

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com  
 Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.com  
 +34 915 904 226

**Netex (NTX)**, es una compañía tecnológica española (A Coruña) dedicada al desarrollo y comercialización de software para el sector de la educación. Sus dos principales líneas de negocio son la venta/renovación de licencias (30% s/Ingresos 2023) y la realización de proyectos con contenidos a medida (70% s/Ingresos 2023). Sus ingresos fuera de España representan c. del 55%. Los fundadores controlan c. 51% del capital.

## OPA amistosa de BD-Capital

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	33,7	36,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	59,1	64,1
Número de Acciones (Mn)	8,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,08 / 3,42 / 2,48	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	4,9	
Factset / Bloomberg	NTX-ES / NTX SM	
Cierre año fiscal	30-sep	

### Estructura Accionarial (%)<sup>(7)</sup>

José Carlos López Ezquerro	25,4
José Ramón Mosteiro López	25,2
Ángel Fandos (Odre 2005)	12,1
3-Gutinvest, S.L.	5,0
Free Float	30,7

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,9	8,9	8,9	8,9
Total Ingresos	23,9	28,0	32,7	37,9
EBITDA Rec.	3,4	4,9	6,1	7,6
% Var.	75,3	44,2	25,7	24,3
% EBITDA Rec./Ing.	14,2	17,4	18,8	20,1
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	17,8	9,5	21,0	12,5
Beneficio neto	-1,1	1,4	2,8	4,2
BPA (EUR)	-0,12	0,16	0,31	0,47
% Var.	19,9	235,9	94,0	50,5
BPA ord. (EUR)	-0,03	0,16	0,31	0,47
% Var.	64,6	690,2	94,0	50,5
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	3,5	1,4	2,4	3,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	18,0	16,6	14,2	10,7
DN / EBITDA Rec.(x)	5,3	3,4	2,3	1,4
ROE (%)	n.a.	130,5	86,8	62,6
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	7,8	13,4	18,5	23,7

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

PER	n.a.	23,4	12,1	8,0
PER Ordinario	n.a.	23,4	12,1	8,0
P/BV	n.a.	18,5	7,3	3,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,47	2,11	1,81	1,56
EV/EBITDA Rec.	17,5	12,1	9,6	7,7
EV/EBIT	37,0	16,2	11,6	8,8
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	10,4	4,1	7,0	10,4

**OPA DE BD CAPITAL SOBRE EL 100% DEL CAPITAL DE NTX.** BD Capital (gestora de private equity especializada en el mid-market europeo) ha lanzado una OPA sobre NTX a un precio de EUR 4,75/acc, 25% de prima sobre el precio pre OPA (23 de mayo; EUR 3,80/acc.). Y que se pagará en efectivo. BD Capital cuenta con compromisos de aceptación del 50,5% (con la intención última de excluir NTX de cotización). A expensas de obtener un waiver de la obligación de amortizar anticipadamente financiación. José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro han alcanzado un acuerdo con BD Capital para mantener un 30,3% del capital (excluido de la OPA; que por ello solo es efectiva sobre el 69,7%; del que, teóricamente, un 30,7% es free float). El Consejo recomienda acudir a la OPA.

**CON UN MÚLTIPLO IMPLÍCITO EV/EBITDA EN LÍNEA CON LOS COMPARABLES.** Tras la fuerte subida del precio de la acción Pre-OPA (NTX -12M: +45,0%, +18,2% vs Ibx 35, +12,7% vs sector) nuestras estimaciones 2024e cotizaban a un múltiplo EV/EBITDA de 12,1x (pre OPA) vs 14,6x de sus comparables (múltiplo actual). El precio de la OPA implica un EV/EBITDA implícito de 13,8x (-5% vs sector). Es decir, la prima ofertada (+25% vs precio pre OPA) estaría en línea con el múltiplo sectorial.

**CON UNA VALORACIÓN INTRÍNSECA DE EUR 5,3/ACC. (+11% VS PRECIO DE OPA).** Si descontamos los flujos de caja (2024e-2026e) usando una WACC del 8,3% (ver pag. 4), y asumimos que NTX es capaz de generar un FCF "to the firm" 2026e de EUR 5,0Mn (con un impacto por var. de circulante de EUR -0,2Mn anual), obtenemos un valor de EUR 47Mn o un precio de EUR 5,3/acc (+11% vs precio de OPA): el valor real de NTX en base a su potencial de generación de FCF en el largo plazo, bajo una hipótesis de crecimiento razonable (G del 2%). El precio ofertado estaría en línea con el valor intrínseco de NTX. Una visión de NTX más próxima a un "growth stock" (una cía de IT del sector educativo puede ser percibida así) llevaría a una G más alta (¿3%?) e implicaría valoraciones (no son nuestro escenario central) de c.EUR 6,7/acción.

