

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Containers &amp; Packaging

Precio de Cierre: EUR 1,58 (21 dic 2023)

Fecha del informe: 22 dic 2023 (9:30h)

**Inicio de cobertura**

Análisis Independiente de Compañías

Iflex, es una compañía familiar fundada en 1998. Experta en soluciones personalizadas de embalaje flexible (impresión en huecograbado), para confeccionar bolsas, sticks, tapas, etiquetas envolventes...El 77% de las ventas en 2022 se generaron en España. Tiene tres líneas de negocio: (i) alimentación (60% de las ventas 2022), (ii) farmacia/ cosmética (20%) y (iii) otros (20%).

**Enrique Andrés Abad, CFA** – enrique.andres@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,5	10,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	14,5	16,0
Número de Acciones (Mn)	6,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,30 / 1,82 / 1,58	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(2)</sup>	3,4	
Factset / Bloomberg	IFLEX-ES / IFLEX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Familia Puig	76,0
Miquel Angel Bonachera Sierra	1,4
Sergi Audivert Brugué	1,4
Autocartera	1,2
Free Float	20,0

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,2	5,3	6,0	6,0
Total Ingresos	13,7	13,8	14,7	15,5
EBITDA Rec.	1,7	1,6	1,8	2,1
% Var.	165,8	-6,3	13,2	14,2
% EBITDA Rec./Ing.	12,5	11,6	12,3	13,3
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	20,2	11,8	6,9	9,6
Beneficio neto	0,9	0,8	1,1	1,4
BPA (EUR)	0,17	0,15	0,19	0,22
% Var.	n.a.	-12,6	25,9	19,0
BPA ord. (EUR)	0,18	0,18	0,19	0,22
% Var.	n.a.	-1,5	4,9	19,0
Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup>	1,8	0,7	0,9	1,1
Pay-out (%)	133,3	50,0	50,0	50,0
DPA (EUR)	0,23	0,07	0,09	0,11
Deuda financiera neta	4,6	2,6	2,1	1,4
DN / EBITDA Rec.(x)	2,7	1,6	1,1	0,7
ROE (%)	46,3	26,9	25,4	25,7
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	14,8	13,0	17,2	19,6

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>**

PER	9,3	10,6	8,4	7,1
PER Ordinario	8,7	8,8	8,4	7,1
P/BV	5,4	2,3	2,0	1,7
Dividend Yield (%)	14,4	4,7	5,9	7,1
EV/Ventas	1,06	1,05	0,99	0,93
EV/EBITDA Rec.	8,5	9,1	8,0	7,0
EV/EBIT	11,8	13,8	10,1	8,6
FCF Yield (%) <sup>(4)</sup>	18,8	6,9	9,9	11,6

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods &amp; Services.

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

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

(6) Desde el 30 de noviembre cotiza en BME Growth.

## El valor de lo sencillo

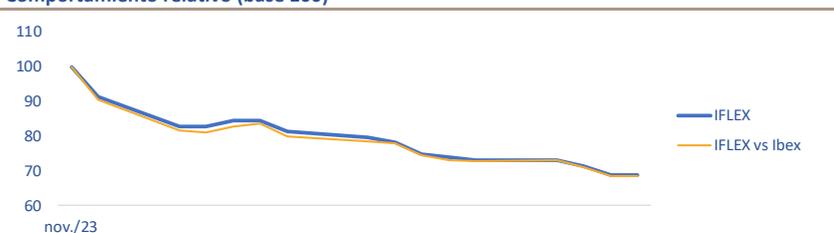
**UN "SALTO" DE ESCALA ESPECTACULAR EN 2022 (SIN M&A) ...** Entre 2017 – 2021, IFLEX crece de forma sostenida hasta los EUR 9,2Mn (7,2% TACC 2017 – 2021) con un margen histórico c.7%. Pero en 2022, logra un gran "salto" (orgánico) en ingresos hasta los EUR 13,7Mn (+48% vs 2021) y un EBITDA Recurrente de EUR 1,7Mn (12,5% s/ventas; +5,5p.p. vs 2021). Este crecimiento se logra en los dos principales mercados de IFLEX: España (77% de las ventas 2022) y Francia (16%). Nuestro escenario central para el período 2023e - 2025e contempla un crecimiento de ingresos hasta EUR 15,5Mn al final del período (+6,1% TACC 23e-25e).

**... GRACIAS A LA CAPACIDAD DE CRECER ORGÁNICAMENTE.** El "salto" en ingresos 2022 se logra gracias tanto por la captación de nuevos clientes como al crecimiento en volumen en clientes existentes (incrementando algunos +50% sus pedidos). Lo que en sí mismo, valida la estrategia de integración vertical y diversificación en la gama de productos de IFLEX. Y aporta razones para seguir creciendo de forma orgánica en línea con el histórico (7,2% TACC 2017 – 2021) y el sector.

**EQUITY STORY: CONSOLIDACIÓN DEL "SALTO" LOGRADO EN 2022.** En ingresos estimamos una consolidación del nivel de 2022-2023 hasta los EUR 15,5Mn en 2025e. Mejorando el EBITDA Rec. hasta EUR 2,1Mn en 2025e (margen 13,3% vs 12,5% 2022). Que permite consolidar la generación de caja (FCF Yield 2023e: 6,9%). Y pagar dividendo con un pay out 2023e-2025e del 50% (Div. Yield 2024e: 5,9%).

**LA CLAVE: EL BAJO RIESGO.** Lo visto en 2023 (consolidación del "salto" de 2022) mitiga sustancialmente la única incógnita: la evolución de los ingresos. El modelo de negocio es de bajo riesgo objetivo: vinculación a sectores defensivos, integración vertical, sin exposición a emergentes, catálogo de productos alineado con los cambios en las necesidades de los clientes, DN/EBITDA c.2x y bajo riesgo regulatorio (la regulación es una oportunidad para IFLEX).

**EN DEFINITIVA, UN MODELO DE CRECIMIENTO Y BAJO RIESGO A PER 9X.** IFLEX debe ser vista hoy como un "beneficiado" de la regulación pro-reciclaje y la economía circular. Una combinación de crecimiento y bajo riesgo en estimaciones cotizando a PER 23e 8,8x (7,1x 2025e) vs 17,3x de sus comparables. Y que, por estrictos fundamentales ofrece un potencial teórico de c.+25%. El valor de lo sencillo. Conviene recordar que un menor riesgo merece siempre mayores múltiplos.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	30 nov <sup>(6)</sup>	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-31,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibox 35	-31,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibox Small Cap Index	-31,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-33,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	-35,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

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

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

## IFLEX (IFLEX) 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).

## Glosario

Doypack	Tipo de envase para productos sólidos, en polvo, geles o líquidos.
Sleeves	Tipología de envoltorios usado para proteger, etiquetar y dotar de una estética concreta a determinados envases.

## Bien posicionada para seguir creciendo. La consolidación del “salto” en tamaño logrado en 2022 (sin M&A) y el bajo riesgo, son el equity story

Iflex Flexible Packaging (IFLEX), es una compañía familiar fundada en 1998 (Mkt. Cap de EUR 9,5Mn), experta en soluciones personalizadas de embalaje flexible (impresión en huecograbado), desde film en bobina para confeccionar bolsas, sticks, tapas... hasta formatos como los doypacks, sleeves y etiquetas envolventes. El 77% de las ventas en 2022 se generaron en España. Desde finales de noviembre cotiza en BME Growth.

IFLEX es un proveedor (de nicho) de servicios de impresión de huecograbado, con una estrategia de integración vertical

De manera muy simplificada, IFLEX es un proveedor (de nicho) de servicios de impresión de huecograbado, con una estrategia de integración vertical (dominando todas las fases del proceso productivo). Con una exposición muy elevada a sectores defensivos/anticíclicos (alimentación, farma). Tiene tres líneas de negocio: (i) alimentación (60% de las ventas 2022), (ii) farmacia/ cosmética (20%) y (iii) otros (20%), que incluye droguería, insecticidas, limpieza del hogar, productos para mascotas...

IFLEX cuenta con una amplia gama de productos (en línea con la regulación europea para fomentar la economía circular), entre los que se encuentran: (i) soluciones de papel, (ii) soluciones de biofilms compostables y (iii) otra gama de productos como films para etiquetas envolventes, blísteres farmacéuticos ...

¿Qué podemos esperar de IFLEX en el futuro más próximo (2023e - 2025e) en términos de resultado operativo y generación de caja? ¿Qué podemos esperar de un negocio como el de IFLEX en el más largo plazo? ¿Sobre qué pilares pivota su equity story?

### A) 2017 – 2021: crecimiento sostenido en ingresos (7,2% TACC 2017 – 2021) con un margen EBITDA histórico c.7%

Si analizamos la evolución de las principales métricas en el periodo 2017 – 2021 vemos que IFLEX se ha caracterizado por:

Con un crecimiento en ingresos sostenido (7,2% TACC 2017 – 2021) y un margen histórico c.7%...

- **Crecimiento sostenido en ingresos.** Durante 2017 – 2021, la compañía creció a una TACC del 7,2%. Lo que pone de manifiesto el carácter anticíclico/defensivo de IFLEX, ya que, a excepción de 2022, el mayor crecimiento en ingresos se logra en el año 2020 (+13,1% vs 2019). El mix de ingresos en 2021 se dividía en: (i) alimentación, 63% de las ventas, (ii) farmacia/cosmética, 21% y (iii) otros, 16%.
- **Con un margen EBITDA histórico de c.7%**, resultado de una estructura operativa bien dimensionada, que ha permitido mantener el margen EBITDA medio cerca del 7%, a pesar de la contracción en el margen bruto, principalmente en 2021 (-2,6p.p.), como resultado del impacto de la inflación y el entorno macroeconómico.
- **Estrategia de integración vertical** que permite a IFLEX controlar todas las fases del proceso productivo, desde el diseño hasta el corte del material. De esta forma, puede garantizar un mayor estándar de calidad, permitiéndole ofrecer un producto personalizado a precios competitivos.
- **Con un nivel de deuda neta muy elevado.** La deuda neta media del periodo 2017 – 2021 ascendió a EUR 4,7Mn, es decir, un múltiplo medio de DN/EBITDA Rec. de 8,0x. Hasta el año 2021, IFLEX formaba parte del grupo empresarial de la familia Puig.

... con una exposición total a sectores defensivos y una oferta de soluciones muy amplia

Por tanto, del análisis del periodo (2017 – 2021) se puede concluir que: (i) contar con soluciones de impresión sobre un amplio abanico de productos (incluyendo soluciones de papel, reciclables y compostables), en línea con la regulación y demanda de consumidores, ha permitido a IFLEX generar un crecimiento de un dígito medio hasta los EUR 9,2Mn en 2021 y EBITDA positivo, (ii) la exposición a sectores defensivos (>80% de los ingresos), ha llevado a un modelo de negocio con bajo riesgo comercial y (iii) el nivel de apalancamiento financiero necesario para ejecutar su plan de negocio ha sido, hasta ahora, muy elevado.

## B) 2022: gran “salto” de escala en ingresos (+48% vs 2021) y en EBITDA Recurrente (+5,5p.p.). Logrado sin M&A.

Desde nuestro punto de vista, lo más importante en IFLEX es el espectacular crecimiento en ingresos y mejora de rentabilidad logrado por la compañía en 2022. Y que cambia por completo sus métricas:

En 2022 logra un fortísimo salto en ingresos (+48%) ...

... con una mejora de 5,5p.p. en EBITDA Recurrente

- **Fortísimo crecimiento en ingresos (+48% vs 2021) ...** En 2022, IFLEX logra un gran “salto” en ingresos hasta los EUR 13,7Mn (+48% vs 2021), impulsado tanto por la captación de nuevos clientes como por el crecimiento en volumen en clientes existentes. Algunos de los cuales incrementaron sus pedidos por encima del +50% vs 2021 (llegando a “doblar” en casos puntuales).
- **... en todas las líneas de negocio y en sus principales mercados.** El crecimiento se concentró en: España (77% de los ingresos en 2022) y Francia (16%). Y “afectó” a sus tres líneas de negocio: alimentación que alcanzó unas ventas de EUR 8,2Mn (+42% vs 2021), (ii) farmacia/ cosmética creció hasta los EUR 2,7Mn (+41%) y (iii) otros, que se situó en EUR 2,8Mn (+85%).
- **Provocando un fortísima mejora de márgenes.** En 2022, el EBITDA Recurrente “salta” hasta los EUR 1,7Mn (12,5% vs 7,0% en 2021), debido a una reducción del peso de los costes de estructura, en este contexto de fuerte crecimiento de ingresos. Dado el perfil de la industria donde opera IFLEX (sin elevadas barreras de entrada), consideramos que la disciplina en la gestión de costes es clave.

Es decir, un análisis del año 2022 nos deja/apunta varias ideas clave del modelo de negocio de IFLEX:

Es decir, 2022 valida la estrategia de la compañía de integración vertical

- Base de clientes ya creada y capaz de aportar un ingreso recurrente: un “suelo” en ingresos. Y sobre la que hay una clara oportunidad de crecer, incrementando cuota en la cartera “histórica” de clientes. Lo que explica, parcialmente, el crecimiento visto en 2022.
- Crecimiento basado en explotar mercados conocidos (España y Francia) y no en entrar en mercados realmente nuevos (eludiendo el riesgo asociado a cualquier expansión geográfica).
- Validación de la estrategia de integración vertical, en un sector donde el control de la calidad es clave para crecer en volumen en clientes existentes, como muestran los resultados logrados en 2022.
- “Sin riesgo” en P/L: EBITDA holgadamente por encima de break even, gracias no sólo a una estructura de costes bien dimensionada y sensata. Sino capaz de absorber fuertes crecimientos en ingresos y generar grandes mejoras en el margen EBITDA Rec./Ventas (+5,5p.p. vs 2021).
- Significativa mejora del ROCE hasta el 14,8% (vs un 3,1% promedio durante 2018 – 2021). Situándose por primera vez por encima del coste de capital de IFLEX. Lo que marca la entrada de la compañía en una fase sistemática de creación de valor.

