

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 6,30 (22 mar 2024)

Fecha del informe: 3 abr 2024 (16:00h)

Resultados 12m 2023 (Versión corregida)**

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

José Miguel Cabrera van Grieken – jose.cabrera@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	146,5	158,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	287,4	310,9
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,85 / 6,34 / 5,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,5	
Factset / Bloomberg	CEV-ES / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	21,4	22,2	23,1	24,4
EBITDA Rec.	14,8	15,2	15,9	17,0
% Var.	11,6	3,0	4,5	6,8
% EBITDA Rec./Ing.	69,1	68,4	68,6	69,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	4,1	12,0	5,9	8,1
Beneficio neto	10,9	12,4	13,2	13,5
BPA (EUR)	0,47	0,53	0,57	0,58
% Var.	-62,0	13,1	6,8	2,4
BPA ord. (EUR)	0,45	0,47	0,50	0,55
% Var.	26,5	3,5	7,7	8,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	6,3	10,8	10,2	10,9
Pay-out (%)	53,1	46,8	43,8	42,8
DPA (EUR)	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda financiera neta	49,4	40,5	32,7	25,4
DN / EBITDA Rec.(x)	3,3	2,7	2,1	1,5
ROE (%)	2,8	3,2	3,3	3,3
ROCE (%) ⁽⁵⁾	2,5	2,8	2,9	3,0

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	13,4	11,8	11,1	10,8
PER Ordinario	13,9	13,4	12,5	11,5
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	4,0	4,0	4,0	4,0
EV/Ventas	13,45	12,93	12,42	11,76
EV/EBITDA Rec.	19,5	18,9	18,1	16,9
EV/EBIT	18,7	16,9	16,2	16,0
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	4,3	7,4	6,9	7,4

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

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

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

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

(**) Esta nota corrige la publicada con fecha 25 de marzo. Se incorpora correctamente el impacto en generación de CF y en Deuda Neta de la entrega de viviendas de L'Hospitalet y Montgat en los años 2024e, 2025e y 2026e. A título de ejemplo el FCF 2024 pasa a EUR 14,7Mn (vs EUR 5,0Mn de la nota previa) y la DN 2024 pasa a EUR 40,5Mn (vs EUR 50,2Mn de la nota previa). No hay cambios ni en Ingresos y EBITDA recurrente en el período estimado.

Rdos 2023: Mejora de márgenes, manteniendo un perfil de bajo riesgo

LOS INGRESOS POR RENTAS CRECEN A DÍGITO MEDIO HASTA LOS EUR 19,3MN (+5,8% VS 2022) ... en línea con nuestras estimaciones. El crecimiento en ingresos se explica por dos razones: i) aumento de ocupación en oficinas y locales (c.2p.p.; residencial en máximos: c.97%) y ii) actualización de rentas. Por segmentos, el residencial crece (+4,1%), oficinas (+17,6%) y comercial (+8,8%). La ocupación global de la cartera se sitúa en 96,4% (+0,3p.p. vs 2022). Sin variaciones significativas en el GAV (EUR 546,3Mn; +1,9% vs 2022).

... CON UNA MEJORA EN MÁRGENES (MG. EBITDA REC 69,1%). CEV reajusta el importe de los gastos repercutibles a los inquilinos, lo que se traduce en un crecimiento de +3,6p.p. en el margen bruto hasta el 95,4%. Que junto a un descenso del peso sobre ventas de los costes de estructura han permitido aumentar el margen EBITDA rec. hasta 69,1% (+4,4p.p. vs 2022). El EBITDA rec. se situó en EUR 14,8Mn (+11,7% vs 2022; +7% vs nuestras estimaciones).

Y UNA CAÍDA (ESPERADA) EN EL BN (EUR 10,9MN; -62% VS 2022). Por tres razones: i) variación inferior en el valor de los inmuebles (EUR 0,5Mn vs EUR 15,5Mn en 2022), ii) paralización del negocio promocional y iii) aumento del gasto financiero.

CEV MANTIENE UN APALANCAMIENTO CONSERVADOR (LTV 2023: 10,8%) E INCREMENTA EL DIVIDENDO. La DN se mantiene en EUR 49,4Mn (-0,4% vs 2022), que implica un apalancamiento (LTV) del 10,8% (muy por debajo del sector: c.40%) y ratifica el perfil defensivo de la compañía. La compañía aumenta el dividendo hasta EUR 0,25/acc. (+25,0% vs 2022; EUR 5,8Mn). Dividend Yield 2023 del 4,0%.