### EN DEFINITIVA, EL PRECIO DE LA OPA REFLEJA EL VALOR INTRÍNSECO DE NTX.

Como muestran los números. La OPA no se lanza en un momento bajo del precio de la acción (después de la fuerte subida de los últimos meses). Y estaría considerando el potencial de mejora en EBITDA Rec. y en generación FCF en el periodo 2024e-2026e. El 28 de mayo de 2024 empieza el periodo de aceptación de la oferta y finalizará el 28 de junio de 2024 (ambos incluidos). Se estima que la Oferta se liquidará el 9 de julio de 2024.

### Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,8	2,7	45,0	-4,0	-8,2	214,0
vs Ibx 35	1,8	-7,5	18,2	-13,8	-24,9	156,2
vs Ibx Small Cap Index	-3,1	-9,0	27,1	-13,2	-9,6	139,0
vs Eurostoxx 50	2,9	-0,6	22,8	-13,8	-26,4	109,0
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-1,8	-0,2	12,7	-16,8	-28,7	68,5

(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 Technology.

(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.

(7) Otros: Autocartera 1,7%

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

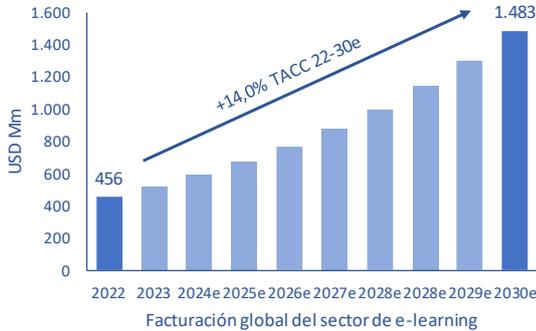
## Netex (NTX) es una compañía de BME Growth

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.

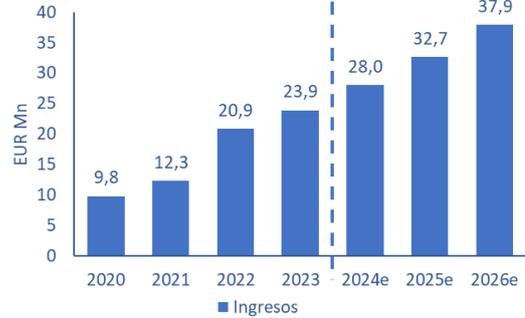
BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar 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).

**La compañía en 8 gráficos**

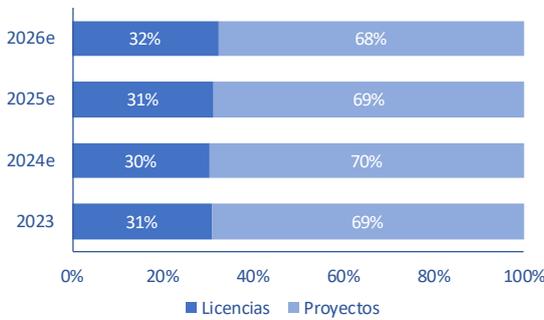
**NTX se va a beneficiar de un fortísimo driver sectorial (e-learning)...**



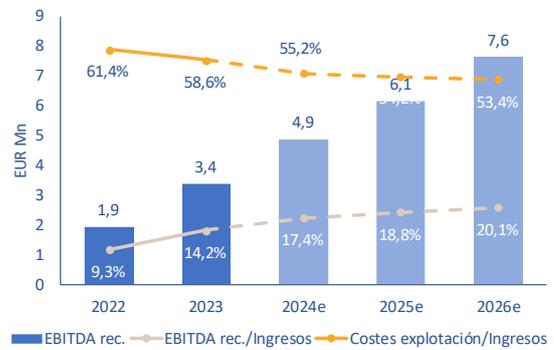
**... que acelerará el crecimiento en ingresos (+16,6% TACC 2023-2026e)**