Y es esencial, ya que muestra una compañía distinta

Por todo ello, el resultado 2022 nos parece esencial, ya que muestra una compañía distinta. Capaz de crecer en ingresos mucho más de lo que se esperaba. Y con un elevado apalancamiento operativo que implica potencial de mejora de márgenes. Con lo que eso implica en términos de EBITDA y Free Cash Flow.

## C) 2023e – 2025e: consolidación del “salto” de escala de 2022 (4,4% TACC 2022 – 2025e)

¿Qué podemos esperar de IFLEX para los próximos años, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente?:

Crecimiento orgánico hasta los EUR 15,5Mn en 2025e (4,4% TACC 2022 – 2025e) ...

- **Consolidación del “salto” logrado en 2022 (4,4% TACC 2022 – 2025e).** Nuestro escenario central para el periodo 2023e-2025e contempla un crecimiento orgánico de ingresos hasta EUR 15,5Mn al final del periodo y EUR 13,8Mn en 2023e (+4,4% TACC 2022-2025e). Alimentación (4,5% TACC 2022-2025e) y otros (4,5% TACC 2022-2025e) crecerían por encima de farmacia/cosmética (3,3% TACC 2022-2025e), en la que la tipología de cliente es diferente (pedidos más pequeños con márgenes inferiores), por lo que consideramos que el foco de crecimiento se centrará en las dos primeras líneas de negocio. Actualmente, estimamos que IFLEX opera al 68% de su capacidad productiva.

La evolución de los ingresos es el pilar fundamental del equity story de IFLEX. Que permite aspirar a mejoras adicionales de márgenes. Y una generación estable y creciente de FCF positivo que posibilite la política de dividendos objetivo de la compañía (pay-out en un rango de 20% – 60%). En IFLEX, el dividendo deber ser visto como estratégico. No es un objetivo tangencial o secundario, sino central.

... con una mejora en el margen EBITDA Recurrente hasta el 13,3% en 2025e

Que empujará la generación de FCF Recurrente hasta los EUR 1,1Mn al final del periodo proyectado

Y que permitirá el inicio de una política de dividendos

En conclusión, capacidad de mejorar el EBITDA Rec., con un fuerte salto en la creación de valor e inicio de una política de dividendos

Una compañía que presenta razones para seguir creciendo...

... y que controla toda la cadena de valor

- **Con una mejora creíble en EBITDA Recurrente...** Para 2023e, hemos estimado un margen EBITDA Recurrente del 11,6% (vs 12,5% en 2022), una caída que vendría explicada por la inversión en estructura de producción y comercial. En 2024e y 2025e estimamos una mejora progresiva hasta el 13,3% en 2025e, gracias a la capacidad del negocio de apalancarse en su estructura actual.
- **...que impulsará la generación de FCF Recurrente.** Nuestros números recogen una generación de FCF Recurrente positivo en 2023e de EUR 0,7Mn (41% s/EBITDA Rec.; FCF Rec. yield 6,9%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 1,1Mn en 2025e (FCF Rec. yield 2025e 11,6%).
- **Con un objetivo de reparto de dividendos.** Por debajo de FCF, hemos proyectado un pay-out del 50% en 2023e – 2025e. Dividend yield 2023 del 4,7% y 7,1% en 2025e.
- **... reduciendo el nivel de deuda neta hasta EUR 1,4Mn en 2025e (vs EUR 4,6Mn 2022).** A cierre del 1S23, la deuda neta de IFLEX se situó en EUR 5,0Mn (3,2x DN/EBITDA Rec. 2023e). Las métricas de apalancamiento se irán reduciendo debido a: (i) la mejora en la generación de caja y (ii) parte de los fondos (EUR 1,8Mn) obtenidos en la ampliación de capital realizada para la salida a BME Growth a finales de noviembre de 2023 serán destinados a reducir la deuda a corto plazo.

En definitiva, tanto nuestras estimaciones (2023e - 2025e) como nuestra idea de la compañía pivotan sobre:

- Crecimiento en ingresos (TACC c.4,5%), consolidando el salto logrado en 2022, gracias a una cartera de productos/servicio diversificado y una estrategia crecimiento internacional en mercados conocidos. Lo que necesariamente conlleva un modelo de negocio de menor riesgo.
- Capacidad para mejorar el margen EBITDA Rec. hasta el 13,3% (vs 12,5% en 2022) en 2025e (6,6% TACC 2022 – 2025e), por la mejora del margen bruto y reducción del peso de los costes de estructura.
- En los próximos años, no estimamos CAPEX de expansión en maquinaria nueva, al estar la compañía al 68% de su capacidad productiva.
- Mantenimiento del diferencial positivo ROCE vs WACC, alcanzando un ROCE en 2025e de 19,6% vs una WACC del 8,3%.
- Política de dividendos con un pay-out del 20% - 60%, siempre vinculado a las necesidades reales del negocio (dependiente del CAPEX). Reduciendo de esta forma el riesgo de negocio y el posible sobre endeudamiento que pudiera suponer un dividendo agresivo en años de fuerte inversión en CAPEX.

#### D) ¿Qué podemos esperar de IFLEX en el muy largo plazo? ¿Por qué hay que poner atención en esta compañía?

La propia inercia de un sector en plena fase de transformación, empujado por dos mega tendencias como el e-commerce y la sostenibilidad, debería permitir a IFLEX seguir creciendo en el más largo plazo, tanto orgánica como inorgánicamente. Nuestra idea/visión de la compañía a largo plazo pivota sobre:

- **Una compañía con argumentos creíbles para seguir creciendo.** Por su posicionamiento en mercados en plena transformación y con un amplio abanico de soluciones de impresión que “eluden” la comoditización. Un crecimiento que estimamos que siga siendo superior al de su sector (Ingresos: 14,1% TACC 2021 -2025e vs 6,1% del sector en Europa). Y que le debiera permitir mantener el ritmo de crecimiento más allá de 2025e, aprovechando el driver que supone la regulación pro-reciclaje para las compañías que hayan o estén adaptando sus modelos de negocio a las nuevas tendencias, viéndose favorecidas por esta “revolución” (como es el caso de IFLEX). Lo que conlleva una reducción sustancial del riesgo comercial y regulatorio del modelo de negocio.
- **Control de toda la cadena de valor de los proyectos,** desde el diseño hasta la entrega del film flexible en sus instalaciones, reduciendo costes y plazos. Lo que implica potencial de mejora de márgenes a largo plazo.

El salto en rentabilidad logrado en 2022 sitúa a IFLEX con un margen EBITDA Rec. (12,5%) en línea o superior al de tres de sus comparables cotizados: Amcor (13,8%), Huhtamaki (12,7%) y Aluflexpack (9,3%). Pero muy lejos de Mondi (20%). Lo que deja entrever que hay espacio para seguir mejorando en márgenes.

Y tiene una plena alineación de intereses de la familia Puig y los accionistas minoritarios

- **Accionariado de control con vocación de largo plazo.** Una estrategia de negocio de largo plazo de la familia que controla c.76% del accionariado, asegurando una alineación de intereses con los accionistas minoritarios.
- **FCF Yield de 6,9% en 2023e, y con alto potencial.** La mejora en EBITDA Recurrente empujará la generación de caja hasta los EUR 1,1Mn en 2025e (FCF Yield 11,6%). Lo que fortalece la visión de bajo riesgo de IFLEX.

La combinación de crecimiento, mejora de márgenes, reducción de apalancamiento y bajos múltiplos, invita a reflexionar sobre el valor del negocio. En un contexto en el que lo difícil “ya está hecho”: lograr el salto de escala tanto en ingresos como rentabilidad de 2022. A sabiendas de que lo visto hasta 9m23 confirma/consolida ese gran salto de escala. Es decir: no estamos ante una apuesta por un gran crecimiento. Ya que ya se ha producido (2022) y confirmado (2023). Lo que minimiza el riesgo de inversión en una compañía como IFLEX. Lo que hace “lógico” plantearse, al menos desde un punto de vista puramente teórico, el valor fundamental de IFLEX.

Por todo ello, el perfil de bajo riesgo de IFLEX y la sencillez/transparencia de su P&L (sin contabilidad compleja), podemos asumir desde el punto de vista teórico:

$$PER = 1 / (ke-g)$$

(\*) Asumiendo que el pay-out a largo plazo es 100%.

Evitando de esta forma la comparativa con el múltiplo PER de sus principales comparables (siempre sujeto a posibles reconocimientos contables agresivos)

#### Gráfico 1. Cálculo del ke por escenario

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Risk free rate (rf)	2,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	10,1%	Ke = Rf + (R*B)	9,0%	11,4%
G "Razonable"	2,0%		2,0%	1,5%

Tabla 1. PER implícito

		ke		
		9,0%	10,1%	11,4%
g	1,5%	13,4x	11,6x	10,1x
	2,0%	14,4x	12,3x	10,7x

Tabla 2. Valoración (Equity) 2023e (EUR Mn) y potencial vs la cotización actual

		ke					ke		
		9,0%	10,1%	11,4%			9,0%	10,1%	11,4%
g	1,5%	13,2	11,4	10,0	g	1,5%	38%	20%	5%
	2,0%	14,1	12,1	10,5		2,0%	48%	27%	10%

En esas condiciones es claro que la combinación de crecimiento y bajo riesgo que IFLEX representa cataliza en valoraciones teóricamente atractivas. Basadas exclusivamente en el P/L 2023e, que ofrece un mínimo riesgo en números. En nuestro escenario central, una valoración PER de estas características (intrínseca y no por comparación con el sector) muestra un potencial >20% (Valor teórico del Equity EUR c.12Mn vs Mkt Cap EUR 9,5Mn). Y basado en un PER objetivo de 12,3x (vs PER Ordinario actual de c.8,8x).

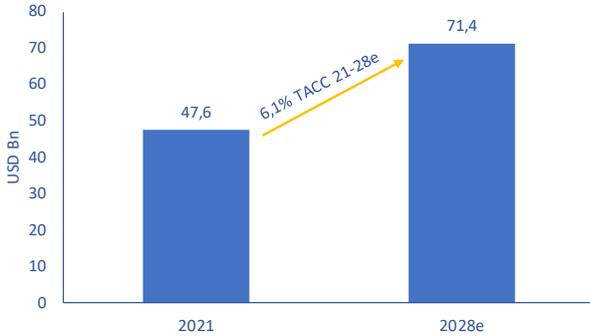
En conclusión, y a nuestro juicio, IFLEX debe ser vista hoy “sobre el papel” como un “beneficiado” del viento de cola que supone la regulación pro-reciclaje y la economía circular. Y con total exposición a sectores anticíclicos, que aumentan la visibilidad del crecimiento de IFLEX. Una compañía en la que el modelo de negocio es de bajo riesgo objetivo: vinculación a sectores defensivos, integración vertical, sin exposición a emergentes, catálogo de productos alineado con los cambios en las necesidades de los clientes, y un bajo riesgo regulatorio (de hecho, la regulación es más oportunidad que riesgo en el caso de IFLEX).

El valor fundamental/teórico, calculado en condiciones que incorporen el bajo nivel de riesgo y el “salto” en tamaño y rentabilidad de 2022 (y confirmado en 2023), reclama atención...

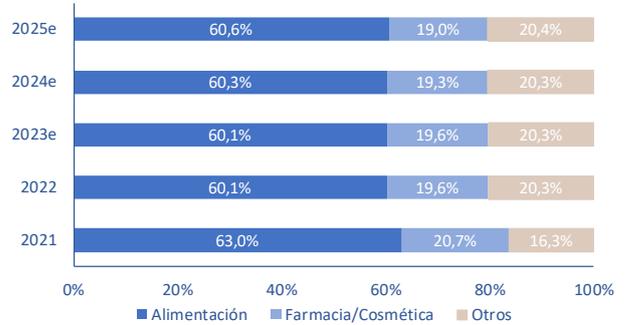
En definitiva, IFLEX debe ser vista como un “beneficiado” del viento de cola que supone la regulación pro-reciclaje.