MANTENEMOS ESTIMACIONES. Ajustamos ligeramente al alza el Mg. EBITDA (c. 68% vs 65% est. anterior; <5% var. EBITDA rec.). La visibilidad del negocio patrimonialista es enorme. Para 2024e y 2025e, esperamos una compañía con un EBITDA de EUR 16,9Mn y EUR 17,6Mn por la reactivación del negocio promotor con la entrega de los edificios de L'Hospitalet y Montgat.

ALTA VISIBILIDAD, BAJO RIESGO Y CON DESCUENTO DEL 61,5% S/NAV. 2023 confirma el buen momento del negocio patrimonialista. Que, además, no se vería prácticamente afectado por la nueva Ley de Vivienda (resaltando una vez más, el perfil de bajo riesgo de CEV). Los catalizadores del negocio (m/p) son las entregas de las dos promociones (L'Hospitalet y Montgat) y el proyecto HMB (4.500 viviendas accesibles en Barcelona). El comportamiento de la acción -12m -3,8% (-18% vs sector) lleva a CEV a cotizar con un descuento del 61,5% frente al NAV (lo que indica valor; FCF yield 2024e: 7,4%).

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	5,0	8,6	-3,8	5,0	-4,4	-3,9
vs Ibex 35	-2,7	0,4	-20,8	-3,1	-27,1	-19,2
vs Ibex Small Cap Index	4,0	9,7	-1,1	6,4	6,0	-18,4
vs Eurostoxx 50	1,3	-2,4	-19,7	-5,6	-27,2	-36,9
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	1,2	13,7	-18,0	9,8	23,9	33,5

Resultados 12m 2023
Tabla 1. Resultados 2023

EUR Mn	12m23		12m23 Real		12m23 Real	
	Real	12m22	vs 12m22	2023e	vs 2023e	
Total Ingresos	21,4	20,4	4,5%	21,1	1,5%	
EBITDA (Recurrente)	14,8	13,2	11,7%	13,8	6,8%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>69,1%</i>	<i>64,7%</i>	<i>4,4 p.p.</i>	<i>65,6%</i>	<i>3,5 p.p.</i>	
EBITDA	14,7	17,6	-16,1%	13,8	6,7%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>69,0%</i>	<i>86,0%</i>	<i>-17,0 p.p.</i>	<i>65,6%</i>	<i>3,3 p.p.</i>	
EBIT	15,3	33,1	-53,6%	13,7	11,5%	
BAI	13,7	37,7	-63,6%	11,4	20,7%	
BN	10,9	28,7	-62,0%	8,7	26,0%	
Deuda Neta	49,4	49,6	-0,4%	61,5	-19,6%	

Tabla 2. Revisión inmaterial de estimaciones

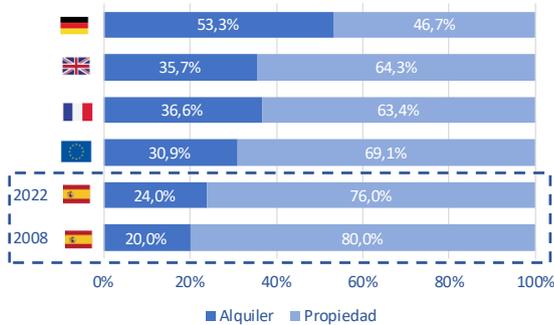
EUR Mn	2024e	Revisión (%)	2025e	Revisión (%)	2026e
	(Nuevo)		(Nuevo)		(Nuevo)
Total Ingresos	22,2	1,5%	23,1	1,5%	24,4
EBITDA (Recurrente)	15,2	4,9%	15,9	4,5%	17,0
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>3,0%</i>	<i>-2 p.p.</i>	<i>4,5%</i>	<i>-1 p.p.</i>	<i>6,8%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>68,4%</i>	<i>2 p.p.</i>	<i>68,6%</i>	<i>2 p.p.</i>	<i>69,4%</i>
EBIT	17,0	18,2%	17,7	-6,3%	17,9
Beneficio Neto	12,4	34,4%	13,2	4,0%	13,5
Free Cash Flow (Rec.)	10,8	225,9%	10,2	-34,5%	10,9
<i>DN / EBITDA</i>	<i>2,7 x</i>	<i>-3,1 x</i>	<i>2,1 x</i>	<i>-3,1 x</i>	<i>1,5 x</i>

Nota sobre la Ley de Vivienda (Ley 12/2023 de 24 de mayo por el Derecho a la Vivienda)