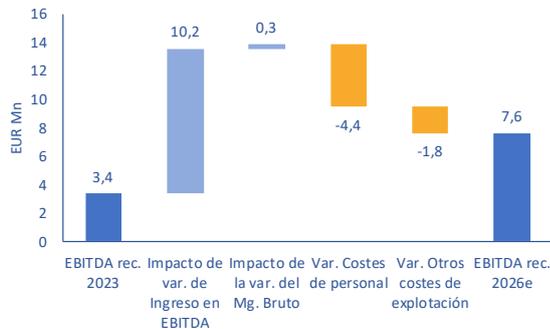
**Estimamos un aumento progresivo de licencias (el negocio más rentable)...**



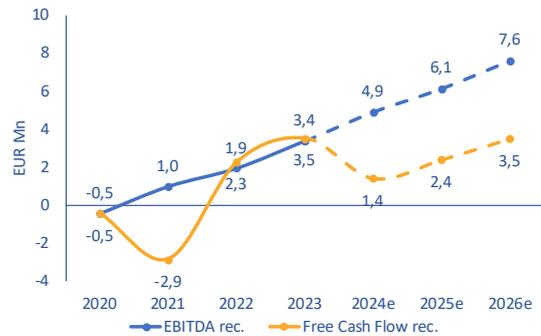
**... Y un potencial elevado de apalancarse en su estructura de costes**



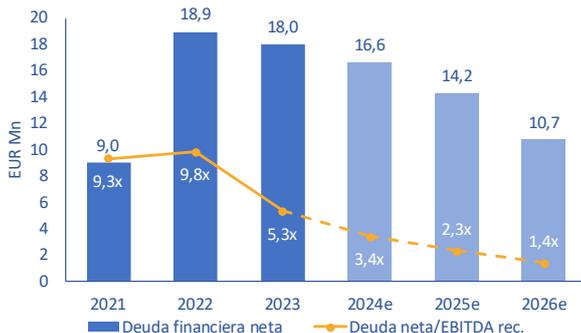
**Lo que permitirá un "despegue" del EBITDA (EUR 7,6Mn en 2026e)**



**Con capacidad de generación de caja (FCF Yield 24e: 4,1%)**



**... que reducirá la deuda a la mitad, llevando la DN/EBITDA 2026e a 1,4x**



**Los múltiplos, un reclamo: P/E 26e 8,0x y EV/EBITDA 26e 7,7x**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,7	3,4	4,3	75,5			
<b>Market Cap</b>	<b>33,7</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>23,4</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta			6,3%	6,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>5,2%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>	
Risk free rate (rf)	3,3%	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)	59,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	41,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,3%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,5%</b>	<b>9,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 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
Instructure Holdings	INST-US	2.719,7	23,9	17,8%	14,8	11,4%	6,1	9,7%	41,1%	5,8%	n.a.
Learning Technologies Group	LTG-GB	708,5	10,0	6,8%	5,9	4,9%	1,3	3,4%	22,2%	7,4%	24,6%
Docebo	DCBO-CA	1.043,0	40,5	34,1%	32,5	39,1%	4,9	19,3%	15,2%	3,1%	n.a.
Skillssoft	SKIL-US	72,9	n.a.	30,8%	5,3	n.a.	1,1	2,6%	19,9%	n.a.	n.a.
E-learning			24,8	22,4%	14,6	18,5%	3,3	8,7%	24,6%	5,4%	24,6%
NTX	NTX-ES	33,7	23,4	70,9%	12,1	25,0%	2,1	16,3%	17,4%	4,1%	58,9%