**La compañía en 8 gráficos**

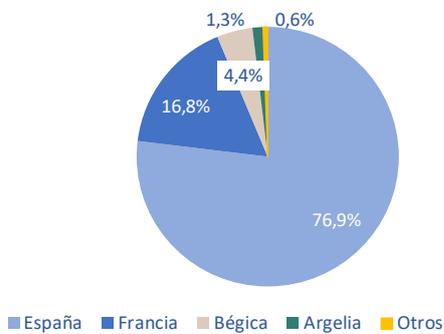
**El mercado de packaging flexible a nivel europeo se espera que crezca a una TACC 21-28e del 6,1%**



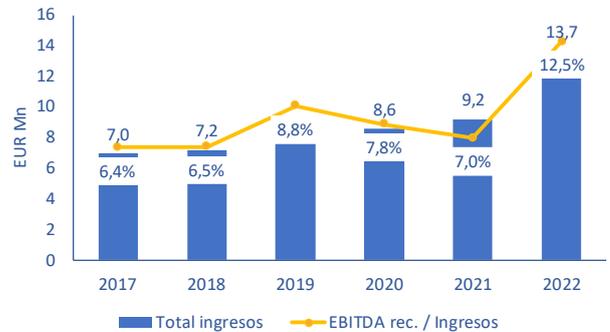
**IFLEX: un negocio integrado verticalmente y con exposición a sectores defensivos/anticíclicos ...**



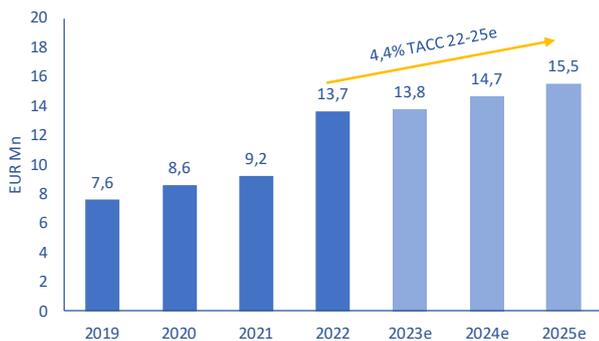
**...y presencia internacional (e intención de reforzarla). En 2022, las ventas en España representaron el 77%**



**2017 - 2021 crece de forma sostenida, pero en 2022, logra un salto de escala orgánico en ingresos (+48%) y EBITDA Rec. (+5,5p.p.) ...**



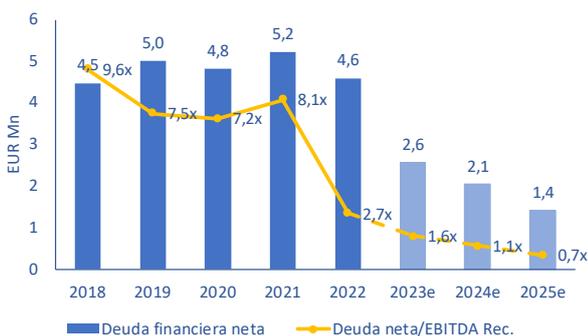
**... que cambia el perfil de la compañía. Y que es el equity story de IFLEX: la consolidación del salto logrado en 2022**



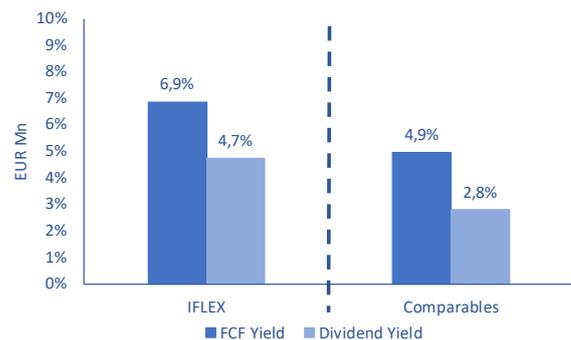
**Empujando el margen EBITDA Rec. hasta el 13,3% en 2025e y su correspondiente impacto en la generación de FCF Rec**



**Que permite a IFLEX iniciar una política de reparto de dividendos y reducir el endeudamiento**



**Cotizando a múltiplos atractivos, FCF Yield 2023e de 6,9% vs 4,9% de los comparables cotizados**



## Descripción del negocio

### Un negocio de nicho, con foco en la impresión para el embalaje flexible. Beneficiado por la economía circular y la regulación

Iflex Flexible Packaging (IFLEX), es una compañía familiar fundada en 1998 (Mkt. Cap de c. EUR 9,5Mn), experta en soluciones personalizadas de embalaje flexible (impresión en huecograbado), desde film en bobina para confeccionar bolsas, sticks, tapas...hasta formatos como los doypacks, sleeves y etiquetas envolventes. Su sede se encuentra en Ullà (Gerona). Cotiza en BME Growth de desde noviembre de 2023.

Desde un punto de vista sectorial, IFLEX es una compañía del sector packaging especializada en impresión. Por tanto, no es un fabricante de embalajes, envases o blisters. Sino una compañía que añade valor en la impresión sobre estos productos. Dentro de las calificaciones o estructuras sectoriales standard (GICS, ICB), el sector packaging se ubica en materiales, en *Containers & Packaging*.

Actualmente, tiene presencia en España, Francia, Bélgica, Argelia, Marruecos, Andorra y Holanda. Aunque el 77% y el 16% de las ventas de 2022 se generaron en España y Francia respectivamente. La impresión de materiales va destinada principalmente a productos de farmacia sobre soportes de aluminio y los embalajes flexibles a los sectores de alimentación, cosmética y farmacia.

Destacamos tres líneas de negocio: (i) alimentación, que incluye envases para todo tipo de productos como embutidos, queso, frutos secos, patatas fritas, levadura, etiquetas de bebidas y agua, y que representó el 60% de las ventas de 2022 (vs 63% en 2021), (ii) farmacia/cosmética, que engloba la producción de envases blíster para farmacia, sobres para medicamentos y bolsas para toallitas en cosmética. Alcanzó el 20% de las ventas en 2022 (vs 21% en 2021) y (iii) otros, que incluye productos de droguería, insecticidas, limpieza del hogar, productos para mascotas o productos para la industria. Esta línea de negocio representó en 2022 el 20% de las ventas (vs 16% en 2021). La estrategia de crecimiento de la compañía es impulsar las geografías en las que ya está presente (principalmente Francia), y no en entrar en mercados realmente nuevos (eludiendo el riesgo asociado a cualquier expansión geográfica).

IFLEX desarrolla una estrategia de integración vertical, dominando todas las fases del proceso productivo, desde el diseño hasta el corte del material. De esta forma, puede garantizar un mayor estándar de calidad. Que junto con la exposición a sectores anticíclicos/defensivos (sector alimentación no discrecional o farmacia) y el carácter familiar de la compañía (gestión conservadora a l/p y alienación de intereses con los accionistas minoritarios), ponen de manifiesto el perfil de "bajo riesgo" de IFLEX.

Dentro del segmento de compañías dedicadas al packaging, las grandes compañías comparables cotizadas que encontramos en Europa son: Amcor (especializada en embalajes flexibles y en plásticos rígidos; su sede está en Zúrich, y cotiza en la bolsa de Australia y en la de Nueva York;), Huhtamaki (empresa finlandesa de envasado, especializada en la fabricación de envases para alimentos, bebidas o productos de cuidado personal y del hogar), Aluflexpack (con sede en Suiza, está especializada en soluciones de envasado flexible), Mondi (grupo especializado en el embalaje y papel; tiene dos sedes, una en Londres y otra en Viena).

#### Modelo de negocio basado en la integración vertical del proceso productivo, asegurando la calidad del producto.

IFLEX es especialista en la impresión de huecograbado para embalajes flexibles. ¿Pero qué es el huecograbado? Es el sistema de impresión que utilizando cilindros huecos realiza grabados muy pequeños mediante tecnología láser. Esta metodología de impresión permite una calidad gráfica elevada, aplicable sobre la mayoría de los envases flexibles.

Actualmente, en el mercado hay tres tipos de tecnologías para la impresión: flexografía, digital y huecograbado (con mayor capacidad productiva). Las dos últimas son las que permiten una mayor calidad de impresión (similar entre ellas). Lo que pone de manifiesto el bajo riesgo de disrupción tecnológica para IFLEX en lo relativo a la maquinaria de impresión. Y que resalta, una vez más, el perfil de bajo riesgo/ defensivo de la compañía.

Gráfico 1. Distribución geográfica 2022

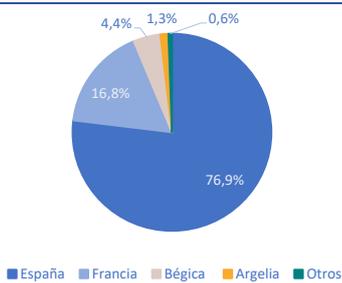
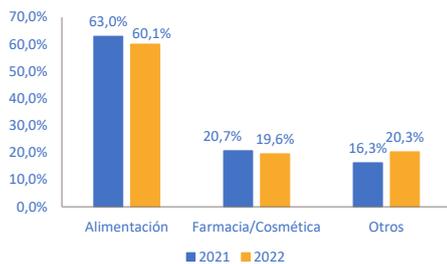


Gráfico 2. Ingresos por línea de producto



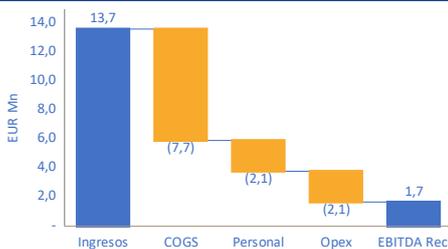
Como se ha mencionado con anterioridad, el objetivo de IFLEX es prestar un servicio integral a los clientes, controlando todas las fases del proceso productivo, desde el diseño hasta la entrega del film flexible en sus instalaciones. El proceso de producción se divide de cinco fases.

### Gráfico 3. Proceso productivo



- **Diseño y preimpresión.** Consiste en el montaje y adaptación del material propuesto por el cliente (diseño, colores...). Contar con esta fase integrada en el proceso, permite a IFLEX adaptar los diferentes trabajos a sus tres grabadoras electrónicas, optimizando el resultado (por ejemplo, si el cliente quiere un color o diseño especial, esta fase permite no depender de terceras partes, agilizando el proceso).

### Gráfico 4. EBITDA Recurrente 2022

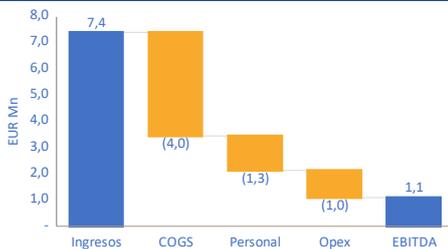


- **Grabado interno de cilindros y máquina de pruebas.** La compañía cuenta con unas instalaciones propias para el grabado de cilindros, con una capacidad superior a 50 cilindros/día. Esto les permite reducir los tiempos de producción para nuevos diseños o modificaciones.

Para la evaluación y control final de los cilindros grabados se dispone de una máquina de pruebas que permite anticipar el resultado final de la impresión y realizar cualquier modificación si es necesaria, evitando errores y la repetición de trabajos.

- **Impresión.** La compañía cuenta con su propia maquinaria (4 rotativas) que le da una mayor flexibilidad, tanto en la impresión, como en el cambio de cilindro o color (imprime hasta 8 colores sobre cualquier film flexible). Una de las rotativas se dedica exclusivamente a la impresión de blísteres de aluminio.

### Gráfico 5. EBITDA 1S23



- **Proceso de laminado.** Esta fase permite la unión de diferentes films por medio de un adhesivo. Es decir, las estructuras multi láminas se preparan con el objetivo de combinar las propiedades de cada film para obtener uno adaptado al cliente, que dependerá del producto a envasar, tipo de envasadora, funcionalidades requeridas (estéticas, vida del producto...), etc.

- **Corte y bobinado.** Por último, para la fase del corte se preparan las bobinas procedentes de la impresora o laminadora con las especificaciones facilitadas por el cliente, para luego prepararse para su envío.

En definitiva, la integración de las diferentes fases de producción da a IFLEX la capacidad de adaptarse a las exigencias/peticiones del cliente de una forma más flexible, controlar los tiempos de producción, reducir los costes en comparación con la externalización de las diferentes fases, controlar los estándares de calidad, etc... Es decir, permite ofrecer un producto personalizado a precios competitivos.

### Un catálogo de productos mono-material para aumentar la reciclabilidad

IFLEX dispone de una amplia gama de productos entre los que se encuentran:

- Soluciones de papel, para reemplazar los complejos laminados de plástico, en línea con la estrategia/regulación europea para fomentar una economía circular. Es decir, la regulación se convierte en un driver de crecimiento no en un riesgo. Esta solución se utiliza como envase primario para té, semillas, frutos secos, snacks...
- Soluciones de biofilms compostables (con bases vegetal, celulósica...) con o sin metalizado, para reemplazar films no degradables. En otras palabras, que se degradan biológicamente sin producir ningún residuo tóxico. Otra vez en línea con la regulación.
- Soluciones monomaterial en distintas estructuras (monolámina o multilámina). Lo que facilita la reciclabilidad y la transición hacia una economía de plásticos circular
- Otra gama de productos como films para flowpack vertical y horizontal, blíster farmacéuticos, tapas, etiqueta envolvente...

Adicionalmente, la compañía cuenta con un servicio de reimpresión, reciclaje y recuperación. Es decir, reimprimir sobre bobinas ya impresas permitiendo añadir, cambiar o eliminar textos, aprovechando bobinas que hayan podido quedar obsoletas, ya sea porque la información ya no es correcta, se hayan producido cambios en la regulación o en los valores nutricionales, etc.

En conclusión, IFLEX dispone de soluciones de impresión sobre un amplio abanico de productos, que incluyen soluciones de papel, reciclables y compostables, en línea con la regulación y demanda de los consumidores (ver epígrafe de Industria, pg.13). Y que reduce de nuevo el riesgo de: (i) disrupción por la aparición de nuevos materiales sobre los que no pudieran realizar la impresión o sobre los que la calidad se redujera y (ii) el riesgo regulatorio, al contar con soluciones que fomentan la economía circular y la reciclabilidad.

### Lo que “dicen” los números del pasado más reciente: salto muy significativo en ingresos y rentabilidad en 2022. Sin M&A.

