

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 2,30 (24 jul 2025)

Fecha del informe: 25 jul 2025 (16:00)

**Resultados 6m 2025**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 6m 2025**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

**Libertas 7 (LIB)**, es un grupo familiar con sede en Valencia (España) estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de apartamentos y gestión hotelera e (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity. Gestionado y controlado por la familia fundadora (c. 80% s/Capital).

## Rdos 6m 2025: buen progreso en entregas de viviendas, la reserva de valor se mantiene

**COMIENZO DE LAS ENTREGAS RESIDENCIALES EN EL 2T25.** Los ingresos del primer semestre alcanzan los EUR 9,2Mn (vs. EUR 2,7Mn en 6m24), con la materialización de las primeras entregas de residencial (EUR 6,5Mn), un comportamiento plano en el área turística (-1,3%) y un 20% de incremento en el área de inversiones. El EBITDA alcanza los EUR 2,1Mn (EUR 0,4m en 6m24), impulsado por las entregas residenciales y las plusvalías de la cartera de bolsa. El beneficio neto de EUR 1,3 Mn compara con las pérdidas de EUR 0,5Mn de 6m24, cuando no había entregas inmobiliarias. La Deuda Neta (EUR 37,7Mn) está plana frente al trimestre anterior y diciembre 2024.

**LA CARTERA RESIDENCIAL EVOLUCIONA POSITIVAMENTE.** A nivel comercial, la cartera de preventas acumulada a Junio (134 unidades), sigue en aumento y se sitúa en EUR 35,3Mn, +10% frente a diciembre 2024), con 23 viviendas adicionales en 2T25 (EUR 5,6Mn). El stock pendiente de venta se sitúa en EUR 34,1Mn (vs. EUR 28,8Mn en 1T25). En 2025e se inicia un nuevo ciclo promotor para LIB, y esperamos la escrituración de c.54 viviendas (EUR 14,5Mn). En el Edificio Paseo del mar, el 80% ya se han escriturado en el 2T25, y las 24 unidades de Residencial Zaida se escriturarán en el segundo semestre junto con un local comercial.

**EL INCREMENTO DEL ADR NO LOGRA COMPENSAR LA CAÍDA DE OCUPACIÓN DEL NEGOCIO TURÍSTICO.** LIB cierra el primer semestre con unos ingresos turísticos de EUR 1,3Mn (-1,3% vs 6m24), explicados por: (i) una caída en la ocupación media hasta el 56,7% (-4,4p.p. vs 6m24) y (ii) un incremento del ADR del 5,6% (vs 6m24) hasta EUR 114,3.

**LA RESERVA DE VALOR SE MANTIENE. “VUELTA A LA NORMALIDAD” EN EL NEGOCIO PROMOTOR A PARTIR DE ESTE AÑO.** Los resultados de 6m25 apoyan la evolución del investment case, cuyo foco debe ponerse en lo siguiente: (i) riesgo operativo limitado; la recurrencia en ingresos turísticos y patrimoniales garantiza breakeven aún sin ingresos por promoción, (ii) riesgo financiero bajo, con la deuda neta bajo control (EUR 37,7Mn), representando el 59,3% de la cartera de inversión, (iii) Precio/Valor en libros de 0,5x 2025e y (iv) el valor de la cartera (EUR 63,5Mn) neto de deuda representa el 51,3% del Market Cap. La capitalización restante (EUR 24,6Mn) no descuenta suficientemente el valor de las inversiones inmobiliarias (EUR 41,6Mn), ni el negocio promotor (al inicio de un nuevo ciclo) y turístico. De manera simple la reactivación del negocio promotor de LIB implica momentum en un value stock de libro. Libertas 7 es un valor de la cartera modelo de Lighthouse.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	20,4	31,3	65,5	27,0	134,2	79,9
vs Ibex 35	18,5	21,4	30,1	3,3	32,3	-8,0
vs Ibex Small Cap Index	16,7	17,1	38,6	0,9	78,4	9,7
vs Eurostoxx 50	19,1	25,4	50,2	16,1	57,3	11,2
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	25,1	31,1	66,5	23,9	170,7	110,0

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	50,4	59,3
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	58,1	68,4
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,30 / 1,62 / 1,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación <sup>(3)</sup>	5,1	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	3,2
Free Float	16,8

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	22,7	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	7,8	20,3	21,9	35,9
EBITDA Rec.	3,4	5,1	6,8	10,7
% Var.	12,5	47,4	35,5	55,8
% EBITDA Rec./Ing.	43,8	24,9	31,3	29,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	10,0	15,3	5,5	5,8
Beneficio neto	2,8	2,5	4,0	7,2
BPA (EUR)	0,12	0,12	0,18	0,33
% Var.	10,8	-6,0	57,4	80,2
BPA ord. (EUR)	0,09	0,12	0,18	0,33
% Var.	-12,7	33,9	57,4	80,2
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-8,9	-0,3	3,2	6,7
Pay-out (%)	30,4	35,5	25,1	16,7
DPA (EUR)	0,04	0,04	0,05	0,05
Deuda financiera neta	37,0	38,3	36,2	30,8
DN / EBITDA Rec.(x)	10,8	7,6	5,3	2,9
ROE (%)	2,9	2,6	4,0	6,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	3,5	4,2	5,6	8,7