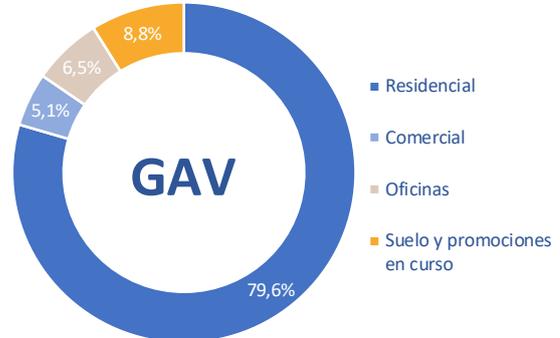
Ley de Vivienda (Ley 12/2023 de 24 de mayo por el Derecho a la Vivienda): establece que aquellas viviendas que sean de propiedad de grandes tenedores (> 5 viviendas promociones) y que se ubiquen en zonas declaradas como mercado residencial tensionado, la renta aplicar en los nuevos contratos será el valor mínimo entre la última renta del contrato de arrendamiento sujeto a la LAU, una vez aplicada la cláusula de actualización anual de la renta del contrato anterior, y el valor superior del rango de referencia publicado en sistema estatal de índices de precios del alquiler de vivienda. En el caso de CEV esta ley tendrá un impacto limitado en los resultados de los próximos años, ya que solo el 34% de las viviendas en alquiler están regidas por contratos LAU, mientras que el 66% restante se rigen por contratos de VPO o de Renta Antigua.

La compañía en 8 gráficos

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



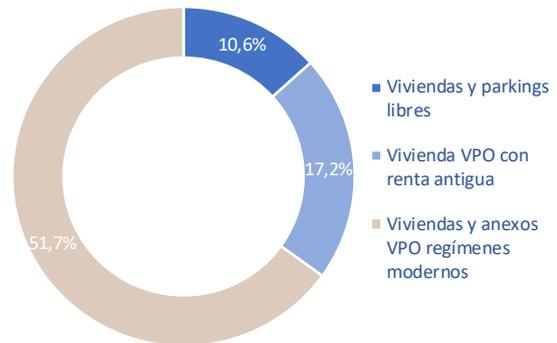
Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (c. 80% s/GAV 2023)...



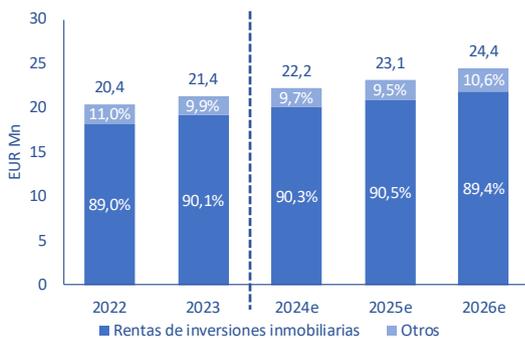
... con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)



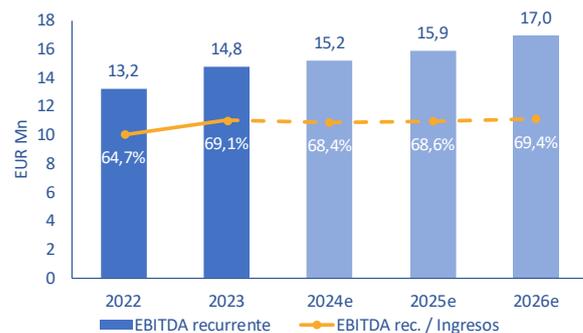
Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas



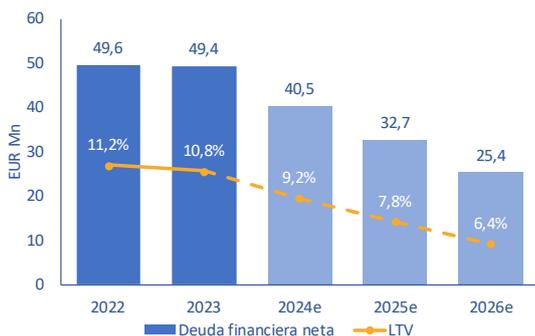
Hasta 2026e la visibilidad es enorme, en ingresos (+4,6% TACC 23-26e)