Si analizamos la evolución de las principales métricas (ingresos, margen bruto, EBITDA, deuda neta...) de los ejercicios 2018 - 2022 vemos que el negocio de IFLEX se ha caracterizado por:

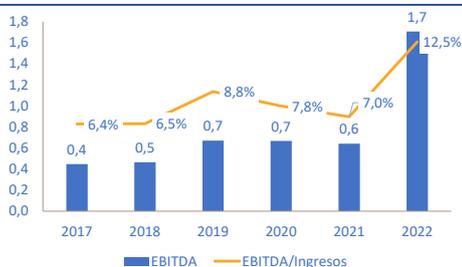
**Tabla 1. Principales métricas**

EUR Mn	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total ingresos	7,0	7,2	7,6	8,6	9,2	13,7
Cto. Total ingresos	-	3,4%	5,4%	13,1%	7,2%	48,3%
<b>Margen Bruto</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>
Margen Bruto (s/Ingre	43,2%	45,6%	46,6%	45,7%	43,1%	43,5%
Costes de explotación	(2,6)	(2,8)	(2,9)	(3,3)	(3,3)	(4,2)
% s/ingresos	-36,8%	-39,2%	-37,8%	-37,9%	-36,1%	-31,0%
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>
EBITDA rec. / Ingresos	6,4%	6,5%	8,8%	7,8%	7,0%	12,5%
<b>EBITDA</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>
EBITDA / Ingresos	6,4%	6,5%	8,8%	7,8%	7,0%	12,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
EBIT / Ingresos	4,6%	3,6%	4,4%	3,4%	2,2%	9,0%

**Gráfico 6. Ingresos y Margen bruto**



**Gráfico 7. EBITDA y margen EBITDA Recurrente**



**Tabla 2. Deuda Neta**

EUR Mn	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1S23
Net Debt (Net Cash)	3,9	4,5	5,0	4,8	5,2	4,6	5,0

- **Salto espectacular (+50%) en ingresos en 2022 (vía crecimiento orgánico):** en el periodo entre 2018 – 2021, la compañía creció a una TACC del 8,5%. Lo que pone de relieve el perfil resiliente/anticíclico de IFLEX, ya que, a excepción de 2022, el mayor crecimiento en ingresos lo logra en el año 2020 (+13,1% vs 2019). Aunque donde hay que poner la atención es el fortísimo crecimiento orgánico que la compañía logra en 2022, gracias tanto por la captación de nuevos clientes como por el crecimiento en volumen en clientes ya existentes. A septiembre de 2023, las ventas han alcanzado los EUR 10,9Mn vs (EUR 10,7Mn en septiembre 2022), consolidando el salto en tamaño de 2022. Estimamos unas ventas 2023e de EUR 13,8Mn.
- **Ligera caída del margen bruto:** durante 2020 y 2021, se produce una contracción del margen bruto, siendo en 2021 la caída más pronunciada (-2,6p.p.), debido principalmente al impacto de la inflación y el entorno macroeconómico. Aunque en 2022, se produce una ligera mejora del margen hasta el 43,5%. El gasto por aprovisionamientos se reduce al coste de materias primas y otras materias consumibles. Para 2023e estimamos una ligera mejora del margen bruto hasta el 43,8%.
- **Margen EBITDA Rec. c.7% históricamente, pero “saltando” por encima del 12% en 2022.** El margen EBITDA Rec. alcanza el 12,5% en 2022 (vs 7,0% en 2021), gracias a una reducción del peso de los costes de estructura, en un contexto de fuerte crecimiento de ingresos. Durante el periodo 2017 – 2022, los gastos de personal y otros costes de explotación pasan del 36,8% s/ventas al 31,0% (2022). Lo que muestra un EBITDA por encima de break even, gracias a una estructura de costes bien dimensionada.
- **Deuda neta de EUR 5,0Mn en 1S23.** A cierre del 2022 y 1S23, la compañía tenía una deuda neta de EUR 4,6Mn (2,7x DN/EBITDA Rec.) y de EUR 5,0Mn (3,2x DN/EBITDA Rec. 2023e) respectivamente. Parte de los fondos (EUR 1,8Mn) obtenidos en la ampliación de capital realizada por la salida a BME Growth a finales de noviembre de 2023 serán destinados a reducir la deuda a corto plazo.

- **Política de dividendos:** en 2022, IFLEX repartió un dividendo de EUR 1,2Mn (dentro de la reorganización del balance previa a la salida a bolsa).

A futuro, la política de reparto de dividendos de IFLEX dependerá del plan de inversiones. En los años que se deban realizar inversiones importantes, la política de dividendos quedará limitada a un pay-out de un máximo del 20%. Por otro lado, si no hay inversiones importantes en CAPEX, el pay-out podría alcanzar hasta el 60%.

**Tabla 3. Estructural accionarial**

Nombre	Directa	Indirecta	Total
Avianna Consulting	29,1%		29,1%
Josep María Puig Solà	35,7%		35,7%
Genís Puig Solà	8,4%	29,1%	37,5%
Nuria Puig Marco	1,8%		1,8%
Miquel Angel Bonachera Sierra	1,4%		1,4%
Sergi Audvert Brugué	1,4%		1,4%
Genís Puig Oliveras	0,4%	0,0%	0,4%
Pere Puig Oliveras	0,0%	0,0%	0,0%
Josep Puig Vila	0,6%		0,6%
Autocartera	1,2%		1,2%
Free Float	20,0%		20,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>29,1%</b>	

### Un accionariado controlado por la familia fundadora. Free float c.20%

Sin participación de inversores institucionales, la familia Puig (fundadora de IFLEX) es, *de facto*, la propiedad, al controlar de forma directa e indirecta c.76% del capital, contando con presencia y control del Consejo de Administración. Los principales accionistas de la compañía son Josep María Puig Sola (35,7% del capital), actual consejero delegado y presidente. Y Genís Puig Sola (con un participación directa e indirecta del 37,5%), consejero ejecutivo.

La familia Puig asume, adicionalmente, la práctica totalidad del Comité de Dirección.

Todo ello asegura una plena alineación de intereses tanto del equipo directivo como del Consejo con los accionistas minoritarios. Free float c. 20% del capital.

### En definitiva, ¿qué es IFLEX? ¿a dónde se dirige?

Hoy en día, y desde un punto de vista estrictamente descriptivo, estamos ante una compañía de impresión en el sector packaging de tamaño pequeño y estrategia de nicho (foco en impresión de huecograbado sobre embalaje flexible) para los sectores de alimentación, farmacia, cosmética y otros. Desde la perspectiva del inversor estos son los puntos clave:

- **Crecimiento estable de su negocio con un salto orgánico decisivo en 2022.** IFLEX ha crecido de forma orgánica a una TACC 2017 – 2022 del 14,4%, muy por encima del crecimiento a nivel global del sector packaging (TACC 2012 – 2021 del 2% según Bain Company). Que, cualitativamente, ha supuesto una validación del modelo de negocio y estrategia de IFLEX.  
  
El crecimiento histórico es también superior al esperado para el sector del packaging flexible en Europa para los próximos años (TACC 2021 – 2028e del 6,1%).
- **Una gama de productos amplia que elude la comoditización:** IFLEX dispone de soluciones de impresión sobre un amplio abanico de productos, como bolsas, sachets, sticks, tapas, doypacks, sleeves, etiquetas envolventes, soluciones de papel, reciclables y compostables.
- **Exposición a mercados anticíclicos/defensivos:** la exposición al sector de alimentación no discrecional y al sector farma “concede” un perfil resiliente a IFLEX (puesto en práctica y probado en 2020). En 2022, el 60,1% de las ventas procedieron de la línea de negocio de alimentación y el 19,6% de farma/cosmética.
- **Control de toda la cadena de valor de los proyectos:** desde el diseño hasta la entrega del film flexible en sus instalaciones, reduciendo costes y plazos. Lo que implica cierto potencial objetivo de mejora de márgenes a medio y largo plazo. El salto en rentabilidad logrado en 2022 sitúa a IFLEX con un margen EBITDA Rec. (12,5%) en línea o superior al de tres de sus comparables cotizados: Amcor (13,8%), Huhtamaki (12,7%) y Aluflexpack (9,3%). Pero lejos de Mondi (20%).
- **Sector muy competitivo y fragmentado:** el sector se encuentra muy fragmentado y existe una elevada competencia. Previsiblemente habrá una tendencia a la concentración en los próximos años (caldo de cultivo de M&A). La posición de IFLEX es óptima para aprovecharlo:
  - Porque su modelo de negocio integrado permite aprovechar opciones de crecimiento no orgánico en toda la cadena de valor.
  - Porque su posición financiera de partida es sana (DN 2023e: EUR 2,6Mn; DN/EBITDA Rec. 2023e 1,6x) a lo que se suma una expectativa de generación continuada de FCF positivo los próximos años.

Sobre el papel, la apuesta de ILFEX por la diversificación en la gama de productos, incluyendo soluciones reciclables y compostables (soluciones biodegradables), que reducen la contaminación y fomentan la sostenibilidad como “tecnología” ganadora en la transformación de la industria del plástico es correcta.

Y, desde nuestro punto de vista, encontramos dos razones que validan en sí mismas el modelo de negocio: (i) el crecimiento orgánico en ingresos de la compañía (14,4% TACC 2017-2022) y (ii) la capacidad ya probada de atraer capital (en la reciente ampliación de capital en la salida a BME Growth). Todo ello con un margen histórico del c.7% hasta 2022, año donde se logra un salto (tanto en ingresos y margen) hasta el 12,5% (EUR 1,7Mn).

Finalmente, IFLEX debe ser vista como un “beneficiado” del viento regulatorio favorable al reciclaje y la economía circular. Lo que en sí mismo es, quizá, el elemento más importante de su modelo de negocio. En la medida en que está claramente alineado con la tendencia de la regulación, especialmente en Europa. Lo que explicaría dos cosas:

- El “cambio de paso” en términos de crecimiento y rentabilidad visto en 2022.
- La expectativa de que el salto de escala de 2022 se consolide.

## E-commerce+digitalización+regulación pro-reciclaje y economía circular = Viento de cola. El sector packaging se acelera

En la última década, a nivel global el sector del packaging ha experimentado un crecimiento estable y moderado (TACC 2012 – 2021 del 2% según Bain Company), que se espera que se acelere sensiblemente en los próximos años (TACC 2021 – 2026 del 4%), gracias a la creciente importancia de la sostenibilidad y de la digitalización (según McKinsey). Estos drivers de crecimiento suponen tanto un reto como una oportunidad para las empresas del sector.

Es decir, el fuerte crecimiento de las compras online, el aumento de la regulación sobre los residuos plásticos (impulsando la economía circular) y la preocupación creciente de los consumidores por la sostenibilidad, están provocando un fuerte cambio en el sector. Cambios a los que las compañías tendrán que adaptar sus modelos de negocio.

Por último, a estos retos sectoriales hay que sumar las presiones macro de los últimos años: (i) la pandemia provocó un giro drástico en los hábitos de consumo de unos productos, y migración a otros, (ii) la guerra de Ucrania disparó el precio del gas y la electricidad y (iii) los costes del transporte marítimo aumentaron de forma muy significativa en 2021, manteniéndose en niveles elevados durante gran parte de 2022. A pesar de esto, el sector ha seguido desarrollándose en todos sus segmentos de aplicación (industrial, gran consumo, alimentación...).

### La sostenibilidad y transformación digital, dos mega tendencias en el sector del packaging (USD 1.230Bn de tamaño de mercado en 2026)

De acuerdo con Bain Company, el mercado global del packaging se espera que alcance los USD 1.230Bn en 2026 (vs USD 839Bn en 2012; c.+45%), donde los materiales con mayor cuota de mercado (siguiendo la tendencia histórica) serán: papel rígido (35% del mercado vs 33% en 2021) que se espera que crezca a una TACC 2021 - 2026 del 5% (vs TACC 2012 - 2021 del 2%), plástico rígido (21%, igual que en 2021) que se estima un crecimiento del 4% (vs 3%) y plástico flexible (17% vs 16% en 2021), que se estima también un crecimiento del 4% (vs 3%).

**Gráfico 8. Mercado global del packaging**



Fuente: Bain Company.

El sector está inmerso en el periodo más disruptivo de las últimas décadas (que se inició en el año 2020) según la consultora McKinsey. Y como hemos dicho anteriormente, las mega tendencias que están provocando este fuerte cambio son la sostenibilidad y la transformación digital. Dentro de las cuales, podemos identificar las siguientes tendencias que marcarán los pasos de la industria los próximos años:

- 1. Comercio electrónico:** el crecimiento del e-commerce se está acelerando en algunos sectores, como en alimentación. Lo que ha provocado un cambio en los requerimientos del packaging, demandando unos mayores estándares de resistencia y de envases adaptados al comercio electrónico (listos para enviar). Y que ha favorecido a los envases flexibles, cajas de cartón, otros envases protectores y a aquellos envases que cumplan con las necesidades de las tecnologías de almacenamiento totalmente automatizadas.

**2. Cambio en las preferencias de los consumidores:** (i) prioridad por una experiencia de consumo más rápida y sencilla, lo que requiere de un packaging fácil de abrir, “listo” para comer/consumir..., (ii) los consumidores quieren más variedad de opciones y nivel de personalización, (iii) preferencia por los productos locales, (iv) mayor preocupación por la salud y bienestar entre los consumidores y (v) un aumento de la concienciación respecto al precio.

**3. Aumento de los requerimientos de sostenibilidad:** (i) los consumidores cada vez demandan más que las compañías del sector tengan objetivos en el ámbito de la sostenibilidad y que desarrollen acciones reales para lograrlos (según una encuesta global de McKinsey en 2022, el 75% de las empresas han asumido compromisos con el packaging sostenible), (ii) respecto a la cadena de valor, están apareciendo nuevos modelos de negocio como el reciclaje/reutilización de los materiales (por ejemplo, lograr una economía de plásticos “circular”, que gradualmente sustituya a los plásticos de origen fósil), empujados por una regulación que se globaliza.

Los compromisos de sostenibilidad a nivel global representan USD 1Tr de gasto anual a nivel mundial según McKinsey. Centrándose en: (i) una reciclabilidad total, (ii) la reducción de plásticos y (iii) la innovación en relación con los materiales empleados.

**4. Digitalización/Internet de las cosas (IoT).** La integración tecnológica y el uso de nuevas tecnologías van a permitir aumentar la creación de valor para los consumidores y generar nuevas oportunidades de negocio. Por ejemplo, va a cambiar la forma de interactuar con los envases, al ser usado como plataforma de información y mensaje de marca, a través de diferentes tecnologías que facilitan la interacción (por ejemplo, códigos QR, RFID y NFC). La consultora Smithers, estima que el mercado global de packaging inteligente alcance los USD 2,5Bn en 2025, con un crecimiento anual medio del 13,3% desde 2020.