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

PER	18,7	19,9	12,6	7,0
PER Ordinario	26,6	19,9	12,6	7,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5
Dividend Yield (%)	1,6	1,8	2,0	2,4
EV/Ventas	7,43	2,86	2,66	1,62
EV/EBITDA Rec.	17,0	11,5	8,5	5,5
EV/EBIT	13,7	12,1	8,8	5,6
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	6,3	13,2

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

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

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

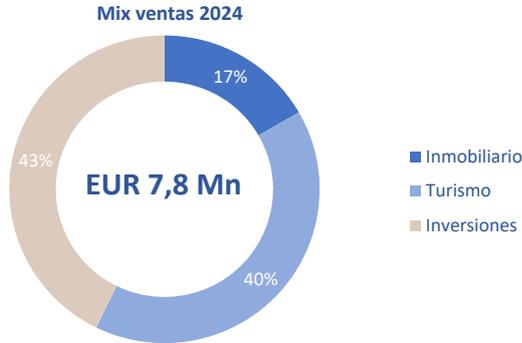
(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

**Resultados 6m 2025**
**Tabla 1. Resultados 6m25**

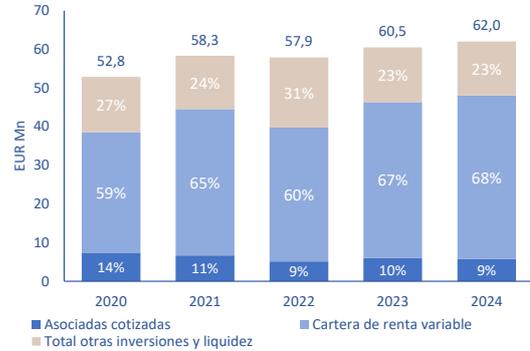
EUR Mn	6m25 Real	6m25 Real		2025e vs	
		6m24	vs 6m24	2025e	2024
<b>Total Ingresos</b>	<b>9,2</b>	<b>2,7</b>	<b>241,4%</b>	<b>20,3</b>	<b>159,6%</b>
Inmobiliario	6,5	0,2	n.a.	14,3	n.a.
Turismo	1,3	1,4	-1,3%	3,5	10,0%
Inversiones	1,3	1,1	20,1%	2,5	-24,8%
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>447,3%</b>	<b>5,1</b>	<b>10,3%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>23,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>8,7 p.p.</i>	<i>24,9%</i>	<i>-33,6 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>4,8</b>	<b>13,1%</b>
<b>BN</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>384,6%</b>	<b>2,5</b>	<b>-9,2%</b>
		<b>6m25 vs</b>			
	<b>6m25 Real</b>	<b>12m 2024</b>	<b>2024</b>		
Deuda Neta	37,7	37,0	1,8%		
Deuda Neta/FF.PP.	38,1%	38,2%	-0,1 p.p.		
Patrimonio Neto	98,8	96,9	2,0%		
Cartera de inversión	63,5	62,0	2,4%		

**La compañía en 8 gráficos**

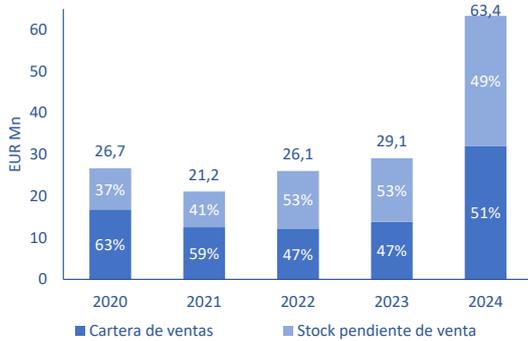
**Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera**



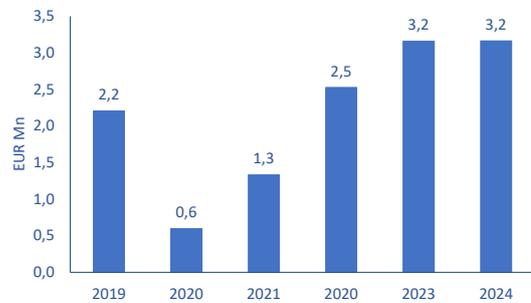
**Área de inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (que reduce el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad**