Y en márgenes (EBITDA Rec: +4,7% TACC 23-26e). Mg. EBITDA > 65%



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



Cotizando con un descuento de c. 60% frente al EPRA NRV

EUR Mn	2022	2023	22-23
GAV	536,2	546,3	1,9%
EPRA NAV/NRV	483,7	490,2	1,3%
EPRA NAV/NTA	423,9	427,2	0,8%
EPRA NAV/NDV	400,9	406,7	1,4%
Number of shares	23,2	23,2	0,0%
EPRA NAV/NRV per share	20,89	21,17	1,3%
EPRA NAV/NTA per share	18,31	18,45	0,8%
EPRA NAV/NDV per share	17,32	17,57	1,4%

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,0	2,5	2,8	184,1			
Market Cap	146,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	49,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,2%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			1,0	1,1	
Coste del Equity	9,2%	Ke = Rf + (R * B)			8,7%	10,3%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	74,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	25,2%	D			=	=	
WACC	8,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,5%	8,9%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Merlin Properties	MRL-ES	4.460,5	15,6	3,2%	21,9	8,3%	16,9	8,2%	77,5%	4,5%	8,3%
Colonial	COL-ES	2.886,9	16,5	6,7%	27,2	5,0%	n.a.	4,2%	81,2%	8,7%	4,4%
Lar España	LRE-ES	577,5	10,5	-3,6%	14,5	2,9%	10,8	4,9%	74,6%	8,6%	-47,0%
Árma	ARM-ES	177,7	n.a.	n.a.	n.a.	80,3%	16,6	28,2%	28,6%	n.a.	52,2%
SOCIMIS			14,2	2,1%	21,2	24,1%	14,8	11,4%	65,5%	7,3%	4,5%
CEV	CEV-ES	146,5	11,8	4,6%	18,9	2,6%	12,9	4,8%	76,2%	7,4%	-5,6%

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	72,0%	16,7	17,2x
Central	68,6%	15,9	18,1x
Min	65,2%	15,1	19,0x

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

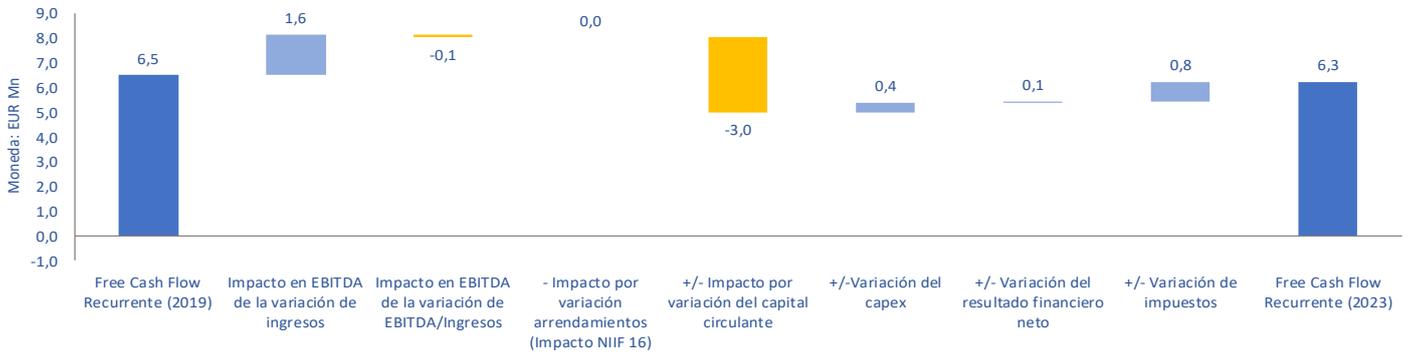
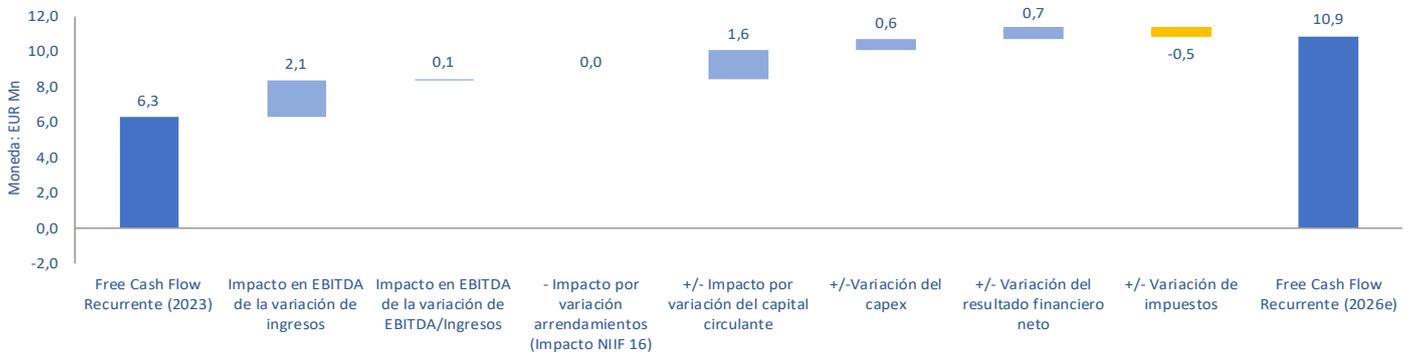
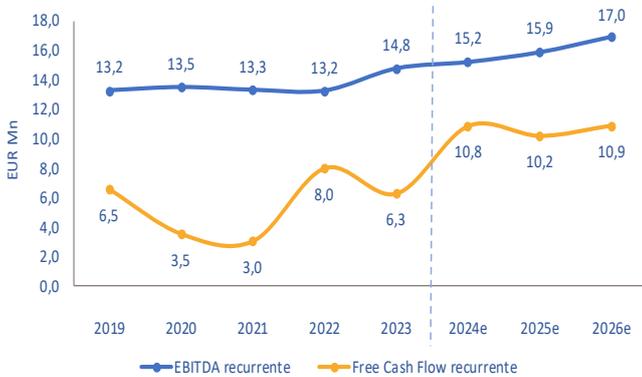
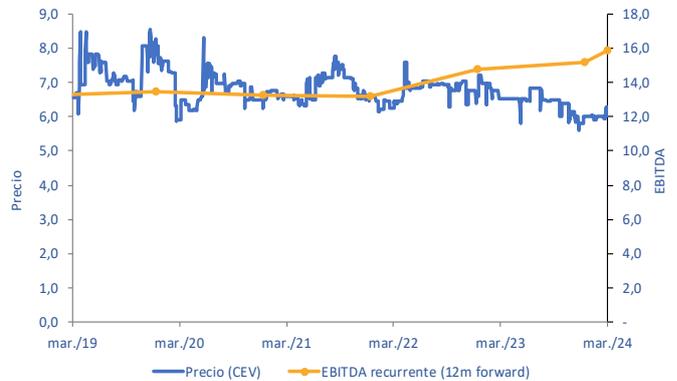
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			→	FCF Rec./Yield 25e			
	EBITDA 25e	4,5%	5,0%		5,5%	Escenario	FCF Rec./Yield 25e	
16,7	11,1	10,9	10,8		Max	7,6%	7,5%	7,4%
15,9	10,3	10,2	10,0		Central	7,0%	6,9%	6,9%
15,1	9,5	9,4	9,3		Min	6,5%	6,4%	6,3%

