

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 5,95 (8 may 2024)

Fecha del informe: 9 may 2024 (13:15h)

**Resultados 3m 2024**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 3m 2024**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: 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 (VPO) en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana (donde es el principal propietario inmobiliario privado).

## Rdos 1T24: en línea. Una "rara" combinación de alta visibilidad y bajo riesgo cotizando a P/E 11x.

**LOS INGRESOS CRECEN A DÍGITO MEDIO (EUR 5,5MN; +5,5% VS 1T23)...** Los ingresos por rentas (EUR 5,0 Mn; +6,0% vs 1T23) mantienen el ritmo de crecimiento por dos razones: (i) actualización de precios y (ii) aumento de la ocupación. Por segmentos, la cartera comercial registra el mayor crecimiento (+13,4%), seguido por las oficinas (+11,0%) y viviendas (+4,6%). A nivel consolidado, CEV registra unos ingresos de EUR 5,5Mn (+5,5% vs 1T23; por encima del c.+4% estimado para el año).

**... CON UNA MEJORA SIGNIFICATIVA EN LOS MÁRGENES (+5,9P.P. VS 1T23).** Se confirma la mejora de márgenes vista durante el último año. El incremento en ingresos junto con los menores gastos operativos (-5,9% vs 1T23) aupán el Mg. EBITDA rec. hasta el 66,3% (+5,9p.p. vs 1T23) situando el EBITDA en EUR 3,7Mn (+15,9% vs 1T23; en línea con nuestra estimación para 2024e, +13,0%).

**ADQUISICIÓN DE DOS NUEVOS ACTIVOS.** CEV anuncia la adquisición de activos estratégicos: (i) dos solares para el negocio promotor (c. 11.000 m<sup>2</sup> de edificabilidad; EUR 1,7Mn) y (ii) un local comercial que formara parte de la cartera patrimonial (EUR 8,5Mn).

**MANTENEMOS ESTIMACIONES.** El perfil defensivo de la cartera patrimonial otorga visibilidad a los ingresos y nos permite mantener estimaciones. Aunque, con los resultados 1T24 (mejora en ingresos y márgenes), el riesgo de revisión de estimaciones es "claramente" al alza. Para 2024e y 2025e proyectamos un crecimiento orgánico de un dígito, concretamente esperamos unos ingresos de EUR 22,1Mn y EUR 23,1Mn con un EBITDA de EUR 16,9Mn y EUR 17,6Mn respectivamente (y que incluye el resultado de la actividad de promoción).

**CARTERA PATRIMONIAL CON GRAN VISIBILIDAD. EL CATALIZADOR SON LAS ENTREGAS DEL NEGOCIO PROMOTOR (YA DESDE 2024E).** CEV sigue mostrándose como una inmobiliaria de bajo riesgo. El negocio patrimonialista mantiene buenos niveles de ocupación, mejora en márgenes y aporta mucha visibilidad. El catalizador a corto y medio plazo son las primeras entregas de las promociones de L'Hospitalet y Montgat junto con el proyecto HMB (4.500 viviendas accesibles en Barcelona). Tras el comportamiento de la acción (-9,1%, -12m; -20,7% vs sector), CEV cotiza con un descuento de c.60% vs NAV. 2024e: P/E c11x, Dividend Yield 4,2%, FCF Yield 7,8%.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	138,4	148,7
UREV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	279,3	300,2
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,85 / 6,29 / 5,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	0,6	
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 <sup>(4)</sup>	5,8	10,7	6,1	6,2
Beneficio neto	10,9	12,4	13,2	13,5
BPA (EUR)	0,47	0,53	0,57	0,58
% Var.	-62,0	12,9	6,8	2,4
BPA ord. (EUR)	0,45	0,47	0,50	0,55
% Var.	26,7	3,4	7,7	8,9
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	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 (%) <sup>(5)</sup>	2,5	2,8	2,9	3,0

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

PER	12,6	11,2	10,5	10,2
PER Ordinario	13,1	12,7	11,8	10,8
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3
Dividend Yield (%)	4,2	4,2	4,2	4,2
EV/Ventas	13,07	12,56	12,07	11,43
EV/EBITDA Rec.	18,9	18,4	17,6	16,5
EV/EBIT	18,2	16,4	15,8	15,6
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	4,5	7,8	7,3	7,8

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,0	-0,8	-9,1	-0,8	-7,8	-25,1
vs Ibex 35	-6,1	-11,9	-24,9	-10,2	-25,1	-38,0
vs Ibex Small Cap Index	-7,9	-9,3	-17,7	-8,1	-7,7	-40,6
vs Eurostoxx 50	-3,9	-7,3	-21,5	-11,0	-26,1	-49,2
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-7,6	-5,2	-20,7	1,7	23,5	0,6

(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.