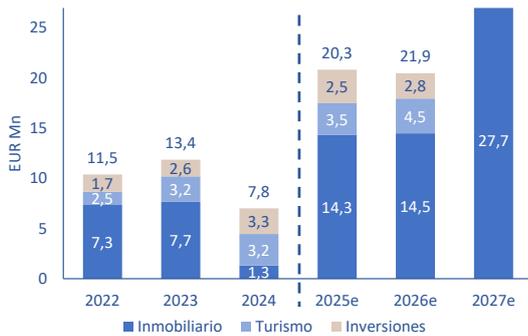
**La cartera de ventas (EUR 32,1Mn) y stock pendiente de venta (EUR 31,3Mn) dan visibilidad al negocio promotor**



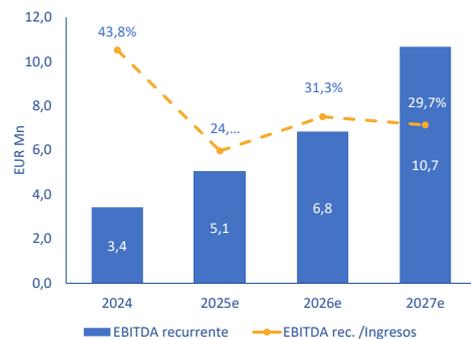
**El negocio turístico ya supera ampliamente al ejercicio 2019 (y aún cuenta con capacidad de crecimiento)**



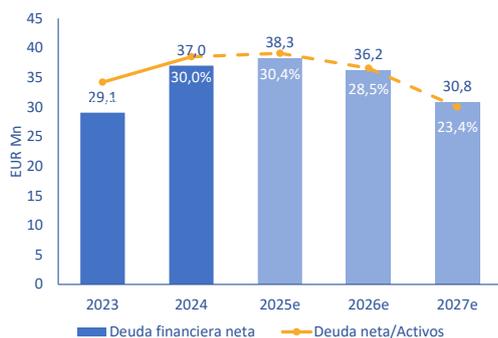
**2024e-2026e: el negocio promotor será el principal motor del crecimiento en ingresos**



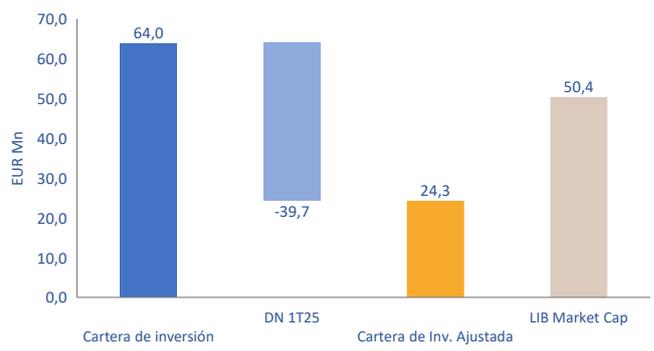
**Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente**



**Todo ello manteniendo una posición financiera holgada (DN/activos < 31%)**



**Una potencial (y "objetivamente" evidente) reserva de valor, que el mercado está empezando a reconocer**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,6	3,7	6,2	115,9			
<b>Market Cap</b>	<b>50,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>37,7</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2025)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>	
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)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,4%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,3%</b>	<b>11,7%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	57,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	42,8%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>7,5%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>6,8%</b>	<b>8,3%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>					<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Metrovacesa	MVC-ES	1.539,5	31,7	11,7%	20,3	2,8%	2,7	1,7%	13,3%	8,3%	23,5%
Aedas Homes	AEDAS-ES	937,4	8,7	3,7%	6,8	3,8%	1,1	2,4%	15,5%	11,1%	26,5%
Neinor Homes	HOME-ES	1.568,9	18,3	24,1%	15,3	33,9%	2,6	4,4%	17,3%	10,6%	-15,8%
Insur	ISUR-ES	252,0	8,5	-8,9%	8,7	-8,1%	1,7	-6,9%	19,8%	6,1%	19,9%
<b>Promoción inmobiliaria</b>			<b>16,8</b>	<b>7,6%</b>	<b>12,8</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,0</b>	<b>0,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>13,5%</b>
PPHE Hotel Group	PPH-GB	783,1	15,4	18,5%	12,9	8,8%	4,1	5,6%	31,9%	8,0%	32,6%
Pierre et Vacances	VAC-FR	773,3	17,6	27,3%	22,0	8,6%	2,1	2,5%	9,5%	5,1%	36,0%
<b>Turismo</b>			<b>16,5</b>	<b>22,9%</b>	<b>17,4</b>	<b>8,7%</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0%</b>	<b>20,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>34,3%</b>
<b>LIB</b>	<b>LIB-ES</b>	<b>50,4</b>	<b>19,9</b>	<b>68,4%</b>	<b>11,5</b>	<b>45,3%</b>	<b>2,9</b>	<b>32,9%</b>	<b>24,9%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

### Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	34,4%	7,5	7,7x
Central	31,3%	6,8	8,5x
Min	28,2%	6,2	9,4x