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0		
Inmovilizado material	456,2	461,7	479,8	496,5	499,0	500,3	501,6	502,9		
Otros activos no corrientes	4,0	4,0	3,4	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8		
Inmovilizado financiero	10,0	7,1	10,3	12,2	11,7	19,8	28,4	37,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	23,0	26,3	34,3	27,7	33,3	32,4	33,6	35,2		
Total activo	494,1	500,0	528,8	539,3	546,9	555,4	566,4	578,2		
Patrimonio neto	332,8	337,2	357,5	383,6	388,2	394,8	402,2	409,9		
Minoritarios	10,0	10,5	11,4	12,8	13,5	14,3	15,2	16,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	83,1	83,7	85,3	89,8	89,8	89,8	89,8	89,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	65,8	64,9	69,5	49,6	49,4	40,5	32,7	25,4		
Pasivo circulante	2,5	3,7	5,0	3,5	6,1	5,8	6,0	6,3		
Total pasivo	494,1	500,0	528,8	539,3	546,9	545,2	545,9	547,4		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	19,0	19,1	19,4	20,4	21,4	22,2	23,1	24,4	3,1%	4,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>5,3%</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,6%</i>		
Coste de ventas	(0,9)	(0,8)	(1,2)	(1,7)	(1,0)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
Margen Bruto	18,1	18,2	18,2	18,8	20,4	21,0	21,8	23,0	3,1%	4,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>95,3%</i>	<i>95,7%</i>	<i>93,8%</i>	<i>91,9%</i>	<i>95,4%</i>	<i>94,2%</i>	<i>94,2%</i>	<i>94,3%</i>		
Gastos de personal	(3,2)	(3,1)	(3,4)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,9)		
EBITDA recurrente	13,2	13,5	13,3	13,2	14,8	15,2	15,9	17,0	2,8%	4,7%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>11,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>69,9%</i>	<i>70,7%</i>	<i>68,3%</i>	<i>64,7%</i>	<i>69,1%</i>	<i>68,4%</i>	<i>68,6%</i>	<i>69,4%</i>		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	(0,1)	(1,0)	0,4	4,4	(0,0)	1,7	1,7	0,9		
EBITDA	13,1	12,5	13,7	17,6	14,7	16,9	17,6	17,8	2,9%	6,6%
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,1)	0,4	(0,1)	0,1	0,1	0,1	0,1		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	16,8	0,2	17,9	15,5	0,5	-	-	-		
EBIT	29,8	12,6	32,0	33,1	15,3	17,0	17,7	17,9	-15,3%	5,4%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-51,2%</i>	<i>-57,7%</i>	<i>154,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-53,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>1,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>66,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>71,8%</i>	<i>76,6%</i>	<i>76,5%</i>	<i>73,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,6)	(1,3)	(1,5)	(1,3)	(1,6)	(1,5)	(1,1)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario	28,2	11,3	30,5	31,7	13,7	15,5	16,6	17,0	-16,5%	7,4%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-52,7%</i>	<i>-59,8%</i>	<i>169,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>-56,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>6,8%</i>	<i>2,4%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	5,9	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	28,2	11,3	30,5	37,7	13,7	15,5	16,6	17,0	-16,5%	7,4%
Impuestos	(5,4)	(1,5)	(5,2)	(7,9)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,6)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>19,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>21,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
Minoritarios	(0,8)	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	22,0	9,3	24,5	28,7	10,9	12,4	13,2	13,5	-16,1%	7,4%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-51,2%</i>	<i>-57,9%</i>	<i>164,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>-62,0%</i>	<i>13,4%</i>	<i>6,8%</i>	<i>2,4%</i>		