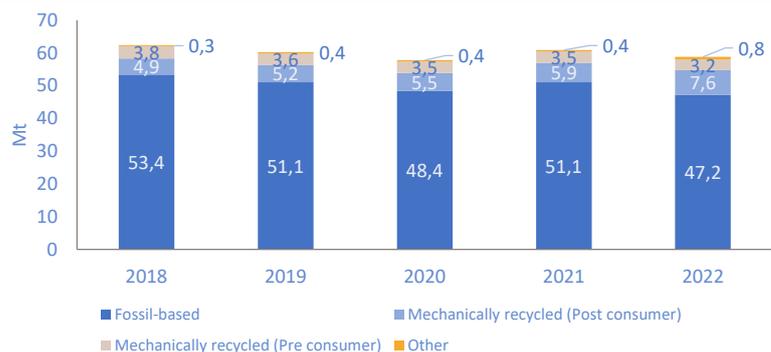
En definitiva, los drivers de crecimiento del sector son: (i) mayor demanda por lo sencillo/cómodo, (ii) crecimiento del e-commerce, (iii) customización y oportunidad de marca, y (iv) sostenibilidad. Es decir, las empresas del sector deben de hacerse varias preguntas críticas: ¿cuáles son las tendencias que van a afectar/cambiar el sector en los próximos años? ¿qué productos tienen más riesgo regulatorio o por patrón de consumo? ¿qué innovación y disrupción persiguen? y, por último, ¿cuáles son las oportunidades de crecimiento en materia de sostenibilidad y circularidad en la cadena de valor?

**Los envases reutilizables: la clave para conseguir una economía circular**

Como se ha mencionado anteriormente, uno de los objetivos del sector de packaging es conseguir una economía circular, incluyendo soluciones de reutilización en toda la cadena de valor, para lograr reducir la emisión de gases invernadero y la cantidad de envases usados.

Si miramos la evolución de la producción de plásticos de origen fósil a nivel mundial, vemos que se han situado en 339,4Mt (millones de toneladas), 90,5% sobre la producción total de plásticos en 2022 (vs 362,3Mt, 92% sobre el total en 2018) según Plastics Europe. Siendo China el principal productor de plásticos a nivel mundial. En Europa, los plásticos fósiles han pasado de 53,4Mt (86% sobre la producción total) en 2018 a 47,2Mt (80%) en 2022.

**Gráfico 9. Producción de plásticos europea 2022 en Mt**



Fuente: Plastics Europe.

Algunas de las principales barreras a las que se enfrenta la escalabilidad de los envases reutilizables (y, por ende el sector) son: (i) una logística compleja, (ii) incremento de los costes, (iii) la estandarización del packaging puede suponer un conflicto de diferenciación para las marcas, (iv) la diversidad de materiales existentes en los residuos plásticos (debido a las múltiples adaptaciones a las diferentes necesidades sectoriales), que aumenta la complejidad de los procesos de reciclado y (v) la inversión necesaria en mano de obra para la recogida y lavado de los envases/embalajes.

Aunque el grado de adopción del packaging reutilizable dependerá también de aceleradores como: (i) la regulación, (ii) la demanda de los consumidores, (iii) la estandarización en la industria del packaging para lograr efectos de red, (iv) la innovación y (v) la optimización de la logística.

Destacar, que IFLEX cuenta con una gama de productos compostables con base vegetal o celulósica, así como reciclables, disponibles en distintas estructuras (monolámina o multilámina), siempre en mono-materiales para aumentar la reciclabilidad.

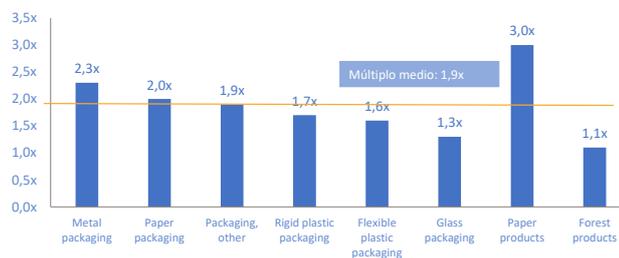
### Un sector intensivo en M&A gracias a su perfil resiliente (e incluso contra cíclico)

Respecto a la tendencia a nivel global de fusiones y adquisiciones en el sector, desde 2007 se ha producido más de 2.000 transacciones (según Bain Company). De las cuales 84 operaciones fueron de más de USD 1Bn y 11 de más de USD 5Bn. Destacando los subsectores de la alimentación envasada, cuidado del hogar e industria farmacéutica. El M&A se ha visto favorecido por el perfil resiliente del sector (incluso contra cíclico) visto durante la crisis financiera mundial y la pandemia. IFLEX realiza impresión en huecograbado para embalajes flexible en las industrias de alimentación, farma, cuidado del hogar... resaltando, por tanto, el perfil resiliente de la compañía al tener total exposición a estos sectores.

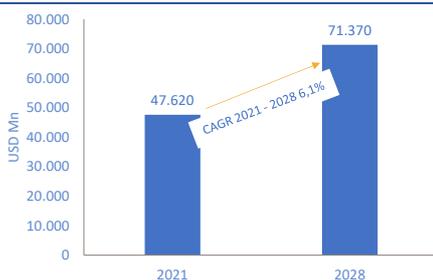
Dado que el mercado de packaging todavía está muy fragmentado, existe una gran capacidad para crecer vía M&A. Aunque dependiendo del tipo de material. Por ejemplo, metal y vidrio han alcanzado un nivel razonable de consolidación, mientras que el plástico se encuentra a medio camino y el papel ofrece la mayor oportunidad al estar menos consolidado.

Adicionalmente, si nos fijamos en los múltiplos medios que se han pagado en las operaciones de M&A sobre capital empleado según Bain Company, vemos que el subsector con el múltiplo más elevado es productos de papel (3,0x). Además, según BDO el múltiplo medio EV/EBITDA de las operaciones de M&A del sector entre 2018 – 2022 ha sido de 8,3x con un valor medio de 517Mn de libras.

**Gráfico 10. Múltiplos medios de las operaciones de envasado y productos de papel sobre el capital invertido por subindustria, 2010-2022**



**Gráfico 11. Mercado europeo de envase flexible**



Fuente: Report Ocean

Fuente: Bain Company.

### Mercado europeo de packaging: el objetivo es lograr una economía circular

En Europa, la transición hacia una economía de plásticos circular requerirá, tanto en el corto como en el largo plazo, de fuertes inversiones (que involucran tanto a actores privados como públicos) en nuevas infraestructuras, modelos de negocio, innovaciones tecnológicas... que Deloitte estima de EUR 235Bn hasta 2050. Además de necesitar una regulación y política de incentivos que impulsen esta transición.

El mercado de envases flexibles en Europa se estima que pase de USD 47.620Mn en 2021 a USD 71.370Mn en 2028 (TACC 2021 – 2028 del 6,1%) según Report Ocean. Este crecimiento vendrá impulsado por el aumento de la demanda en varias industrias como alimentos, bebidas, farmacia, cosméticos y cuidado personal (IFLEX tienen exposición a todas estas industrias).

Algunas de las medidas más inmediatas y necesarias son la asociación entre los diferentes participantes de la cadena de valor (productos de plásticos y de envases, empresas de impresión, gestores de residuos...), la inversión en nuevas tecnologías y el aumento de la colaboración para acelerar el desarrollo de estas.

Si miramos más detenidamente el sector del plástico, desde una perspectiva más amplia (fabricantes de plásticos, transformadores, fabricantes de maquinaria, empresas de residuos...), vemos que en 2022 generó un volumen de negocio de EUR 400Bn en Europa según Plastics Europe. Y que emplea a 1,5Mn de personas en 52.000 empresas. Es decir, un sector de suma importancia en el ámbito europeo. Algunas grandes compañías en Europa del sector packaging son Huhtamaki, Stora Enso, SCA, Aluflexpack, Mondi...

**Tabla 4. Volumen de negocio sector del packaging España 2021**

EUR Mn	
Maquinaria de envase y embalaje	3.942
Sistemas de etiquetaje, codificación y marcaje	2.405
Madera	2.065
Papel y cartón	9.044
Plástico	7.502
Metálicos	2.621
Vidrio	1.897
Tapones corcho	264
Otros	10
<b>Total</b>	<b>29.750</b>

Fuente: Hispack 2022

Poniendo el foco en España, según el informe Hispack 2022, la industria española del packaging estaría formada por 3.180 empresas, de las cuales 1.327 son de menos de 10 empleados. Y que a cierre de 2021 representaban el 2,65% del PIB español (EUR 29.750Mn).

Los subsectores más relevantes (en función del número de empresas y facturación en 2021) serían: (i) fabricantes de envases y materiales de envase de plástico (737 empresas y EUR 7.502Mn), (ii) empresas de papel y cartón (660 empresas y EUR 9.043Mn), (iii) empresas de maquinaria de envase y embalaje (634 y EUR 3.942Mn), y (iv) empresas de madera (631 y EUR 2.065Mn).

### Un marco regulatorio orientado a impulsar la economía circular

La Comisión Europea ha elaborado un plan de acción para fomentar la nueva economía circular. El cual incluye iniciativas a lo largo de todo el ciclo de vida de los productos, que van desde la producción y el consumo a la gestión de residuos y el mercado de materias primas secundarias.

Por ejemplo, la Directiva Europea (EU) 2019/904 sobre plásticos de un solo uso, tiene el objetivo de reducir y prevenir el impacto en el medio ambiente de los plásticos, promoviendo la transición a una economía circular. Esta directiva prohíbe la comercialización de diversos productos elaborados con poliestireno expandido y de productos elaborados con plásticos oxodegradables. Además, determinados productos de plástico desechables introducidos en el mercado deben llevar una marca visible, claramente legible e indeleble en su envase.

La misma directiva establece un objetivo de reciclado del 90% de las botellas de plástico (2029) y establece un requisito de un contenido mínimo de plásticos reciclados del 25% en la producción de botellas de PET (2025) y del 30% (2030) para el total de las botellas.

Otra norma relevante es la Directiva (UE) 2018/852, que entró en vigor en julio de 2018, y que establece objetivos muy concretos para los países miembros. Esta directiva sostiene que, para el 31 de diciembre de 2025, debe reciclarse, como mínimo el 65% en peso de todos los residuos de envases.

Por último, en España se ha implantado un impuesto sobre envases de plástico no reutilizables con un tipo impositivo de 0,45 euros por kg de envases de plástico no reciclado. Este impuesto es aplicable a la fabricación, importación y adquisición intracomunitaria de envases de plástico no reutilizables para su uso final dentro del territorio español.

En definitiva, podemos decir que el ámbito regulatorio puede suponer un riesgo para aquellas compañías que no estén asumiendo la sostenibilidad (y todo lo que conlleva) como eje de crecimiento a largo plazo, o un impulsor para las compañías que sí estén adaptando sus modelos de negocio a los nuevos requisitos regulatorios y de mercado.

### En definitiva, una “revolución” provocada por dos mega tendencias: la sostenibilidad y el comercio electrónico. Y que es impulsada por el regulador.

El sector del packaging se enfrenta a su momento más disruptivo de las últimas décadas, por razones sectoriales (regulación, innovaciones, cambio en los hábitos de consumo, e-commerce...) que se han visto acentuadas por la situación macroeconómica de los últimos años (fricciones políticas, fluctuaciones en los mercados, tensiones en la cadena de suministros...). Aunque lo que está claro (y es inevitable) es que las compañías van a tener que adaptar sus modelos de negocio a los nuevos (y crecientes) requerimientos regulatorios y de mercado sobre la sostenibilidad, con el objetivo de lograr una economía circular, que involucre a todos los actores de la cadena de valor.

Desde el punto de vista del sector, las principales tendencias que marcarán su evolución son: (i) el crecimiento del e-commerce, (ii) prioridad por una experiencia de consumo más rápida y sencilla, lo que requiere de un packaging fácil de abrir, (iii) el “empuje” desde el lado regulatorio como desde los consumidores por productos/materiales más sostenibles y (iv) un uso del packaging como plataforma de comunicación con el cliente.

Es decir, hay un claro y decidido empuje del sector público (sobre todo en Europa) en fomentar la penetración de los plásticos reciclados en la industria, con el objetivo de abordar la acumulación de residuos plásticos en el medioambiente y de esta forma, fomentar la economía circular. Y, por ende, aquellas compañías que hayan o estén adaptando sus modelos de negocio a las nuevas tendencias se verán favorecidas por esta “revolución”.

¿Y qué papel juega IFLEX? En nuestra opinión, IFLEX cuenta con una exposición total a las industrias que empujarán el crecimiento del sector, es decir, alimentos, bebidas, farmacia, cosméticos y cuidado personal. Y, por tanto, está en una posición teórica óptima para poder aprovechar ese impulso sectorial (TACC 2021 – 2028 del 6,1% del sector del packaging flexible en Europa). Posición que además se vería reforzada por: (i) una oferta de productos reciclables y compostables, que cuentan con el “viento a favor” de la regulación y (ii) una estrategia de integración vertical, que le permite controlar el ciclo productivo “asegurando” un mayor estándar de calidad, mayor flexibilidad a las peticiones de los clientes y aspirar a reducciones de costes.

## Consolidación del salto en ingresos y rentabilidad logrado en 2022. Ingresos (+4,4% TACC 2022 – 2025e)

Su apuesta por soluciones de impresión sobre un amplio abanico de productos (entre las que se incluyen soluciones de papel, reciclables y compostables), en línea con la regulación y demanda de consumidores, ha permitido a IFLEX generar un crecimiento de un dígito medio/alto, hasta alcanzar los EUR 9,2Mn en 2021 (7,2% TACC 2017 – 2021). Un nivel de crecimiento “ajeno” a la evolución económica (+13% en ingresos 2020). Y que resalta el carácter anticíclico/defensivo de la compañía. Todo ello con un margen de c.7% (2017 – 2021).

### Gran “salto” de tamaño en ingresos y en rentabilidad en 2022 (+48% en ingresos y 5,5p.p. en EBITDA Recurrente), y conseguido sin M&A.

El salto de tamaño de IFLEX (solo vía crecimiento orgánico) tiene lugar en 2022, llegando a los EUR 13,7Mn en ingresos (+48% vs 2021), gracias tanto a la captación de nuevos clientes como al crecimiento en volumen en clientes existentes. Algunos de los cuales incrementan sus pedidos por encima del +50% vs 2021 (llegando a “doblar” en casos puntuales).