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

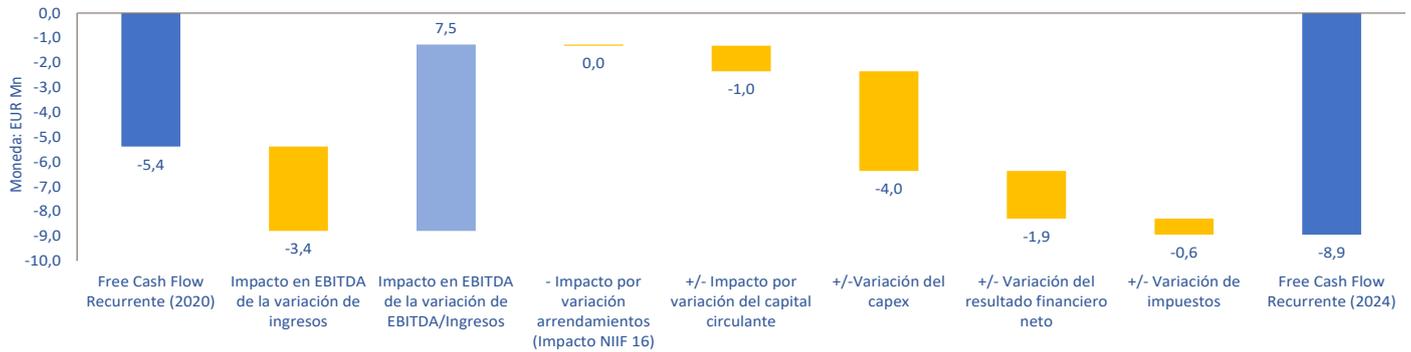
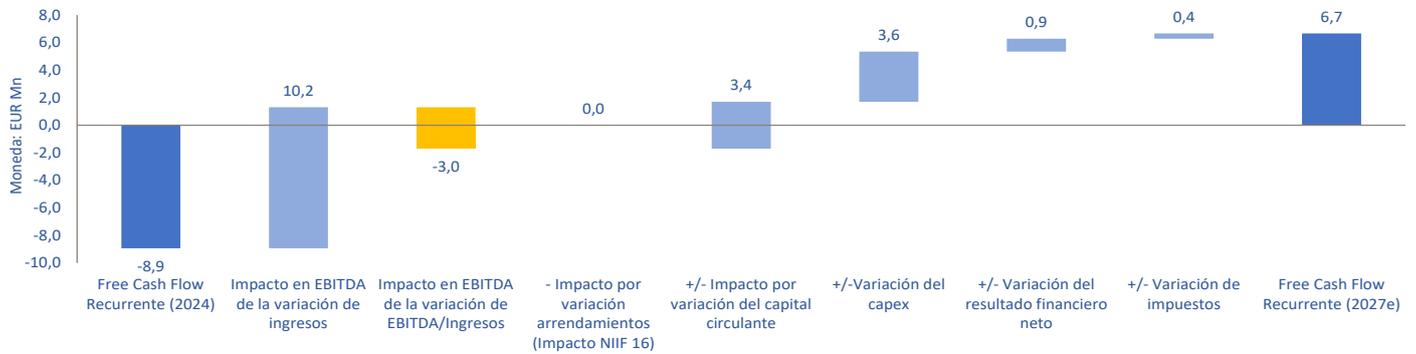
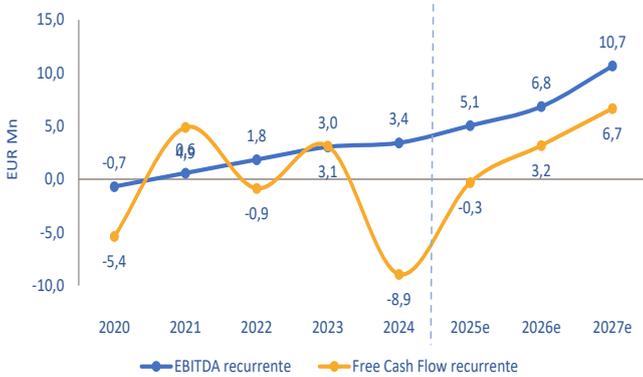
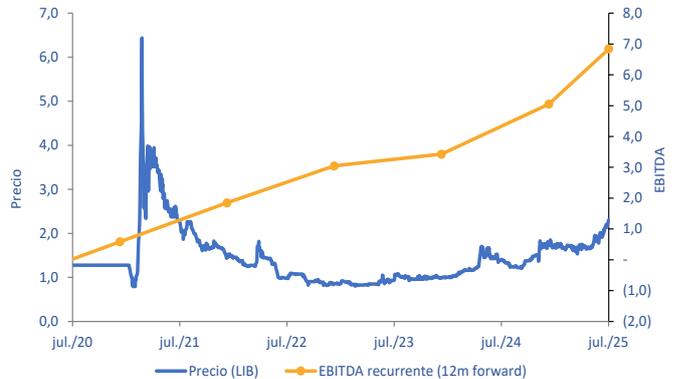
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e				Escenario			FCF Rec./Yield 26e		
EBITDA 26e	1,8%	2,0%	2,2%		Max	7,8%	7,7%	7,6%		
7,5	3,9	3,9	3,8	➔	Central	6,4%	6,3%	6,2%		
6,8	3,2	3,2	3,1		Min	5,1%	5,0%	4,9%		
6,2	2,6	2,5	2,5							