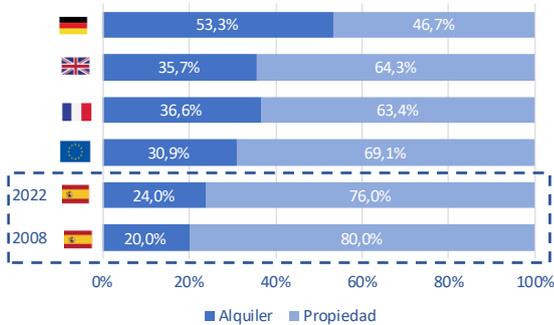
(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

**Resultados 3m24**
**Tabla 1. Resultados 1T24**

EUR Mn	3m24	3m23	3m24 vs 3m23	2024e	2024e vs 2023
<b>Total Ingresos</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5%</b>	<b>22,2</b>	<b>3,9%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>15,9%</b>	<b>15,2</b>	<b>2,9%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>66,3%</i>	<i>60,4%</i>	<i>5,9 p.p.</i>	<i>68,4%</i>	<i>-0,7 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>13,5%</b>	<b>16,9</b>	<b>13,0%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>66,2%</i>	<i>61,5%</i>	<i>4,7 p.p.</i>	<i>76,2%</i>	<i>7,2 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>10,9%</b>	<b>17,0</b>	<b>9,9%</b>
<b>BAI</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>5,4%</b>	<b>15,5</b>	<b>11,8%</b>
<b>BN</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,7%</b>	<b>12,4</b>	<b>11,8%</b>

**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**



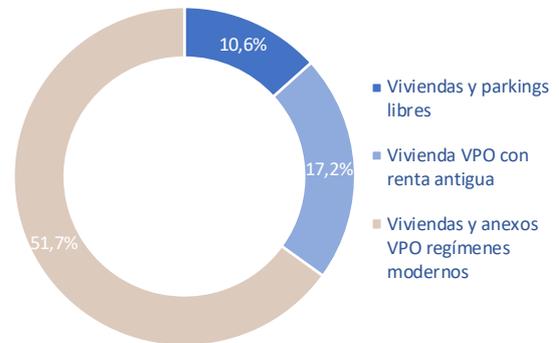
**Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (c. 80% s/GAV 2023)...**



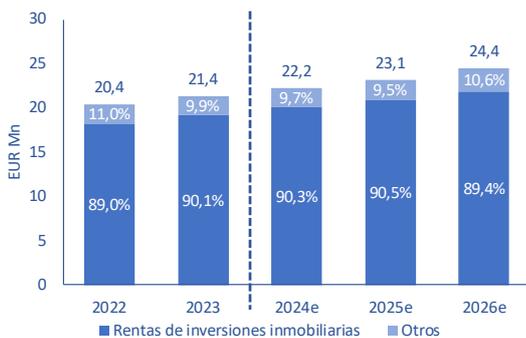
**... con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)**



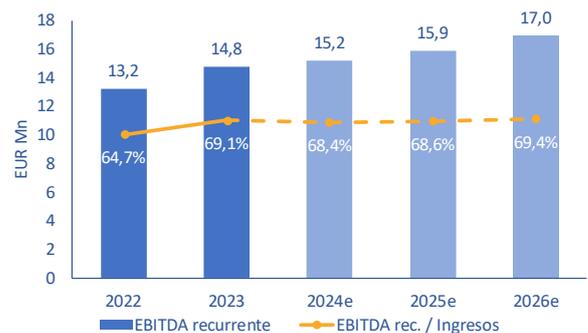
**Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas**