Este fuerte crecimiento se concentró en los dos principales mercados de la compañía: España y Francia (donde espera reforzar su posición). Y afectó a sus tres líneas de negocio: (i) alimentación, que alcanzó unas ventas de EUR 8,2Mn (+42% vs 2021), (ii) farmacia/ cosmética creció hasta los EUR 2,7Mn (+41%) y (iii) otros sectores, que se situó en EUR 2,8Mn (+85%).

El EBITDA Rec. 2022 alcanzó los EUR 1,7Mn (12,5% vs 7,0% en 2021), gracias a una reducción del peso de los costes de estructura en un contexto de fuerte crecimiento de ingresos.

Lo ocurrido valida la estrategia de integración vertical de la compañía, donde el control de la calidad es clave para crecer sobre una base de clientes ya existentes, como muestran los resultados logrados en 2022.

Durante los primeros nueve meses de 2023, IFLEX no solo ha mantenido los niveles de ventas de 2022, sino que ha crecido ligeramente hasta los EUR 10,9Mn (vs EUR 10,7Mn 9m22). Es decir, en 2023e prácticamente no crece, pero consolida el salto orgánico de 2022.

Por tanto, IFLEX es una historia de crecimiento sostenido de un dígito medio/alto (2017-2021) y un fortísimo salto de tamaño (orgánico) en 2022, que se consolida en 2023. Llegados a este punto, las preguntas claves son: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico del negocio? ¿Qué niveles de rentabilidad podría alcanzar? ¿Cuál es su capacidad de generación de caja?

### Consolidación del salto de escala orgánico (en ingresos y rentabilidad) de 2022 (4,4% TACC 2022 – 2025e) ...

El escenario que hemos planteado para los años 2023e-2025e contempla un crecimiento orgánico de los ingresos hasta los EUR 15,5Mn en 2025e. ¿Cuáles son las principales palancas para obtener este crecimiento? Por línea de negocio:

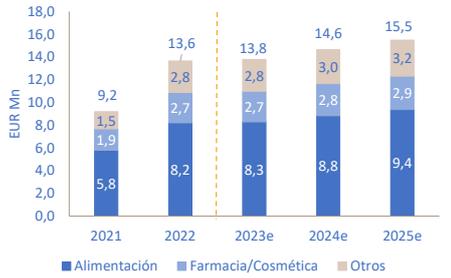
- 1. Alimentación:** estimamos un crecimiento de apenas un 1% para 2023e, consolidando el fuerte salto en tamaño en 2022. Para 2024e y 2025e, estimamos una aceleración del crecimiento con tasas del 6,5% y 6,2% respectivamente (en línea con el histórico y con el crecimiento esperado para el sector del embalaje flexible en Europa, TACC 2021 – 2028e del 6,1%). Los principales drivers de crecimiento son: (i) el crecimiento en nuevos clientes en geografías en las que la compañía ya está presente (principalmente en Francia) debido a la amplitud del mercado y variedad de productos y (ii) crecimiento del volumen de negocio en clientes ya existentes.

Este crecimiento al igual que en las demás líneas de negocio se verá impulsado por los fondos obtenidos en la salida a BME Growth en noviembre de 2023 (ampliación de capital de EUR 1,8Mn). Esperamos que se alcance un nivel de ingresos de EUR 9,4Mn en 2025e (+4,5% TACC 2022 – 2025e). El peso de esta línea de negocio en el mix se mantendrá en el 60%.

**Gráfico 12. Evolución de ingresos totales (4,4% TACC 2022 – 2025e)**

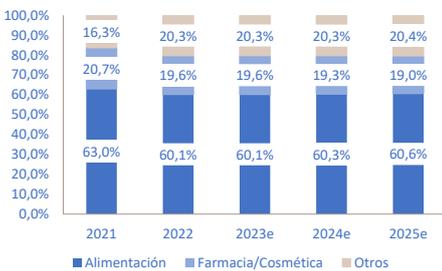


**Gráfico 13. Evolución de ingresos por línea de negocio**



Nota: no se incluye en el histórico otros ingresos de explotación.

**Gráfico 14. Evolución del mix de negocio**



2. **Farmacia/Cosmética:** en esta línea de negocio también estimamos un crecimiento de c.1% para 2023e. Y que se acelere ligeramente en los próximos años, alcanzando unas ventas de EUR 2,9Mn en 2025e (+3,3% TACC 2022 – 2025e). El crecimiento estimado es inferior porque la tipología de cliente es diferente (pedidos más pequeños con márgenes inferiores), por lo que consideramos que el foco de crecimiento se centrará en las otras líneas de negocio. El peso de farmacia/cosmética se reduciría ligeramente hasta el 19,0% en 2025e (vs 19,6% en 2022).

3. **Otros (droguería, insecticidas, limpieza del hogar...):** al igual que en las otras líneas de negocio no estimamos prácticamente crecimiento en 2023e (+1% vs 2022). Aunque estimamos que en los próximos años se alcancen tasas del 6,5% - 6,0% (en línea con el histórico), hasta alcanzar unos ingresos de EUR 3,2Mn en 2025e (vs EUR 2,8Mn en 2022). El peso en el mix se mantiene (20% 2025e).

En definitiva, crecimiento de un dígito en todas las líneas de negocio de la compañía. En línea con el crecimiento esperado para el sector del embalaje flexible en Europa (6,1% TACC 2021 – 2028e). El mix de ingresos se mantendría estable durante todo el periodo proyectado.

Lo que subyace tras estos números es la estrategia de la compañía y que pivotaría sobre:

- Consolidación del fuerte salto de escala orgánico logrado en el año 2022, y aceleración del crecimiento en 2024e y 2025e. Es decir, parte del equity story de la compañía es crecer orgánicamente sobre la base de ingresos 2022.
- Crecimiento internacional con foco en los mercados en los que la compañía ya tiene presencia (eludiendo el riesgo asociado a cualquier expansión geográfica). Francia es el principal mercado de crecimiento internacional para los próximos años.
- Con la maquinaria actual, estimamos que IFLEX tiene hoy capacidad de producción para generar c.EUR 20Mn de ingresos. Por lo que estaría c.32% por debajo de su capacidad. Con espacio para crecer sin realizar fuertes inversiones en maquinaria.

**... con una ligera mejora del margen EBITDA Recurrente hasta el 13,3% en 2025e**

Para 2023e proyectamos que mejore ligeramente el margen bruto hasta el 43,8% (vs 43,5% en 2022) como consecuencia de unos menores costes asociados a la compra de materiales y energía, y a la capacidad de la compañía de repercutir parte del incremento en costes a los clientes (con cierto retraso en el tiempo). Esperamos un margen bruto del 44,5% en 2025e.

Por otro lado, estimamos un incremento de los gastos de estructura hasta los EUR 4,4Mn (+5,0% vs 2022), derivados de un gasto de personal de EUR 2,3Mn (+10% vs 2022, 17,0% s/ventas 2023e), relacionados con mano de obra indirecta y EUR 2,1Mn de otros costes de explotación (15% s/ventas). Parte del incremento de gastos de personal estimado se debe al incremento de la plantilla de producción y comercial (de ahí la caída en margen en 2023e). Además, de un impacto de c.EUR 0,2Mn de costes extraordinarios por la salida a BME Growth.

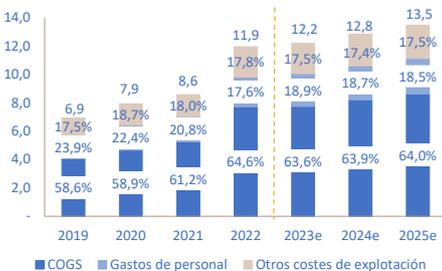
Para los años 2024e y 2025e, nuestras estimaciones asumen una mejora ligera del margen EBITDA Recurrente hasta alcanzar un 13,3%. Que junto con la consolidación del salto de escala logrado en 2022 es uno de los pilares del equity story de IFLEX: confirmar el salto en rentabilidad que le permita mejorar la generación de caja y, por tanto, repartir anualmente un dividendo. Una mejora de márgenes explicada esencialmente por:

- La capacidad de IFLEX de mejorar el margen bruto (44,5% en 2025e) hasta niveles más cercanos al periodo 2018 – 2020 (margen medio del 46%).
- Una reducción del peso de los costes de estructura. Durante el periodo 2023e – 2025e esperamos que pasen del 32,2% (excluyendo los gastos extraordinarios de salida a BME Growth) al 31,2% s/ventas.

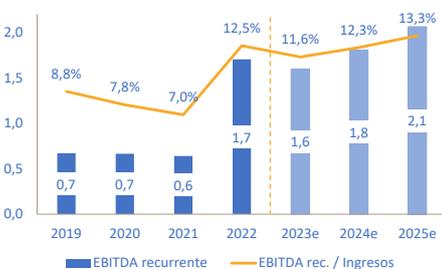
**ROCE vs WACC: 2022 punto de inflexión en la creación de valor**

Si analizamos el retorno sobre el capital empleado (excluyendo el inmovilizado financiero), el año 2022 marca un punto de inflexión: ROCE 14,8% vs 2,2% en 2021. Que aumentaría hasta el 19,6% en 2025e (solo vía crecimiento orgánico). Explicado por el tipo de negocio, poco intensivo en CAPEX (al poder crecer con la capacidad instalada) y por el fuerte salto en ingresos y márgenes.

**Gráfico 15. Estructura de costes**



**Gráfico 16. Evolución EBITDA Recurrente**



Si asumimos una WACC del 8,3% (Ver página 22) la compañía habría generado un ROCE por encima del coste de capital por primera vez en 2022. Tendencia que esperamos se mantengan en un diferencial de +5p.p., por lo que el margen para incrementar inversión, y garantizar así una posición competitiva óptima, es muy amplio. Lo que hace creíble el modelo de negocio y vuelve a incidir en la idea de “bajo riesgo” de IFLEX.

La caída del ROCE en 2023e se debe principalmente al efecto de la ampliación de capital realizada a finales de noviembre de 2023e para la salida a BME Growth y la caída del margen.

**Tabla 5. Evolución del retorno sobre el capital empleado**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROCE	3,3%	3,7%	3,2%	2,2%	14,8%	13,0%	17,2%	19,6%

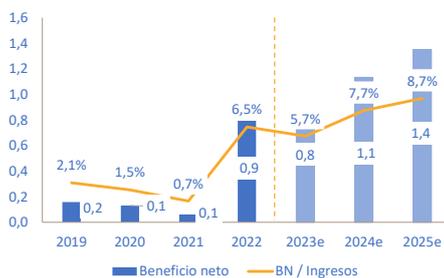
**Con capacidad contrastada de generar BN positivo (desde 2017). Estimamos EUR 1,4Mn de BN 2025e**

Por debajo de la línea de EBITDA, destacamos:

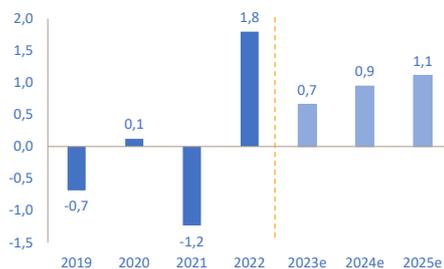
- 1. Amortización.** Estimamos un gastos de amortización constante de EUR 0,3Mn para el periodo proyectado. Es decir, no estimamos hasta 2025e, que la compañía requiera de CAPEX de expansión (la capacidad utilizada hoy es del 68%).
- 2. Gasto financiero:** Estimamos un endeudamiento decreciente, siempre por debajo de 2x DN/EBITDA (c.3x 2022). Con muy bajo impacto por gastos financieros. Parte de la ampliación de capital de la salida a bolsa se destinará a reducir la deuda a corto plazo.

El Beneficio Neto estimado para 2023e es de EUR 0,8Mn (5,7% s/ventas). Para 2024e y 2025e proyectamos un Beneficio Neto de EUR 1,1Mn (7,7% s/ventas) y EUR 1,4Mn (8,7% s/ventas).

**Gráfico 17. Evolución beneficio neto**



**Gráfico 18. Evolución de FCF Recurrente**



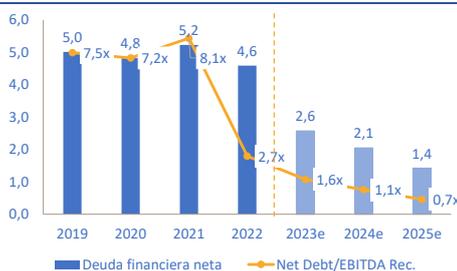
**Y una generación de FCF Recurrente medio de EUR 0,9Mn por la mejora en EBITDA...**

Ratio de circulante del 19,8% s/ingresos 2022. Las partidas más relevantes son: (i) clientes EUR 2,6Mn (19% s/ventas), (ii) existencias EUR 2,3Mn (17% s/ventas) y (iii) proveedores EUR 1,9Mn (14% s/ventas). Para 2023e - 2025e estimamos la misma ratio de circulante: c.60 días de periodo de cobro, c.108 días de inventario y c.60 días de pago a proveedores.

Estimamos un CAPEX medio (2023e – 2025e) cercano a c.EUR 0,5Mn (ligeramente superior a 2022) y CAPEX/Ventas c.3%. Dado que la capacidad utilizada es baja (68%), no estimamos CAPEX de expansión para los próximos tres años.

Nuestro escenario central recoge una generación de FCF Recurrente positivo en 2023e de EUR 0,7Mn (41% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 6,9%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 1,1Mn en 2025e (54% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 2025e 11,6%).

**Gráfico 19. Deuda financiera neta**



**... reduciendo la deuda neta hasta EUR 1,4Mn en 2025e (DN/EBITDA Rec. 0,7x)**

A cierre de 2022, la deuda neta de IFLEX se situó en EUR 4,6Mn (DN/EBITDA Rec. 2,7x) y en el 1S23 en EUR 5,0Mn (el grueso con entidades de crédito).

El apalancamiento se irá reduciendo progresivamente gracias a la generación de caja estimada y a los fondos obtenidos en la salida a BME Growth (DN 2023e: EUR 2,6Mn). De cumplirse nuestras estimaciones la deuda neta en 2024e y 2025e se situaría en EUR 2,1Mn (DN/EBITDA Rec. 1,1x) y EUR 1,4Mn (DN/EBITDA Rec. 0,7x), respectivamente.