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>		
Inmovilizado inmaterial	2,2	2,0	1,7	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2		
Inmovilizado material	38,0	38,4	37,5	38,6	41,7	42,1	42,5	43,2		
Otros activos no corrientes	36,8	36,1	35,9	35,2	34,5	34,5	34,5	34,5		
Inmovilizado financiero	43,3	52,0	51,8	55,8	59,6	59,2	58,5	56,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3		
Activo circulante	22,0	15,6	14,8	12,6	20,6	23,0	24,7	30,2		
<b>Total activo</b>	<b>143,0</b>	<b>144,7</b>	<b>142,2</b>	<b>144,3</b>	<b>158,0</b>	<b>160,4</b>	<b>161,7</b>	<b>166,4</b>		
Patrimonio neto	87,9	91,5	92,3	95,5	96,9	98,5	101,4	107,3		
Minoritarios	-	-	-	-	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)		
Provisiones y otros pasivos a LP	13,4	13,9	13,9	14,9	15,2	15,2	15,2	15,2		
Otros pasivos no corrientes	2,2	2,1	1,7	1,5	2,3	2,3	2,3	2,3		
Deuda financiera neta	34,1	32,6	31,5	29,1	37,0	38,3	36,2	30,8		
Pasivo circulante	5,4	4,6	2,8	3,3	6,6	6,1	6,6	10,8		
<b>Total pasivo</b>	<b>143,0</b>	<b>144,7</b>	<b>142,2</b>	<b>144,3</b>	<b>158,0</b>	<b>160,4</b>	<b>161,7</b>	<b>166,4</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>20-24</b>	<b>24-27e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>3,9</b>	<b>16,8</b>	<b>11,5</b>	<b>13,4</b>	<b>7,8</b>	<b>20,3</b>	<b>21,9</b>	<b>35,9</b>	<b>18,8%</b>	<b>66,1%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-29,3%</i>	<i>328,4%</i>	<i>-31,6%</i>	<i>16,4%</i>	<i>-41,6%</i>	<i>159,6%</i>	<i>7,7%</i>	<i>63,9%</i>		
Coste de ventas	(1,4)	(12,1)	(5,5)	(5,8)	(0,0)	(10,6)	(10,2)	(20,2)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>2,5</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>9,7</b>	<b>11,7</b>	<b>15,7</b>	<b>32,4%</b>	<b>26,0%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>64,8%</i>	<i>28,0%</i>	<i>51,8%</i>	<i>56,8%</i>	<i>100,0%</i>	<i>47,9%</i>	<i>53,4%</i>	<i>43,7%</i>		
Gastos de personal	(1,7)	(2,0)	(2,2)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	(2,1)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>62,6%</b>	<b>46,0%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-80,8%</i>	<i>184,9%</i>	<i>217,0%</i>	<i>64,8%</i>	<i>12,5%</i>	<i>47,4%</i>	<i>35,5%</i>	<i>55,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>22,7%</i>	<i>43,8%</i>	<i>24,9%</i>	<i>31,3%</i>	<i>29,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	1,1	0,0	0,4	1,2	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>58,6%</b>	<b>32,6%</b>
Depreciación y provisiones	(0,0)	0,3	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
<b>EBIT</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,6</b>	<b>10,4</b>	<b>52,3%</b>	<b>34,9%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-162,3%</i>	<i>234,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>58,7%</i>	<i>38,2%</i>	<i>13,1%</i>	<i>37,3%</i>	<i>58,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>	<i>16,8%</i>	<i>22,9%</i>	<i>54,2%</i>	<i>23,6%</i>	<i>30,1%</i>	<i>29,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	0,8	0,9	1,3	1,0	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,9)	(0,5)	(0,6)	(1,2)	(1,6)	(1,9)	(1,8)	(1,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(1,7)	(0,4)	(0,1)	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(3,9)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>9,0</b>	<b>31,6%</b>	<b>32,5%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-359,7%</i>	<i>140,5%</i>	<i>37,9%</i>	<i>51,2%</i>	<i>18,4%</i>	<i>-17,9%</i>	<i>57,4%</i>	<i>80,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(3,9)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>9,0</b>	<b>31,6%</b>	<b>32,5%</b>
Impuestos	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(0,6)	(1,0)	(1,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>22,4%</i>	<i>30,6%</i>	<i>28,2%</i>	<i>27,7%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(3,6)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>7,2</b>	<b>29,1%</b>	<b>37,0%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-440,0%</i>	<i>133,8%</i>	<i>23,4%</i>	<i>56,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>57,4%</i>	<i>80,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>7,2</b>	<b>26,5%</b>	<b>54,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-430,9%</i>	<i>111,0%</i>	<i>287,7%</i>	<i>39,7%</i>	<i>-6,1%</i>	<i>29,3%</i>	<i>57,4%</i>	<i>80,2%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>20-24</b>	<b>24-27e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>5,1</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>62,6%</b>	<b>46,0%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(2,9)	(1,2)	(1,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>2,0</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>23,4%</b>	<b>97,5%</b>