### 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	20,7%	6,8	8,7x
Central	18,8%	6,1	9,6x
Min	16,9%	5,5	10,7x

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

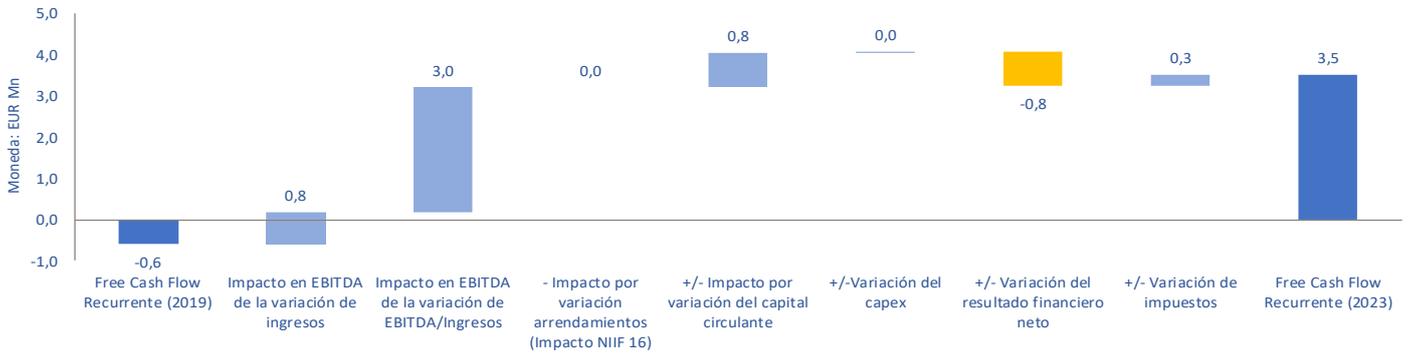
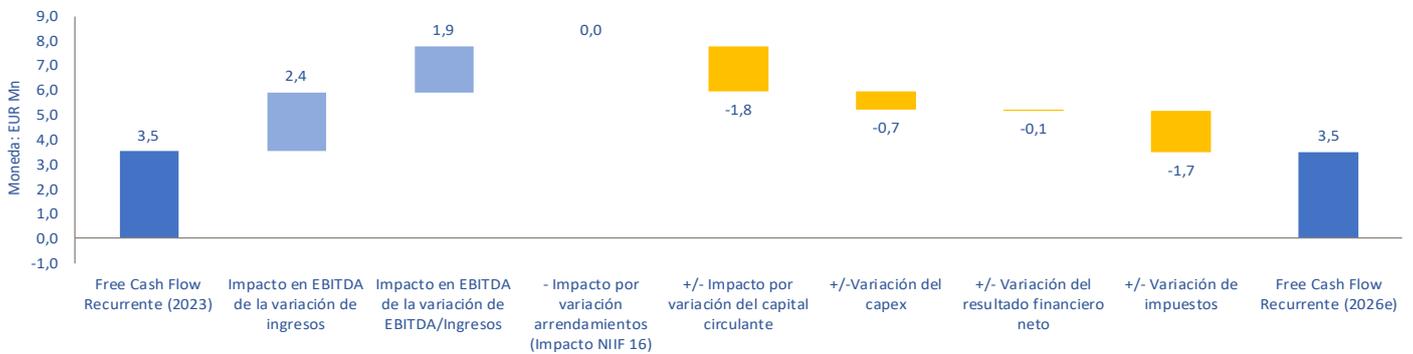
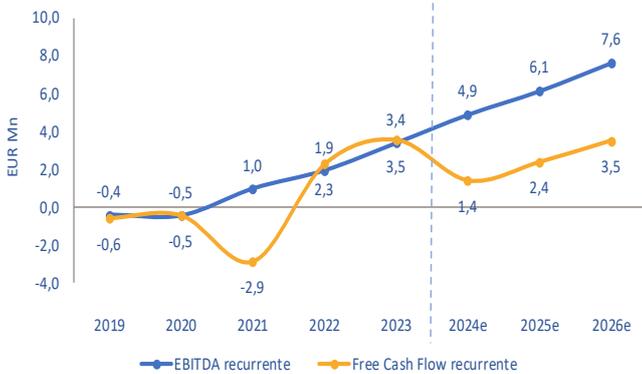
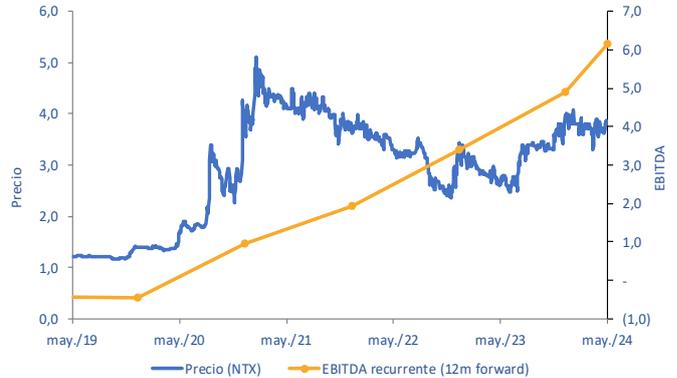
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			➔	FCF Rec./Yield 25e			
EBITDA 25e	1,8%	2,0%	2,2%		Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
6,8	3,1	3,0	2,9		Max	9,1%	8,9%	8,7%
6,1	2,4	2,4	2,3		Central	7,2%	7,0%	6,8%
5,5	1,8	1,7	1,7		Min	5,4%	5,2%	5,0%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
Inmovilizado inmaterial	6,2	6,5	6,1	10,2	9,4	8,1	7,1	6,2		
Inmovilizado material	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,9	1,6	2,4		
Otros activos no corrientes	0,2	0,2	0,5	1,3	2,7	2,7	2,7	2,7		
Inmovilizado financiero	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	5,9	6,4	6,4	6,4	6,4		
Activo circulante	4,4	3,7	7,1	8,6	8,0	9,1	10,3	11,6		
<b>Total activo</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>14,3</b>	<b>26,7</b>	<b>27,0</b>	<b>27,4</b>	<b>28,2</b>	<b>29,4</b>		
Patrimonio neto	2,2	1,3	2,3	1,1	0,4	1,8	4,6	8,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,2	0,1	0,6	2,2	2,2	2,2	2,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9		
Deuda financiera neta	5,8	6,8	9,0	18,9	18,0	16,6	14,2	10,7		
Pasivo circulante	3,2	2,8	2,9	5,2	5,6	6,0	6,3	6,8		
<b>Total pasivo</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>14,3</b>	<b>26,7</b>	<b>27,0</b>	<b>27,4</b>	<b>28,2</b>	<b>29,4</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>20,9</b>	<b>23,9</b>	<b>28,0</b>	<b>32,7</b>	<b>37,9</b>	<b>28,7%</b>	<b>16,6%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>29,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>25,4%</i>	<i>70,0%</i>	<i>14,6%</i>	<i>17,3%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,0%</i>		
Coste de ventas	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(6,1)	(6,5)	(7,7)	(8,8)	(10,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>9,1</b>	<b>14,7</b>	<b>17,4</b>	<b>20,3</b>	<b>23,8</b>	<b>27,9</b>	<b>25,9%</b>	<b>17,0%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>79,5%</i>	<i>74,2%</i>	<i>74,0%</i>	<i>70,7%</i>	<i>72,7%</i>	<i>72,6%</i>	<i>73,0%</i>	<i>73,5%</i>		
Gastos de personal	(6,0)	(6,4)	(6,7)	(10,2)	(10,5)	(11,4)	(13,1)	(14,9)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(2,6)	(3,5)	(4,0)	(4,6)	(5,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>77,7%</b>	<b>31,1%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>77,0%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>304,8%</i>	<i>100,3%</i>	<i>75,3%</i>	<i>44,2%</i>	<i>25,7%</i>	<i>24,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,3%</i>	<i>14,2%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,8%</i>	<i>20,1%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,2	0,2	(0,9)	(0,6)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>69,7%</b>	<b>39,3%</b>
Depreciación y provisiones	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(3,6)	(3,4)	(3,4)	(3,2)	(3,1)		
Gastos capitalizados	2,4	2,5	1,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>77,7%</b>	<b>61,2%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>111,2%</i>	<i>60,2%</i>	<i>143,8%</i>	<i>-149,0%</i>	<i>620,3%</i>	<i>128,3%</i>	<i>39,7%</i>	<i>31,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,7%</i>	<i>13,0%</i>	<i>15,6%</i>	<i>17,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(2,4)	(1,7)	(1,4)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>97,3%</i>	<i>128,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-926,3%</i>	<i>47,9%</i>	<i>337,5%</i>	<i>94,0%</i>	<i>50,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos	0,1	0,1	0,5	0,2	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(1,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<i>n.a.</i>	<i>81,4%</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>104,6%</i>	<i>86,4%</i>	<i>358,7%</i>	<i>-306,3%</i>	<i>19,9%</i>	<i>235,9%</i>	<i>94,0%</i>	<i>50,5%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>-86,1%</b>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>98,7%</i>	<i>-980,1%</i>	<i>90,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>64,6%</i>	<i>690,2%</i>	<i>94,0%</i>	<i>50,5%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>77,7%</b>	<b>31,1%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(0,8)	(0,9)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,7</b>	<b>97,9%</b>	<b>16,0%</b>
CAPEX						(0,6)	(0,7)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,7)	(1,4)	(1,1)		
Impuestos						(0,5)	(0,9)	(1,4)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>67,8%</b>	<b>-0,2%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>37,2%</b>	<b>54,2%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(1,4)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(3,5)</b>		