Beneficio ordinario neto	8,5	10,0	9,3	8,3	10,5	10,9	11,7	12,8	5,4%	6,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>24,4%</i>	<i>17,2%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>26,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,9%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						15,2	15,9	17,0	2,8%	4,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,7	(1,0)	(1,4)		
Cash Flow operativo recurrente						15,9	14,9	15,6	-3,0%	9,8%
CAPEX						(1,2)	(1,2)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,5)	(1,1)	(0,9)		
Impuestos						(2,3)	(2,5)	(2,6)		
Free Cash Flow Recurrente						10,8	10,2	10,9	-1,1%	20,2%
Promoción y otros no recurrentes						12,0	12,0	11,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(8,1)	(8,6)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						14,7	13,6	13,1	-4,6%	28,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(5,8)	(5,8)	(5,8)		
Variación de Deuda financiera neta						(8,9)	(7,8)	(7,3)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	13,5	13,3	13,2	14,8	15,2	15,9	17,0	3,1%	4,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	1,7%	-1,4%	-0,4%	11,6%	3,0%	4,5%	6,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	70,7%	68,3%	64,7%	69,1%	68,4%	68,6%	69,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,1)	(6,8)	5,1	(3,0)	0,7	(1,0)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	11,4	6,5	18,3	11,7	15,9	14,9	15,6	1,0%	9,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-14,1%	-42,8%	181,8%	-36,0%	35,0%	-6,0%	4,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	59,7%	33,5%	89,7%	55,0%	71,3%	64,4%	63,7%		
- CAPEX	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(1,5)	(1,1)	(0,9)		
- Impuestos	(1,9)	(0,6)	(7,9)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,6)		
= Free Cash Flow recurrente	3,5	3,0	8,0	6,3	10,8	10,2	10,9	21,2%	20,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-46,1%	-13,6%	162,7%	-21,6%	73,2%	-6,2%	6,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	18,4%	15,6%	39,0%	29,2%	48,7%	43,9%	44,4%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	4,4	(0,0)	12,0	12,0	11,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,8	(9,4)	4,0	-	(8,1)	(8,6)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	6,3	6,3	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	5,4	(0,0)	22,7	6,2	14,7	13,6	13,1	4,6%	28,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-27,5%	-100,4%	n.a.	-72,5%	136,5%	-7,9%	-3,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,4%	2,1%	5,4%	4,3%	7,4%	6,9%	7,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,7%	n.a.	15,5%	4,3%	10,1%	9,3%	9,0%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	6,5	3,5	3,0	8,0	6,3	10,8	10,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,3	0,7	0,6	0,6	0,6	0,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(0,5)	(0,7)	0,9	(0,2)	0,1	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	0,2	(0,2)	(0,0)	1,5	0,4	0,7	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,1)	(4,7)	11,9	(8,1)	3,7	(1,6)	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,9)	(4,9)	11,8	(6,6)	4,1	(0,9)	0,7		
+/- Variación del CAPEX	(2,4)	3,1	0,3	(0,6)	0,6	0,1	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,1)	0,1	(0,3)	0,1	0,4	0,2		
+/- Variación de impuestos	0,9	1,3	(7,3)	5,8	(0,3)	(0,2)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(3,0)	(0,5)	4,9	(1,7)	4,6	(0,7)	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	3,5	3,0	8,0	6,3	10,8	10,2	10,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	12,6	32,0	33,1	15,3	17,0	17,7	17,9	6,8%	5,4%
* Tasa fiscal teórica	13,2%	16,9%	21,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,3)	(2,6)	(2,7)	(2,7)		