CAPEX						(0,4)	(0,4)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,9)	(1,8)	(1,7)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(0,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>-13,5%</b>	<b>40,0%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(0,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>-13,7%</b>	<b>41,9%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,0)	(1,1)	(1,3)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>1,3</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(5,4)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
								21-24	24-27e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>80,5%</b>	<b>46,0%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	184,9%	217,0%	64,8%	12,5%	47,4%	35,5%	55,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	3,5%	16,1%	22,7%	43,8%	24,9%	31,3%	29,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	5,6	(1,0)	2,7	(4,8)	(2,9)	(1,2)	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>5,5</b>	<b>(1,6)</b>	<b>2,0</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>-31,3%</b>	<b>97,5%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	229,8%	-89,6%	778,3%	-128,9%	223,6%	178,4%	65,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	35,6%	5,4%	41,0%	n.a.	9,7%	25,0%	25,2%		
- CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(0,4)	(0,4)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,6)	(1,2)	(2,6)	(1,9)	(1,8)	(1,7)		
- Impuestos	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(0,4)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>4,9</b>	<b>(0,9)</b>	<b>3,1</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>-56,4%</b>	<b>40,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	190,8%	-117,5%	465,2%	-385,4%	96,6%	n.a.	109,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	29,0%	n.a.	23,4%	n.a.	n.a.	14,6%	18,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	1,1	0,0	0,4	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	2,2	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	1,2	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>5,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>-51,1%</b>	<b>41,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	215,6%	-73,7%	132,7%	-336,8%	96,1%	n.a.	109,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,7%	n.a.	6,2%	n.a.	n.a.	6,3%	13,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,7%	2,8%	6,5%	n.a.	n.a.	6,3%	13,2%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>4,9</b>	<b>(0,9)</b>	<b>3,1</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>3,2</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(2,3)	(0,2)	0,3	(1,3)	5,5	0,4	4,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,5	1,4	0,9	1,6	(3,8)	1,4	(0,6)		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	9,4	(6,6)	3,7	(7,5)	1,9	1,7	(0,2)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>10,6</b>	<b>(5,4)</b>	<b>4,9</b>	<b>(7,1)</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,3	(0,2)	(0,0)	(4,1)	4,0	(0,0)	(0,3)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,1	(0,6)	(1,4)	0,7	0,0	0,2		
+/- Variación de impuestos	(0,6)	(0,3)	(0,3)	0,5	0,4	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>10,3</b>	<b>(5,7)</b>	<b>4,0</b>	<b>(12,1)</b>	<b>8,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>4,9</b>	<b>(0,9)</b>	<b>3,1</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,6</b>	<b>10,4</b>	<b>36,0%</b>	<b>34,9%</b>
* Tasa fiscal teórica	22,4%	30,0%	28,2%	27,7%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,0)	(1,3)	(2,1)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>80,5%</b>	<b>46,0%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	5,6	(1,0)	2,7	(4,8)	(2,9)	(1,2)	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>5,5</b>	<b>(1,6)</b>	<b>2,0</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>-31,3%</b>	<b>97,5%</b>
- CAPEX	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(0,4)	(0,4)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,0)	(1,3)	(2,1)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>5,6</b>	<b>(0,2)</b>	<b>4,4</b>	<b>(7,1)</b>	<b>0,6</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>-48,6%</b>	<b>42,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	212,0%	-103,1%	n.a.	-262,6%	108,3%	523,2%	68,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	33,0%	n.a.	32,7%	n.a.	2,9%	16,9%	17,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	2,2	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	1,2	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>5,0</b>	<b>2,1</b>	<b>4,2</b>	<b>(6,0)</b>	<b>0,6</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>-47,3%</b>	<b>45,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	228,9%	-58,3%	101,5%	-242,8%	110,0%	523,2%	68,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9,6%	n.a.	7,5%	n.a.	1,0%	6,4%	10,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	8,6%	3,6%	7,2%	n.a.	1,0%	6,4%	10,7%		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)**