**Con un pay-out objetivo del 20% - 60%. Dividend yield del 5,9% en 2024e**

La política de dividendos de IFLEX depende de su política de inversiones. En los años que deba realizar inversiones importantes en CAPEX, habría un pay-out máximo del 20%. En el caso de no haber inversiones importantes en CAPEX, el pay-out alcanzaría hasta el 60%.

El 30 de junio de 2023, IFLEX acordó aplicar el 50% del resultado del ejercicio 2022 a reparto de dividendos, pagadero en metálico en dos tramos de EUR 0,2Mn cada uno (a pagar antes del 30 de noviembre de 2023 y 29 de febrero de 2024, respectivamente).

Para el resto del periodo proyectado estimamos también un pay-out del 50%. El dividend yield de 2024e y 2025e se situaría en el 5,9% y 7,1% respectivamente. A diferencia del común de las micro caps, en el caso de IFLEX el dividendo y la sostenibilidad de altos niveles de pay-out sí forma parte de su equity story y condiciona su estrategia. Lo que *de facto* (una gestión orientada al dividendo) conlleva un modelo de negocio de bajo riesgo (operativo y financiero).

**En definitiva, consolidación del salto de escala de 2022, con una moderada aceleración del crecimiento en 2024e y 2025e. Y generación estable de FCF positivo.**

Podemos concluir, que la “foto” es la de una compañía en un sector en plena transformación (e-commerce, sostenibilidad, cambio en los hábitos de consumo, regulación) con un crecimiento esperado del sector en Europa del 6,1% TACC 2021 - 2028e. Y que presenta argumentos creíbles para mantener el crecimiento orgánico y el salto en rentabilidad alcanzados en 2022, permitiendo a la compañía aspirar a una política de dividendo ambiciosa. Nuestra idea de la compañía pivota sobre:

- Crecimiento en ingresos hasta los EUR 15,5Mn en 2025e (4,4% TACC 2022 – 2025e), consolidando el salto de escala de 2022, acelerando el crecimiento en 2024e y 2025e con tasa anuales de c.6% (en línea con el crecimiento histórico visto entre 2017 – 2021) gracias a: (i) amplio abanico de soluciones de impresión de embalaje flexible, incluyendo productos compostables (biodegradables), así como reciclables, que cuentan con el “viento a favor de la regulación”, preferencias de los consumidores e inversores (afinidad del mercado por inversiones que cumplan con criterios ESG) (ii) una estrategia de crecimiento en los países en los que actualmente ya tiene presencia, principalmente Francia , y manteniendo a España como mercado de referencia y (iii) exposición a sectores como alimentación, con una enorme amplitud, variedad de productos y carácter anticíclico.

Es decir, una cartera de productos/servicios diversificada con productos biodegradables y reciclables y una estrategia de diversificación geográfica, lo que lo que necesariamente conlleva un modelo de negocio de menor riesgo.

- Capacidad para mejorar el EBITDA Rec. hasta el 13,3% (vs 12,5% en 2022) en 2025e (6,6% TACC 2022 – 2025e), gracias a la mejora del margen bruto y la reducción del peso de los costes de estructura.
- Con un FCF Recurrente medio durante 2023e – 2025e de EUR 0,9Mn. Donde pensamos que será clave: (i) la gestión del capital circulante, y ii) adecuar las necesidades de CAPEX al crecimiento de la compañía, pero evitando el riesgo de la obsolescencia de su maquinaria.
- Una posición de balance reforzada por la salida a BME Growth, obteniendo unos fondos de EUR 1,8Mn, que serán empleados para reducir la deuda a corto plazo e impulsar el crecimiento los próximos años. La deuda neta se irá reduciendo durante el periodo proyectado hasta los EUR 1,4Mn en 2025e (DN/EBITDA Recurrente 0,7x).
- Pay-out del 20% - 60%, pero siempre vinculado a la necesidades reales del negocio (CAPEX). Reduciendo de esta forma el riesgo de negocio y el sobre endeudamiento que pudiera suponer un pay-out estable del 60% (también en años alto nivel de CAPEX). Dividend yield del 5,9% y 7,1% en 2024e y 2025e, respectivamente.

La única incógnita es en la evolución de los ingresos. Y esta incertidumbre ha sido mitigada sustancialmente por lo visto en 2023. En la medida en que el descomunal salto de escala de 2022 aparece como totalmente consolidado y (aparentemente) “fuera de peligro”. Lo que refuerza la idea de una compañía en la que el riesgo es bajo. También en lo que respecta a las estimaciones.

Fuera del ingreso, la cuenta de resultados es simple. No hay “sorpresas”. Y todo (márgenes, FCF positivo, dividendo...) se explica con facilidad a partir de los ingresos. Ya que tanto la estructura de costes como las salidas de caja por circulante o CAPEX, así como el servicio de la deuda son altamente predecibles. A día de hoy, lo que mejor define a IFLEX es su bajo riesgo en números.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,5	1,0	1,1	18,1			
<b>Market Cap</b>	<b>9,5</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>5,0</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,8%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>4,6%</b>	<b>5,0%</b>	
Risk free rate (rf)	2,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,1%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,0%</b>	<b>11,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,6%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,3%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,4%</b>	<b>9,2%</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	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
Amcor	AMCR-US	12.770,0	14,8	-1,6%	10,8	3,1%	1,4	0,0%	13,3%	5,2%	8,8%
Huhtamaki	HUH1V-FI	3.990,4	17,2	11,6%	9,0	6,4%	1,3	4,0%	14,0%	5,5%	-3,5%
Aluflexpack	AFP-CH	160,6	20,3	70,1%	5,2	17,1%	0,7	9,5%	12,7%	n.a.	n.a.
Mondi	MNDI-GB	8.582,1	17,0	14,4%	8,7	9,1%	1,4	3,5%	16,0%	4,1%	6,4%
<b>Packaging</b>			<b>17,3</b>	<b>23,6%</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9%</b>	<b>1,2</b>	<b>4,3%</b>	<b>14,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,9%</b>
IFLEX	IFLEX-ES	9,5	10,6	22,4%	9,1	21,2%	1,1	6,1%	10,2%	6,9%	55,1%

### 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	13,5%	2,0	7,3x
Central	12,3%	1,8	8,0x
Min	11,1%	1,6	8,9x

#### 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	2,7%	3,0%	3,3%					
2,0	1,2	1,1	1,1	➔	Max	12,2%	11,7%	11,3%
1,8	1,0	0,9	0,9		Central	10,3%	9,9%	9,4%
1,6	0,8	0,8	0,7		Min	8,5%	8,0%	7,6%

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- 1. Competencia y riesgo comercial.** La industria donde opera IFLEX se encuentra muy fragmentada, lo que puede suponer un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva o mayores recursos, que puede conllevar una reducción en la actividad.
- 2. Fluctuaciones en los costes de materias primas.** IFLEX repercute a sus clientes las subidas del precio de sus materias primas. Pero, las revisiones de precios de venta no se realizan de forma inmediata, con presión a la baja en los márgenes durante periodos continuados de subida de precio de sus materias primas (como el observado durante 2020 - 2021).
- 3. Alta concentración de la actividad en España.** Las ventas procedentes de la actividad generada en España supusieron c.77% en el 2022. Una ralentización en la economía española o del sector en España podría tener un impacto significativo en el negocio.
- 4. Disrupción tecnológica.** El negocio de IFLEX depende directamente de una maquinaria de impresión de huecograbado y del empleo de nuevos materiales, lo que se traduce en la necesidad de actualización del producto para hacer frente a su obsolescencia. Los cambios tecnológicos anticipados por los clientes pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de IFLEX a los mismos es en sí misma, un riesgo.
- 5. Gestión del capital circulante.** En 2022, la partida de clientes de balance ascendía a EUR 2,6Mn, el 19% s/ventas (vs EUR 3,3Mn en 2021; 36% s/ventas), de forma que, si los clientes experimentasen dificultades económicas o incumpliesen parcial o totalmente sus compromisos contractuales, el cobro de las facturas y efectos podrían verse afectado negativamente (impactando en la generación de FCF por consumo de capital circulante). Además, las existencias en 2022 ascendían a EUR 2,3Mn, el 17% s/ventas (vs EUR 1,8Mn en 2021; 20% s/ventas).
- 6. Bajas barreras de entrada que incentivan la competencia.** Las bajas barreras de entrada en el segmento en el que opera la compañía facilitan la entrada de competidores, "comoditizando" con cierta rapidez productos relativamente novedosos.
- 7. Una reducción de costes de estructura más lenta de lo esperado.** Nuestras estimaciones consideran una reducción de los costes fijos de estructura, hasta llevar el total (gastos de personal + otros costes de explotación) al 31,7% s/ingresos en 2024e (vs 33,6% promedio de 2021 - 2022). Mantener los gastos de estructura en el 33,6% reduciría el margen EBITDA rec. 2024e hasta el 10,4% (vs 12,3% estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA rec. 2024e estimado de c.16%.
- 8. Riesgo por cambios regulatorios.** Un riesgo inherente a la industria del packaging, donde los requisitos legales son cada vez más exigentes, tanto en Europa como en España. Un cambio en la normativa podría impactar en los procedimientos y rentabilidad de IFLEX, dando lugar a nuevas necesidades de CAPEX o que algunos productos queden obsoletos.
- 9. Riesgo financiero.** Estimamos que la compañía cierre 2023e con una deuda neta de EUR 2,6 Mn (1,6x DN/EBITDA). La moderación de ese nivel exige generar FCF positivo. Un repunte en los niveles de CAPEX o una menor rentabilidad operativa (EBITDA) de la esperada podrían devolver la deuda neta por encima de EUR 4Mn (el nivel visto hasta 2022) comprometiendo tanto el plan de inversión como la política de dividendos.

## Un consejo de administración (y accionariado) en manos de la familia Puig. Y con un tercio de consejeros independientes

**Tabla 6. Consejo de administración**

Name	Cargo	Carácter	Nombramiento
Avianna Consulting*	Consejero Delegado	Ejecutivo	04/05/2023
Inicatives Depal**	Consejero Delegado y Presidente	Ejecutivo	04/05/2023
Núria Puig Marcó	Vocal	Ejecutivo	27/10/2022
Genís Puig Oliveras	Vocal	Ejecutivo	27/10/2022
Genís Puig Solà	Vocal	Dominical	27/10/2022
Miquel Angel Bonachera Sierra	Vocal	Independiente	27/10/2022
Sergi Audivert Brugué	Vocal	Independiente	27/10/2022
Josep María Guinart Solà	Vocal	Independiente	27/10/2022
Josep Puig Vila	Vocal	Independiente	27/10/2022

(\*) Cuyo representante persona física es D. Pere Puig Oliveras. Esta compañía está controlada por D. Genís Puig Solà con el 99,98%.

(\*\*) Cuyo representante persona física es Josep María Puig Solà que posee el el 48,97% de la sociedad y Genís Puig Solà el 45%.

**Tabla 7. Estructura accionarial**

Nombre	Directa	Indirecta	Total
Avianna Consulting	29,1%		29,1%
Josep María Puig Solà	35,7%		35,7%
Genís Puig Solà	8,4%	29,1%	37,5%
Núria Puig Marco	1,8%		1,8%
Miquel Angel Bonachera Sierra	1,4%		1,4%
Sergi Audivert Brugué	1,4%		1,4%
Genís Puig Oliveras	0,4%	0,0%	0,4%
Pere Puig Oliveras	0,0%	0,0%	0,0%
Josep Puig Vila	0,6%		0,6%
Autocartera	1,2%		1,2%
Free Float	20,0%		20,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>29,1%</b>	

**Tabla 8. Principales directivos**

	Position
Josep María Puig Solà	Gerente
Pere Puig Oliveras	Director Financiero
Núria Puig Marco	Directora Comercial
Genís Puig Oliveras	Director Técnico de compras
Elisabet Rodríguez	Directora de operaciones

IFLEX se fundó hace más de 24 años (1998). El capital de la compañía está controlado por Josep María Puig Sola (35,7% del capital), cofundador, actual consejero delegado y presidente. Y por Genís Puig Sola (con un participación directa e indirecta del 37,5%), cofundador y consejero ejecutivo. IFLEX cotiza en BME Growth desde noviembre de 2023.

- **Un Consejo de Administración controlado por la familia Puig.** El Consejo de Administración de IFLEX está formado por 9 miembros, de los que dos (Josep María Puig Solà y Genís Puig Solà) tienen una posición relevante en el capital de la compañía (c.73,2%). El Consejo estará formado por un mínimo de tres y un máximo de doce miembros. De los 9 miembros: uno es dominical (Genís Puig Solà), cuatro ejecutivos (aunque todos ellos pertenecientes a la familia Puig y con participación en la compañía, por lo que son de naturaleza dominical) y otros 4 independientes (entre los que se encuentra Josep Puig Vila con naturaleza dominical *de facto*), además de un secretario y vicesecretario no consejeros. La duración del cargo de consejero está limitada a 6 años, pudiendo ser reeligidos sin límite de mandatos.

En definitiva, la composición del consejo de administración quedaría formado por seis miembros dominicales (Pere Puig Oliveras, Josep María Puig Solà, Núria Puig Marco, Genís Puig Oliveras, Genís Puig Solà y Josep Puig Vila) y tres miembros independientes (Miquel Angel Bonachera Sierra, Sergi Audivert Brugué y Josep María Guinart Solà).