EBITDA recurrente	13,5	13,3	13,2	14,8	15,2	15,9	17,0	3,1%	4,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,1)	(6,8)	5,1	(3,0)	0,7	(1,0)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	11,4	6,5	18,3	11,7	15,9	14,9	15,6	1,0%	9,8%
- CAPEX	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(5,4)	(6,9)	(2,3)	(2,6)	(2,7)	(2,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,2	(0,4)	10,2	7,6	12,1	11,1	11,6	13,9%	15,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-3,7%	-107,2%	n.a.	-25,6%	58,4%	-8,2%	5,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	27,0%	n.a.	50,1%	35,7%	54,3%	47,9%	47,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,8	(9,4)	4,0	-	(8,1)	(8,6)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	6,3	6,3	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	7,1	(3,4)	20,6	7,6	4,0	2,5	2,8	2,5%	-28,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	11,8%	-148,4%	700,0%	-63,0%	-47,9%	-37,4%	13,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,8%	n.a.	3,6%	2,7%	4,2%	3,9%	4,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,5%	n.a.	7,2%	2,7%	1,4%	0,9%	1,0%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	146,5	
+ Minoritarios	13,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	89,8	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	49,4	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	11,7	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	287,4	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e	
Total Ingresos	18,2	19,6	17,4	16,4	13,9	14,6	19,0	19,1	19,4	20,4	21,4	22,2	23,1	24,4	1,6%	4,6%	
Cto. Total ingresos	-2,3%	8,1%	-11,5%	-5,5%	-15,5%	5,2%	29,7%	0,6%	1,9%	5,2%	4,5%	4,1%	4,1%	5,6%			
EBITDA	6,8	8,0	7,3	8,5	8,6	7,9	13,1	12,5	13,7	17,6	14,7	16,9	17,6	17,8	8,0%	6,6%	
Cto. EBITDA	-17,0%	17,7%	-9,0%	16,1%	2,0%	-8,1%	65,4%	-5,0%	9,3%	28,8%	-16,2%	14,9%	4,0%	1,3%			
EBITDA/Ingresos	37,5%	40,8%	42,0%	51,5%	62,2%	54,4%	69,3%	65,5%	70,3%	86,0%	69,0%	76,2%	76,1%	73,0%			
Beneficio neto	2,5	3,0	22,6	5,6	13,0	14,5	22,0	9,3	24,5	28,7	10,9	12,4	13,2	13,5	15,9%	7,4%	
Cto. Beneficio neto	-47,5%	21,3%	647,0%	-75,3%	134,2%	11,6%	51,1%	-57,9%	164,8%	17,2%	-62,0%	13,4%	6,8%	2,4%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,3	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,3	23,3			
BPA (EUR)	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	0,95	0,40	1,06	1,24	0,47	0,53	0,57	0,58	16,0%	7,3%	
Cto. BPA	n.a.	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	51,2%	-57,9%	n.a.	17,0%	-62,0%	13,1%	6,8%	2,4%			
BPA ord. (EUR)	0,11	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	0,37	0,43	0,40	0,36	0,45	0,47	0,50	0,55	15,5%	6,7%	
Cto. BPA ord.	n.a.	21,5%	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	-41,6%	17,2%	-6,4%	-11,1%	26,5%	3,5%	7,7%	8,9%			
CAPEX	(6,1)	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)			
CAPEX/Vtas % ¹	33,5%	9,0%	3,2%	8,4%	31,8%	182,4%	11,7%	24,0%	7,5%	5,7%	8,5%	5,5%	5,0%	5,0%			
Free Cash Flow	(2,7)	1,5	3,8	(1,6)	(4,5)	(21,8)	7,5	5,4	(0,0)	22,7	6,2	14,7	13,6	13,1	15,7%	28,2%	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	8,0x	5,5x	7,0x	6,5x	4,9x	7,9x	5,0x	5,2x	5,1x	2,8x	3,4x	2,4x	1,9x	1,4x			
PER (x)	57,6x	38,5x	5,7x	33,4x	6,9x	9,9x	8,5x	16,2x	6,3x	5,4x	12,8x	11,8x	11,1x	10,8x			
EV/Vtas (x)	12,93x	11,05x	11,16x	12,78x	19,08x	11,82x	16,34x	18,67x	16,20x	15,60x	14,01x	12,93x	12,42x	11,76x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	34,5x	27,1x	26,6x	24,8x	30,7x	21,7x	23,6x	28,5x	23,1x	18,1x	20,3x	17,0x	16,3x	16,1x			
Comport. Absoluto	-3,2%	-18,8%	10,8%	44,5%	-51,7%	61,5%	29,6%	-19,7%	2,1%	0,1%	-9,7%	5,0%	5,0%	5,0%			
Comport. Relativo vs Ibx 35	-20,3%	-21,7%	19,4%	47,5%	-55,1%	89,9%	15,9%	-5,1%	-5,4%	6,0%	-26,4%	-3,1%					