**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	50,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 6m 2025
+ Deuda financiera neta	37,7	Rdos. 6m 2025
- Inmovilizado financiero	8,5	Rdos. 6m 2025
+/- Otros <sup>(1)</sup>	(21,5)	Rdos. 6m 2025
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>58,1</b>	

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 33,6Mn y EUR 14,7Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (c. EUR 1,62Mn)

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	14-24	24-27e	
Total Ingresos	9,0	5,7	5,2	3,7	5,5	5,0	3,9	16,8	11,5	13,4	7,8	20,3	21,9	35,9	-1,4%	66,1%	
Cto. Total ingresos	-11,1%	-36,2%	-9,8%	-28,3%	49,5%	-10,0%	-21,2%	328,4%	-31,6%	16,4%	-41,6%	159,6%	7,7%	63,9%			
EBITDA	1,4	0,5	0,3	0,2	0,7	(0,0)	(1,1)	1,7	1,9	3,4	4,6	5,1	6,8	10,7	12,7%	32,6%	
Cto. EBITDA	116,9%	-62,2%	-39,7%	-44,0%	283,9%	-101,0%	n.a.	256,2%	13,4%	81,7%	34,6%	10,3%	35,5%	55,8%			
EBITDA/Ingresos	15,5%	9,2%	6,1%	4,8%	12,3%	n.a.	n.a.	9,8%	16,3%	25,4%	58,5%	24,9%	31,3%	29,7%			
Beneficio neto	0,7	1,2	0,9	0,3	0,1	0,1	(3,6)	1,2	1,5	2,3	2,8	2,5	4,0	7,2	15,3%	37,0%	
Cto. Beneficio neto	101,4%	72,8%	-20,7%	-64,6%	-58,0%	-0,1%	n.a.	133,8%	23,4%	56,4%	19,2%	-9,2%	57,4%	80,2%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	21,0	21,1	21,1	22,7	21,9	21,9	21,9			
BPA (EUR)	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,01	-0,17	0,06	0,07	0,11	0,12	0,12	0,18	0,33	14,3%	38,6%	
Cto. BPA	n.a.	72,9%	-20,7%	-64,6%	-58,0%	-0,1%	n.a.	n.a.	23,0%	56,4%	10,8%	-6,0%	57,4%	80,2%			
BPA ord. (EUR)	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,01	-0,17	0,02	0,07	0,10	0,09	0,12	0,18	0,33	10,3%	56,0%	
Cto. BPA ord.	n.a.	72,9%	-20,7%	-64,6%	-58,0%	-16,1%	n.a.	n.a.	n.a.	39,7%	-12,7%	33,9%	57,4%	80,2%			
CAPEX	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(0,4)	(0,4)	(0,7)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8%	8,7%	0,4%	1,9%	1,8%	55,7%	2,0%	2,0%	2,0%			
Free Cash Flow	17,8	4,9	3,7	3,1	0,4	0,9	(4,7)	5,4	1,4	3,3	(7,8)	(0,3)	3,2	6,7	-9,3%	41,9%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,7x	16,8x	8,5x	8,1x	7,6x	5,3x	2,9x			
PER (x)	65,1x	35,2x	44,4x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,9x	12,1x	8,9x	14,7x	19,9x	12,6x	7,0x			
EV/Vtas (x)	5,08x	7,12x	7,46x	9,28x	4,55x	9,21x	10,21x	2,67x	2,63x	2,38x	6,24x	2,86x	2,66x	1,62x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	32,8x	n.a.	n.a.	n.a.	37,0x	n.a.	n.a.	27,2x	16,2x	9,4x	10,7x	11,5x	8,5x	5,5x			
Comport. Absoluto	135,0%	-6,4%	0,0%	-0,1%	-30,1%	6,4%	-12,5%	12,4%	-40,4%	15,4%	83,1%	27,0%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	126,7%	0,8%	2,1%	-7,0%	-17,8%	-4,8%	3,5%	4,1%	-36,8%	-6,0%	59,5%	3,3%					