## 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
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<i>n.a.</i>	<b>31,1%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-10,8%	304,8%	100,3%	75,3%	44,2%	25,7%	24,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	7,9%	9,3%	14,2%	17,4%	18,8%	20,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,4)	0,9	0,9	(0,7)	(0,8)	(0,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,7</b>	<i>n.a.</i>	<b>16,0%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	26,5%	-902,4%	220,3%	50,4%	-3,9%	28,3%	26,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	13,8%	18,1%	14,8%	16,3%	17,8%		
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(0,7)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,4)	(0,7)	(1,0)	(1,7)	(1,4)	(1,1)		
- Impuestos	-	-	0,2	0,3	(0,5)	(0,9)	(1,4)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<i>n.a.</i>	<b>-0,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	22,8%	-526,6%	178,7%	55,7%	-60,6%	71,0%	47,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	10,8%	14,7%	4,9%	7,2%	9,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	0,2	(0,9)	(0,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(8,5)	(2,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,1	0,2	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(7,0)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>84,0%</b>	<b>54,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	63,4%	<i>n.a.</i>	-163,6%	113,6%	45,1%	71,0%	47,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	6,7%	10,4%	4,1%	7,0%	10,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	4,1%	7,0%	10,4%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	(0,1)	0,7	0,3	0,6	0,8	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,0	1,6	0,3	1,2	0,9	0,4	0,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,0)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,1	(3,6)	4,3	(0,0)	(1,7)	(0,1)	(0,1)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>(2,2)</b>	<b>5,3</b>	<b>1,4</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,0	0,0	(0,1)	0,1	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,3)	(0,2)	(0,4)	(0,7)	0,4	0,3		
+/- Variación de impuestos	-	-	0,2	0,0	(0,8)	(0,5)	(0,5)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>(2,4)</b>	<b>5,1</b>	<b>1,3</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</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>0,6</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>83,9%</b>	<b>61,2%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,7)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<i>n.a.</i>	<b>31,1%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,4)	0,9	0,9	(0,7)	(0,8)	(0,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,7</b>	<i>n.a.</i>	<b>16,0%</b>
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(0,7)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,7)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>0,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	27,0%	-757,0%	211,9%	57,4%	-37,3%	26,8%	27,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	13,0%	17,9%	9,6%	10,4%	11,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(8,5)	(2,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,1	0,2	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(5,7)</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>23,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	27,0%	-757,0%	-134,2%	140,2%	17,4%	26,8%	27,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,6%	7,2%	4,5%	5,8%	7,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,9%	4,5%	5,8%	7,3%		

