5,1%	59,6%	65,6%
	EBIT	340,7	296,9	67,9	(18,0)		13,7
	Cto. EBIT	-7,3%	10,6%	21,6%	n.a.	8,3%	-58,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	13,7%	15,6%	6,5%	73,2%	27,2%	17,3%
	EBIT/Ingresos	73,8%	77,8%	75,1%	n.a.	75,6%	65,3%
	Beneficio Neto	272,1	178,0	73,9	(14,4)		8,7
	Cto. Beneficio Neto	557,9%	n.a.	1,4%	-237,4%	107,3%	-69,9%
2y TACC (2023e - 2025e)	10,3%	12,7%	-9,2%	88,7%	25,6%	21,0%	
CAPEX/Ventas	57,0%	13,8%	-29,5%	477,3%	129,6%	6,0%	
Free Cash Flow	157,0	351,5	122,0	(44,0)		(7,3)	
Deuda financiera Neta	4.081,4	4.968,2	517,6	94,0		61,5	
DN/EBITDA (x)	11,3	16,3	7,7	n.a.	11,7	4,4	
Pay-out	77,0%	76,6%	82,8%	0,0%	59,1%	53,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,3	18,7	7,1	n.a.	13,4	17,2
	P/BV (x)	0,6	0,6	n.a.	n.a.	0,6	0,4
	EV/Ingresos (x)	17,2	24,1	11,5	n.a.	17,6	14,0
	EV/EBITDA (x)	21,8	30,2	15,4	n.a.	22,5	21,3
	EV/EBIT (x)	23,3	30,9	15,3	n.a.	23,2	21,4
	ROE	4,4	3,1	n.a.	n.a.	3,7	2,2
	FCF Yield (%)	3,9	11,3	25,8	n.a.	13,7	n.a.
	DPA	0,45	0,26	0,73	0,00	0,36	0,20
Dvd Yield	5,3%	4,4%	12,9%	0,0%	5,7%	3,1%	

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](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
06-Nov-2023	n.a.	6,40	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
08-Sep-2023	n.a.	6,45	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	6,55	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
05-May-2023	n.a.	6,55	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
04-Abr-2023	n.a.	6,55	n.a.	n.a.	Visita a compañía	David López Sánchez
24-Feb-2023	n.a.	6,79	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
14-Nov-2022	n.a.	7,03	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