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 2025e

		Promoción inmobiliaria					Turismo			
EUR Mn		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur	Average	PPHE Hotel Group	Pierre et Vacances	Average	LIB
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES	ISUR-ES		PPH-GB	VAC-FR		LIB-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Netherlands	France		Spain
	Market cap	1.539,5	937,4	1.568,9	252,0		783,1	773,3		50,4
	Enterprise value (EV)	1.878,4	1.126,9	1.714,0	452,9		2.222,8	4.085,4		58,1
Información financiera básica	Total Ingresos	697,1	1.065,7	648,4	264,1		541,2	1.960,1		20,3
	Cto.Total Ingresos	5,6%	-7,8%	31,6%	58,8%	22,0%	6,2%	7,8%	7,0%	159,6%
	2y TACC (2025e - 2027e)	1,7%	2,4%	4,4%	-6,9%	0,4%	5,6%	2,5%	4,0%	32,9%
	EBITDA	92,4	165,5	112,3	52,2		172,4	185,7		5,1
	Cto. EBITDA	105,9%	-0,2%	73,0%	93,1%	68,0%	9,8%	-65,9%	-28,1%	10,3%
	2y TACC (2025e - 2027e)	2,8%	3,8%	33,9%	-8,1%	8,1%	8,8%	8,6%	8,7%	45,3%
	EBITDA/Ingresos	13,3%	15,5%	17,3%	19,8%	16,5%	31,9%	9,5%	20,7%	24,9%
	EBIT	83,8	161,6	104,7	47,2		111,1	118,0		4,8
	Cto. EBIT	73,8%	0,7%	73,1%	108,3%	63,9%	8,0%	-53,1%	-22,5%	13,1%
	2y TACC (2025e - 2027e)	4,3%	3,9%	36,0%	-8,2%	9,0%	10,9%	10,5%	10,7%	47,3%
	EBIT/Ingresos	12,0%	15,2%	16,1%	17,9%	15,3%	20,5%	6,0%	13,3%	23,6%
	Beneficio Neto	42,3	107,6	73,1	31,0		39,0	47,8		2,5
	Cto. Beneficio Neto	166,4%	-28,1%	17,8%	50,4%	51,6%	20,2%	138,5%	79,4%	-9,2%
2y TACC (2025e - 2027e)	6,8%	4,1%	32,1%	-10,6%	8,1%	25,3%	27,2%	26,2%	68,4%	
CAPEX/Ventas	5,1%	16,5%	42,4%	22,4%	21,6%	11,3%	4,9%	8,1%	2,0%	
Free Cash Flow	127,4	104,1	165,9	15,4		62,3	39,4		(0,3)	
Deuda financiera Neta	313,1	308,6	462,6	168,9		848,8	(40,9)		38,3	
DN/EBITDA (x)	3,4	1,9	4,1	3,2	3,2	4,9	n.a.	4,9	7,6	
Pay-out	315,0%	n.a.	206,4%	39,6%	187,0%	52,7%	0,0%	26,3%	35,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	31,7	8,7	18,3	8,5	16,8	15,4	17,6	16,5	19,9
	P/BV (x)	1,0	0,9	1,6	1,4	1,2	2,1	11,3	6,7	0,5
	EV/Ingresos (x)	2,7	1,1	2,6	1,7	2,0	4,1	2,1	3,1	2,9
	EV/EBITDA (x)	20,3	6,8	15,3	8,7	12,8	12,9	22,0	17,4	11,5
	EV/EBIT (x)	22,4	7,0	16,4	9,6	13,8	20,0	34,6	27,3	12,1
	ROE	3,2	10,4	8,8	17,0	9,8	13,6	64,6	39,1	2,6
	FCF Yield (%)	8,3	11,1	10,6	6,1	9,0	8,0	5,1	6,5	n.a.
	DPA	0,88	2,67	2,02	0,67	1,56	0,49	0,00	0,24	0,04
Dvd Yield	8,7%	12,4%	11,6%	4,9%	9,4%	2,6%	0,0%	1,3%	1,8%	

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 91 563 19 72  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

### Director de análisis

---

Alfredo Echevarría Otegui

[alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com](mailto:alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com)

---

### Analistas que han contribuido a este informe:

---

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

[pablo.victoria@institutodeanalistas.com](mailto:pablo.victoria@institutodeanalistas.com)

Daniel Gandoy López

Equity research

[lighthouse@institutodeanalistas.com](mailto:lighthouse@institutodeanalistas.com)

Miguel Medina Sivilotti

Equity research

[lighthouse@institutodeanalistas.com](mailto:lighthouse@institutodeanalistas.com)

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

[jesus.lopez@institutodeanalistas.com](mailto:jesus.lopez@institutodeanalistas.com)

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institutodeanalistas.com/lighthouse](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
25-Jul-2025	n.a.	2,30	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
17-Jun-2025	n.a.	1,90	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
06-May-2025	n.a.	1,69	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
03-Mar-2025	n.a.	1,65	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
05-Nov-2024	n.a.	1,42	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
26-Jul-2024	n.a.	1,41	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
07-Jun-2024	n.a.	1,67	n.a.	n.a.	Visita a compañía	Enrique Andrés Abad, CFA
27-May-2024	n.a.	1,45	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
29-Abr-2024	n.a.	1,21	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
04-Mar-2024	n.a.	1,12	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
27-Oct-2023	n.a.	0,95	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
28-Jul-2023	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	0,91	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
28-Abr-2023	n.a.	0,82	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
02-Mar-2023	n.a.	0,84	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
28-Oct-2022	n.a.	0,90	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
02-Ago-2022	n.a.	1,04	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
03-May-2022	n.a.	1,57	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
02-Mar-2022	n.a.	1,29	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
25-Oct-2021	n.a.	1,77	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
02-Ago-2021	n.a.	2,06	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
07-Jul-2021	n.a.	2,37	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