**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	33,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,2	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	23,4	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>59,1</b>	

## 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				5,4	5,1	6,7	8,7	9,8	12,3	20,9	23,9	28,0	32,7	37,9	n.a.	16,6%
Cto. Total ingresos				n.a.	-6,2%	31,6%	29,8%	12,4%	25,4%	70,0%	14,6%	17,3%	16,6%	16,0%		
EBITDA				0,0	(1,9)	(1,8)	(0,4)	(0,2)	1,2	1,1	2,8	4,9	6,1	7,6	n.a.	39,3%
Cto. EBITDA				n.a.	n.a.	0,8%	75,7%	46,8%	591,0%	-8,7%	163,7%	73,0%	25,7%	24,3%		
EBITDA/Ingresos				0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,6%	5,1%	11,8%	17,4%	18,8%	20,1%		
Beneficio neto				0,0	(2,2)	(1,6)	0,1	0,1	0,6	(1,3)	(1,1)	1,4	2,8	4,2	n.a.	81,4%
Cto. Beneficio neto				n.a.	n.a.	25,1%	104,6%	86,4%	358,7%	-306,3%	19,9%	235,9%	94,0%	50,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				-	-	-	-	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9		
BPA (EUR)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,02	0,07	-0,15	-0,12	0,16	0,31	0,47	n.a.	81,4%
Cto. BPA				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,9%	n.a.	94,0%	50,5%		
BPA ord. (EUR)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,02	0,00	-0,08	-0,03	0,16	0,31	0,47	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	90,7%	n.a.	64,6%	n.a.	94,0%	50,5%		
CAPEX				-	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,6)	(0,7)	(0,8)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>				0,0%	1,1%	2,5%	0,7%	0,5%	0,3%	0,7%	0,2%	2,0%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow				(2,1)	(1,0)	(2,7)	(0,6)	(0,2)	(2,7)	(7,0)	1,0	1,4	2,4	3,5	n.a.	54,2%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,7x	17,7x	6,4x	3,4x	2,3x	1,4x		
PER (x)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,2x	n.a.	n.a.	23,4x	12,1x	8,0x		
EV/Vtas (x)				n.a.	n.a.	3,39x	1,97x	1,94x	3,38x	2,70x	1,84x	2,11x	1,81x	1,56x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35,4x	n.a.	15,6x	12,1x	9,6x	7,7x		
Comport. Absoluto				n.a.	n.a.	-34,8%	7,8%	164,7%	-1,6%	-9,1%	20,4%	-4,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35				n.a.	n.a.	-23,4%	-3,6%	213,1%	-8,9%	-3,8%	-2,0%	-13,8%				