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2024e

		SOCIMIS					
		Merlin					CEV
EUR Mn		Propiedades	Colonial	Lar España	Árima	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	4.460,5	2.886,9	577,5	177,7		146,5
	Enterprise value (EV)	8.494,7	8.682,5	983,6	231,8		287,4
Información financiera básica	Total Ingresos	501,3	392,9	91,2	14,0		22,2
	Cto.Total Ingresos	6,8%	-1,7%	-21,0%	39,0%	5,8%	4,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,2%	4,2%	4,9%	28,2%	11,4%	4,8%
	EBITDA	388,6	319,0	68,0	4,0		16,9
	Cto. EBITDA	11,7%	0,9%	n.a.	241,5%	84,7%	14,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,3%	5,0%	2,9%	80,3%	24,1%	2,6%
	EBITDA/Ingresos	77,5%	81,2%	74,6%	28,6%	65,5%	76,2%
	EBIT	355,2	302,3	33,9	(2,0)		17,0
	Cto. EBIT	2,7%	-1,7%	-60,7%	31,1%	-7,1%	11,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	18,2%	12,3%	45,3%	n.a.	25,3%	2,6%
	EBIT/Ingresos	70,9%	76,9%	37,2%	n.a.	61,7%	76,6%
	Beneficio Neto	266,2	175,2	37,1	(5,0)		12,4
	Cto. Beneficio Neto	418,9%	117,2%	0,9%	84,7%	155,4%	13,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	13,6%	9,0%	25,3%	n.a.	16,0%	4,6%
CAPEX/Ventas	48,9%	19,1%	12,4%	157,1%	59,4%	5,5%	
Free Cash Flow	199,1	249,8	49,9	(19,0)		14,7	
Deuda financiera Neta	4.265,5	4.716,8	497,6	88,0		40,5	
DN/EBITDA (x)	11,0	14,8	7,3	22,0	13,8	2,7	
Pay-out	80,5%	83,1%	151,2%	-10,5%	76,1%	46,8%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	15,6	16,5	10,5	n.a.	14,2	11,8
	P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	n.a.	0,6	0,4
	EV/Ingresos (x)	16,9	22,1	10,8	16,6	16,6	12,9
	EV/EBITDA (x)	21,9	27,2	14,5	n.a.	21,2	18,9
	EV/EBIT (x)	23,9	28,7	29,0	n.a.	27,2	16,9
	ROE	4,5	3,5	6,2	n.a.	4,7	3,2
	FCF Yield (%)	4,5	8,7	8,6	n.a.	7,3	7,4
	DPA	0,46	0,27	0,67	0,02	0,36	0,25
Dvd Yield	4,8%	5,1%	9,7%	0,3%	5,0%	4,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
03-Abr-2024	n.a.	6,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 (versión corregida)	José Miguel Cabrera van Grieken
25-Mar-2024	n.a.	6,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
06-Nov-2023	n.a.	6,40	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
08-Sep-2023	n.a.	6,45	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	6,55	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
05-May-2023	n.a.	6,55	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
04-Abr-2023	n.a.	6,55	n.a.	n.a.	Visita a compañía	David López Sánchez
24-Feb-2023	n.a.	6,79	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
14-Nov-2022	n.a.	7,03	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