- **Y plenamente involucrado en la gestión de la compañía,** con 4 de sus nueve miembros ejecutivos (aunque como hemos dicho anteriormente con naturaleza dominical). Entre los que encontramos a: Josep María Puig Solà (principal accionista y consejero delegado), Núria Puig Marco (directora comercial), Pere Puig Oliveras (director financiero) y Genís Puig Oliveras (director técnico de compras).
- **Baja presencia de independientes en las comisiones.** La Comisión de Auditoría está formada por Josep Puig Vila (independiente, aunque dominical *de facto*), Genís Puig Solà (dominical) y Josep María Guinart Solà (independiente). Lo que dificulta la independencia de la comisión.
- **Remuneración al Consejo de Administración.** En 2022, la remuneración del Consejo de Administración en su conjunto ascendió a EUR c.0,4Mn (18% s/gastos de personal) vs c.0,2Mn en 2021 (12% s/gastos de personal). A fecha de 30 de junio de 2023, los miembros del consejo han recibido en total EUR 25k brutos por su condición de consejeros y c.EUR 0,2Mn por el desempeño de otras funciones o la prestación de servicios profesionales. La remuneración máxima anual a percibir por todos los administradores/consejeros está compuesta por: (i) una asignación fija anual por las tareas de dirección y gerencia que será como máximo de EUR 0,5Mn de forma conjunta y (ii) una cantidad máxima conjunta en concepto de dietas de EUR 25K.
- **Cláusulas de blindaje:** a fecha de este informe, no existen cláusulas de garantía o blindaje de administradores o altos directivos para casos de extinción de sus contratos, despidos o cambio de control.
- **Política de reparto de dividendos:** En 2022, la compañía repartió un dividendo (dentro del plan de reorganización del balance para su salida a bolsa) de EUR 1,2Mn a la compañía Inicatives Depal S.L (controlada por la familia Puig), que en ese momento era la matriz de IFLEX. Además, en la junta del 30 de junio 2023 se acordó el reparto del 50% del resultado 2022, en total EUR 0,4Mn. Dicho dividendo será pagadero en efectivo en dos tramos de EUR 0,2Mn cada uno, en noviembre de 2023 y febrero de 2024, respectivamente.

La política de reparto de dividendos de IFLEX depende de su política de inversiones. Por un lado, en los años que deba realizar inversiones importantes en CAPEX, la política de dividendos quedará limitada a un pay out de un máximo del 20%. Por otro lado, si no hay inversiones importantes en CAPEX, el pay out se podría realizar hasta el 60%. Estimamos un pay out del 50% para los años 2024e y 2025e.

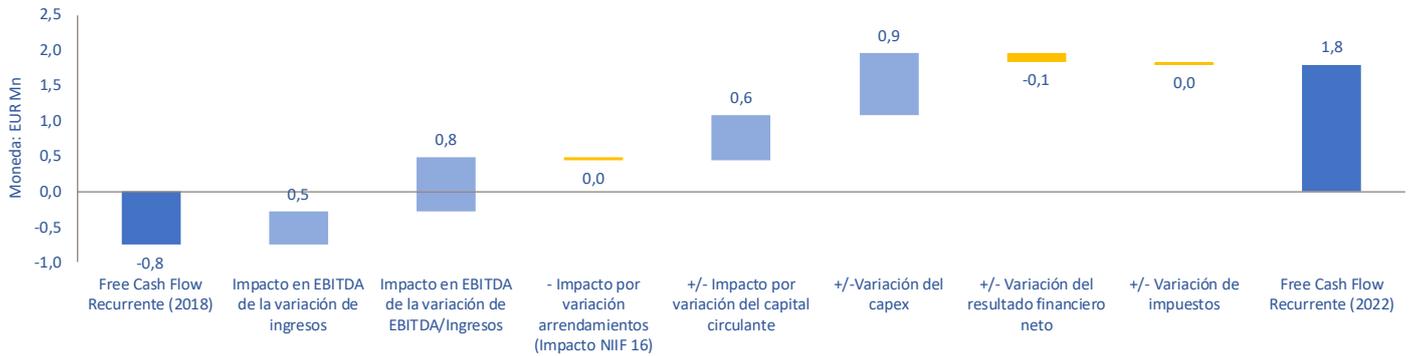
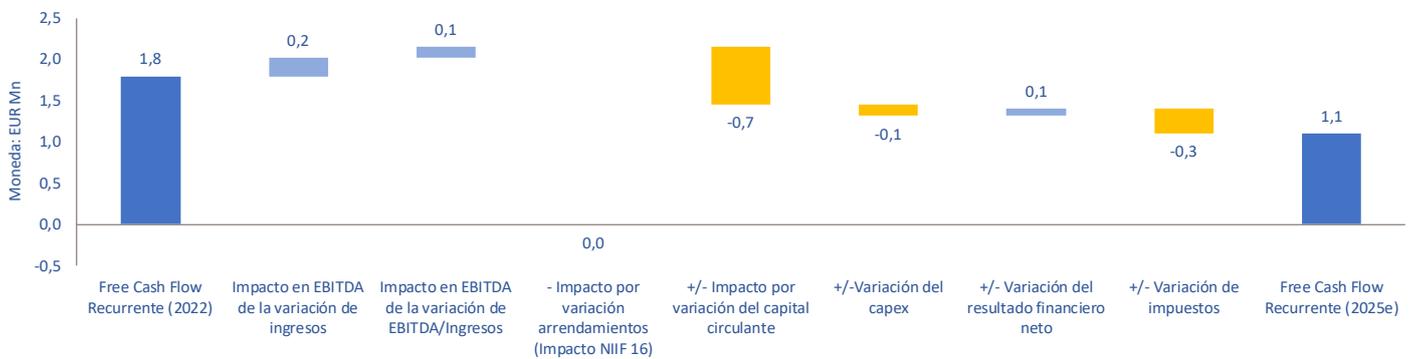
- **Transacciones con partes vinculadas:** No hay transacciones materiales con partes vinculadas con la “propiedad” en la contratación de proveedores/clientes. Ni tampoco en las decisiones de inversión de la compañía. Desde el cierre del 2022 hasta el 30 de junio de 2023 no existen operaciones vinculadas a excepción del contrato de préstamo (por importe de EUR 0,1Mn) formalizado entre IFLEX y Real Estate Beta (sociedad propiedad de la familia Puig).

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Inmovilizado material	4,7	4,6	4,8	4,1	3,9	4,1	4,2	4,3		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	2,7	3,3	3,3	5,2	4,9	5,0	5,2	5,5		
<b>Total activo</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>		
Patrimonio neto	1,9	2,1	2,2	2,0	1,8	4,1	4,8	5,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
Deuda financiera neta	4,5	5,0	4,8	5,2	4,6	2,6	2,1	1,4		
Pasivo circulante	1,3	1,1	1,3	2,0	2,2	2,2	2,3	2,5		
<b>Total pasivo</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</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>TACC</b>	
<b>Total Ingresos</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>13,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,7</b>	<b>15,5</b>	<b>17,4%</b>	<b>4,4%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>3,4%</i>	<i>5,4%</i>	<i>13,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>48,3%</i>	<i>1,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,0%</i>		
Coste de ventas	(3,9)	(4,1)	(4,7)	(5,2)	(7,7)	(7,7)	(8,2)	(8,6)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>15,9%</b>	<b>5,2%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>45,6%</i>	<i>46,6%</i>	<i>45,7%</i>	<i>43,1%</i>	<i>43,5%</i>	<i>43,8%</i>	<i>44,0%</i>	<i>44,5%</i>		
Gastos de personal	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(2,1)	(2,3)	(2,4)	(2,5)		
Otros costes de explotación	(1,2)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>38,4%</b>	<b>6,6%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>3,9%</i>	<i>44,0%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>165,8%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>6,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,3%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	(0,1)	(0,2)	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>36,9%</b>	<b>8,1%</b>
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
<b>EBIT</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>48,0%</b>	<b>11,0%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-19,1%</i>	<i>29,6%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-29,5%</i>	<i>503,4%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>37,2%</i>	<i>17,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,2%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>74,0%</b>	<b>14,8%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-40,9%</i>	<i>89,7%</i>	<i>-18,7%</i>	<i>-54,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-11,5%</i>	<i>43,5%</i>	<i>19,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>74,0%</b>	<b>14,8%</b>
Impuestos	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>30,8%</i>	<i>29,3%</i>	<i>28,2%</i>	<i>26,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>81,0%</b>	<b>15,3%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-41,7%</i>	<i>93,7%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-10,3%</i>	<i>43,5%</i>	<i>19,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>83,3%</b>	<b>12,9%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-41,0%</i>	<i>91,5%</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,0%</i>		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>TACC</b>	
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>38,4%</b>	<b>6,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Var.capital circulante						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>59,3%</b>	<b>-5,6%</b>
CAPEX						(0,6)	(0,4)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						(0,2)	(0,2)	(0,3)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>44,7%</b>	<b>-14,9%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						(0,2)	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>54,6%</b>	<b>-16,2%</b>
Ampliaciones de capital						1,8	-	-		
Dividendos						(0,2)	(0,4)	(0,5)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(2,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,6)</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>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>36,5%</b>	<b>6,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	44,0%	-0,5%	-3,7%	165,8%	-6,3%	13,2%	14,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	8,8%	7,8%	7,0%	12,5%	11,6%	12,3%	13,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	0,2	(1,2)	0,5	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,7)</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>n.a.</b>	<b>-5,6%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-110,8%	n.a.	-183,2%	431,4%	-32,9%	15,2%	8,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	9,2%	n.a.	16,0%	10,6%	11,5%	11,8%		
- CAPEX	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,6)	(0,4)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	(0,0)	(0,1)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,1</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>65,3%</b>	<b>-14,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	5,0%	111,7%	n.a.	238,5%	-63,6%	44,1%	17,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	1,0%	n.a.	13,2%	4,7%	6,4%	7,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	0,0	0,7	0,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,0)	(0,2)	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,6)</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>68,2%</b>	<b>-16,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-34,3%	116,4%	-594,5%	440,8%	-75,5%	104,3%	17,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	0,9%	n.a.	18,8%	6,9%	9,9%	11,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	1,2%	n.a.	19,8%	4,8%	9,9%	11,6%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,1</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	(0,1)	(0,1)	0,8	(0,1)	0,1	0,1		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,6)	0,8	(1,4)	1,8	(0,6)	0,0	(0,1)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,8</b>	<b>(1,4)</b>	<b>2,8</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,6	-	0,0	0,3	(0,3)	0,1	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,0)	0,1	-	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>(1,4)</b>	<b>3,1</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,1</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>54,6%</b>	<b>11,0%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	29,3%	28,2%	26,1%	19,0%	18,0%	18,0%	18,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>36,5%</b>	<b>6,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	0,2	(1,2)	0,5	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,7)</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>n.a.</b>	<b>-5,6%</b>
- CAPEX	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,6)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,2</b>	<b>(1,2)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>65,2%</b>	<b>-12,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	22,1%	124,8%	-833,5%	237,5%	-57,2%	36,5%	15,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	2,0%	n.a.	12,4%	5,2%	6,7%	7,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	0,0	0,7	0,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,0)	(0,2)	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(0,6)</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>68,3%</b>	<b>-13,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-3,4%	130,5%	-347,8%	466,2%	-70,2%	86,1%	15,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	1,2%	n.a.	11,7%	5,0%	6,8%	7,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	1,4%	n.a.	12,3%	3,7%	6,8%	7,9%		

**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**

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	9,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	5,0	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>14,5</b>	

## Anexo 4. Principales comparables 2023e

		Packaging					
EUR Mn		Amcor	Huhtamaki	Aluflexpack	Mondi	Average	IFLEX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AMCR-US	HUH1V-FI	AFP-CH	MNDI-GB		IFLEX-ES
	País	United Kingdom	Finland	Switzerland	United Kingdom		Spain
	Market cap	12.770,0	3.990,4	160,6	8.582,1		9,5
	Enterprise value (EV)	19.230,4	5.305,7	259,6	10.165,2		14,5
Información financiera básica	Total Ingresos	13.372,2	4.184,6	392,1	7.323,4		13,8
	Cto. Total Ingresos	1,0%	-6,6%	3,0%	-16,3%	-4,7%	1,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	0,0%	4,0%	9,5%	3,5%	4,3%	6,1%
	EBITDA	1.775,3	587,0	49,7	1.172,9		1,4
	Cto. EBITDA	-2,7%	3,3%	39,8%	-35,4%	1,3%	-14,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,1%	6,4%	17,1%	9,1%	8,9%	21,2%
	EBITDA/Ingresos	13,3%	14,0%	12,7%	16,0%	14,0%	10,2%
	EBIT	1.253,9	373,3	22,0	763,6		1,0
	Cto. EBIT	-3,3%	6,3%	137,7%	-46,5%	23,5%	-15,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,1%	8,3%	28,5%	12,7%	14,7%	26,9%
	EBIT/Ingresos	9,4%	8,9%	5,6%	10,4%	8,6%	7,6%
	Beneficio Neto	953,6	187,1	7,9	489,4		0,8
	Cto. Beneficio Neto	30,2%	-32,2%	78,7%	-58,0%	4,7%	-10,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	0,5%	22,0%	69,5%	15,3%	26,9%	30,7%
	CAPEX/Ventas	3,6%	7,4%	7,7%	10,4%	7,3%	4,0%
Free Cash Flow	668,8	220,9	(5,0)	349,3		0,5	
Deuda financiera Neta	6.024,6	1.406,7	117,4	542,3		2,6	
DN/EBITDA (x)	3,4	2,4	2,4	0,5	2,2	1,6	
Pay-out	66,9%	56,3%	0,0%	61,8%	46,2%	50,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,8	17,2	20,3	17,0	17,3	10,6
	P/BV (x)	3,5	2,0	0,8	1,5	1,9	2,3
	EV/Ingresos (x)	1,4	1,3	0,7	1,4	1,2	1,1
	EV/EBITDA (x)	10,8	9,0	5,2	8,7	8,4	9,1
	EV/EBIT (x)	15,3	14,2	11,8	13,3	13,7	13,8
	ROE	25,9	11,7	4,0	8,7	12,6	26,9
	FCF Yield (%)	5,2	5,5	n.a.	4,1	4,9	6,9
	DPA	0,43	1,01	0,00	0,62	0,52	0,07
	Dvd Yield	4,9%	2,7%	0,0%	3,5%	2,8%	4,7%

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
22-Dic-2023	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andres Abad