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

		E-learning					
EUR Mn		Instructure Holdings	Learning Technologies Group	Docebo	Skillsoft	Average	NTX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	INST-US	LTG-GB	DCBO-CA	SKIL-US		NTX-ES
	País	USA	UK	Canada	USA		Spain
	Market cap	2.719,7	708,5	1.043,0	72,9		33,7
	Enterprise value (EV)	3.716,7	810,7	971,7	527,7		59,1
Información financiera básica	Total Ingresos	609,7	623,2	197,0	500,0		28,0
	Cto.Total Ingresos	25,1%	-5,1%	19,4%	-1,7%	9,4%	17,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,7%	3,4%	19,3%	2,6%	8,7%	16,3%
	EBITDA	250,9	138,2	29,9	99,4		4,9
	Cto. EBITDA	60,2%	5,0%	757,2%	57,9%	220,0%	73,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,4%	4,9%	39,1%	n.a.	18,5%	25,0%
	EBITDA/Ingresos	41,1%	22,2%	15,2%	19,9%	24,6%	17,4%
	EBIT	245,5	119,2	18,8	(73,9)		3,6
	Cto. EBIT	n.a.	54,9%	n.a.	8,0%	31,5%	128,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	11,1%	4,7%	54,1%	n.a.	23,3%	35,4%
	EBIT/Ingresos	40,3%	19,1%	9,5%	n.a.	23,0%	13,0%
	Beneficio Neto	(54,5)	80,1	22,1	(100,9)		1,4
	Cto. Beneficio Neto	-73,9%	110,4%	752,6%	68,5%	214,4%	235,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	7,6%	39,2%	n.a.	23,4%	70,9%
CAPEX/Ventas	1,2%	1,1%	0,4%	2,3%	1,3%	2,0%	
Free Cash Flow	156,4	52,2	32,6	(0,6)		1,4	
Deuda financiera Neta	757,5	46,0	(98,1)	n.a.		16,6	
DN/EBITDA (x)	3,0	0,3	n.a.	n.a.	1,7	3,4	
Pay-out	0,0%	17,8%	n.a.	0,0%	5,9%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	23,9	10,0	40,5	n.a.	24,8	23,4
	P/BV (x)	2,3	n.a.	13,8	n.a.	8,1	18,5
	EV/Ingresos (x)	6,1	1,3	4,9	1,1	3,3	2,1
	EV/EBITDA (x)	14,8	5,9	32,5	5,3	14,6	12,1
	EV/EBIT (x)	15,1	6,8	n.a.	n.a.	11,0	16,2
	ROE	9,8	n.a.	34,2	n.a.	22,0	130,5
	FCF Yield (%)	5,8	7,4	3,1	n.a.	5,4	4,1
	DPA	0,00	0,02	n.a.	0,00	0,01	0,00
Dvd Yield	0,0%	2,0%	n.a.	0,0%	0,7%	0,0%	

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

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

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institodeanalistas.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institodeanalistas.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institodeanalistas.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institodeanalistas.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institodeanalistas.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.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
27-May-2024	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarria Otegui
27-May-2024	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Noticia importante	Luis Esteban Arribas, CESGA
01-Feb-2024	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
25-Jul-2023	n.a.	2,86	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	2,74	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
01-Feb-2023	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
01-Ago-2022	n.a.	3,23	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
07-Jul-2022	n.a.	3,27	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA