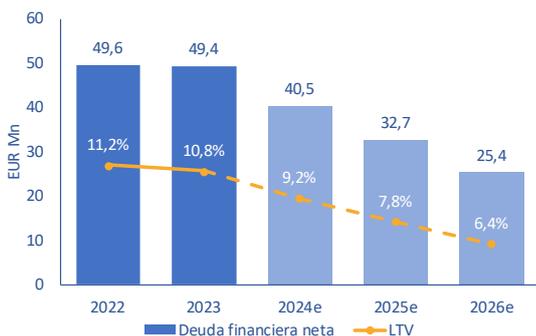
**Hasta 2026e la visibilidad es enorme, en ingresos (+4,6% TACC 23-26e)**



**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 <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,0	2,5	2,8	183,8			
<b>Market Cap</b>	<b>138,4</b>	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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,4%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>4,2%</b>	<b>4,6%</b>	
Risk free rate (rf)	3,2%	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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,2%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,7%</b>	<b>10,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,3%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,0%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,5%</b>	<b>8,9%</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
Merlin Properties	MRL-ES	5.064,1	18,0	9,6%	23,8	9,6%	18,4	8,7%	77,4%	3,9%	11,9%
Colonial	COL-ES	3.132,5	17,8	4,8%	28,1	4,9%	n.a.	4,1%	81,4%	8,5%	6,7%
Lar España	LRE-ES	586,7	10,2	n.a.	14,6	4,5%	10,6	5,4%	72,5%	5,6%	-44,6%
Árma	ARM-ES	171,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,1	n.a.	28,6%	n.a.	n.a.
<b>SOCIMIS</b>			<b>15,3</b>	<b>7,2%</b>	<b>22,2</b>	<b>6,3%</b>	<b>15,1</b>	<b>6,1%</b>	<b>65,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-8,7%</b>
<b>CEV</b>	<b>CEV-ES</b>	<b>138,4</b>	<b>11,2</b>	<b>4,6%</b>	<b>18,4</b>	<b>2,6%</b>	<b>12,6</b>	<b>4,8%</b>	<b>76,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>-5,6%</b>

### 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	16,8x
Central	68,6%	15,9	17,6x
Min	65,2%	15,1	18,5x

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

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

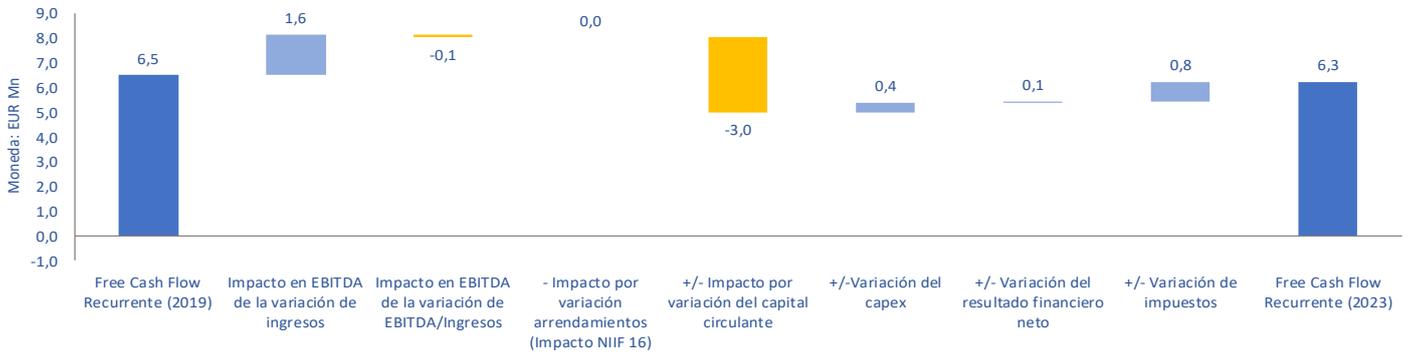
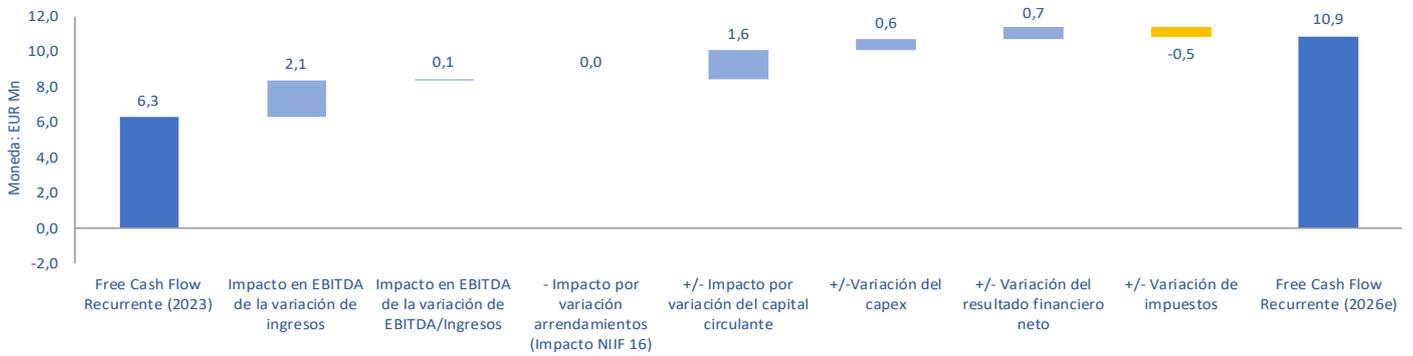
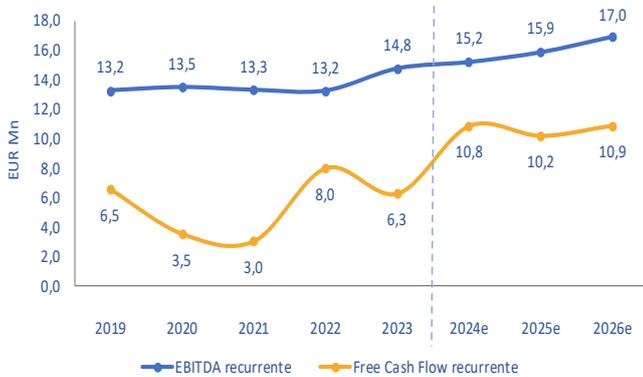
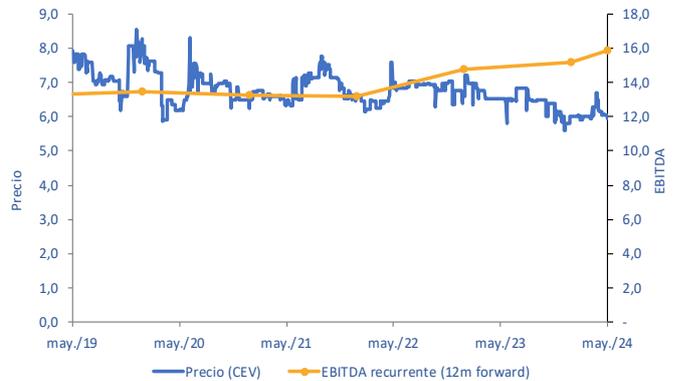
## Anexo 1. Proyecciones financieras

<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	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	490,0	481,0	472,1		
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		
<b>Total activo</b>	<b>494,1</b>	<b>500,0</b>	<b>528,8</b>	<b>539,3</b>	<b>546,9</b>	<b>545,2</b>	<b>545,9</b>	<b>547,4</b>		
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		
<b>Total pasivo</b>	<b>494,1</b>	<b>500,0</b>	<b>528,8</b>	<b>539,3</b>	<b>546,9</b>	<b>545,2</b>	<b>545,9</b>	<b>547,4</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>19,0</b>	<b>19,1</b>	<b>19,4</b>	<b>20,4</b>	<b>21,4</b>	<b>22,2</b>	<b>23,1</b>	<b>24,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,6%</b>
<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)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>18,1</b>	<b>18,2</b>	<b>18,2</b>	<b>18,8</b>	<b>20,4</b>	<b>21,0</b>	<b>21,8</b>	<b>23,0</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,1%</b>
<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)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>17,0</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,7%</b>
<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		
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>	<b>17,6</b>	<b>14,7</b>	<b>16,9</b>	<b>17,6</b>	<b>17,8</b>	<b>2,9%</b>	<b>6,6%</b>
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	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>29,8</b>	<b>12,6</b>	<b>32,0</b>	<b>33,1</b>	<b>15,3</b>	<b>17,0</b>	<b>17,7</b>	<b>17,9</b>	<b>-15,3%</b>	<b>5,3%</b>
<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)		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>28,2</b>	<b>11,3</b>	<b>30,5</b>	<b>31,7</b>	<b>13,7</b>	<b>15,5</b>	<b>16,6</b>	<b>17,0</b>	<b>-16,5%</b>	<b>7,4%</b>
<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	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>28,2</b>	<b>11,3</b>	<b>30,5</b>	<b>37,7</b>	<b>13,7</b>	<b>15,5</b>	<b>16,6</b>	<b>17,0</b>	<b>-16,5%</b>	<b>7,4%</b>
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	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>22,0</b>	<b>9,3</b>	<b>24,5</b>	<b>28,7</b>	<b>10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>	<b>-16,1%</b>	<b>7,4%</b>
<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>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,8</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,8%</b>
<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>		
										<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>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>17,0</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,7%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,7	(1,0)	(1,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>15,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>	<b>-3,0%</b>	<b>9,8%</b>
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)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>	<b>-1,1%</b>	<b>20,2%</b>
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						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>14,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,1</b>	<b>-4,6%</b>	<b>28,2%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(5,8)	(5,8)	(5,8)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(8,9)</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(7,3)</b>		

Notas: Beneficio ordinario neto excluye no recurrentes, la variación del valor de los inmuebles y extraordinarios aplicando una tasa fiscal efectiva.  
 "Promoción y otros no recurrente" incluye la entrada de caja procedente de las promociones residenciales de L'Hospitalet y Montgat.

## 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>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>17,0</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,7%</b>
<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)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>11,4</b>	<b>6,5</b>	<b>18,3</b>	<b>11,7</b>	<b>15,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>	<b>1,0%</b>	<b>9,8%</b>
<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)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>	<b>21,2%</b>	<b>20,2%</b>
<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%	44,5%		
- 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	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>5,4</b>	<b>(0,0)</b>	<b>22,7</b>	<b>6,2</b>	<b>14,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,1</b>	<b>4,6%</b>	<b>28,2%</b>
<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>	2,5%	2,2%	5,8%	4,5%	7,8%	7,3%	7,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,9%	n.a.	16,4%	4,5%	10,6%	9,8%	9,5%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>6,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>		
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		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>		
- 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)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>11,8</b>	<b>(6,6)</b>	<b>4,1</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,7</b>		
+/- 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)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>4,9</b>	<b>(1,7)</b>	<b>4,6</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,7</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>12,6</b>	<b>32,0</b>	<b>33,1</b>	<b>15,3</b>	<b>17,0</b>	<b>17,7</b>	<b>17,9</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,3%</b>
* 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)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>17,0</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,7%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,1)	(6,8)	5,1	(3,0)	0,7	(1,0)	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>11,4</b>	<b>6,5</b>	<b>18,3</b>	<b>11,7</b>	<b>15,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>	<b>1,0%</b>	<b>9,8%</b>
- 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)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>5,2</b>	<b>(0,4)</b>	<b>10,2</b>	<b>7,6</b>	<b>12,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,2%</b>
<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	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>7,1</b>	<b>(3,4)</b>	<b>20,6</b>	<b>7,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5%</b>	<b>-28,2%</b>
<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.	3,7%	2,7%	4,3%	4,0%	4,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,5%	n.a.	7,4%	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	138,4	
+ 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		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>279,3</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	19,6	17,4	16,4	13,9	14,6	16,1	19,0	19,1	19,4	20,4	21,4	22,2	23,1	24,4	0,8%	4,6%	
Cto. Total ingresos	8,1%	-11,5%	-5,5%	-15,5%	5,2%	10,2%	17,7%	0,6%	1,9%	5,2%	4,5%	4,1%	4,1%	5,6%			
EBITDA	8,0	7,3	8,5	8,6	7,9	10,0	13,1	12,5	13,7	17,6	14,7	16,9	17,6	17,8	6,3%	6,6%	
Cto. EBITDA	17,7%	-9,0%	16,1%	2,0%	-8,1%	25,7%	31,6%	-5,0%	9,3%	28,8%	-16,2%	14,9%	4,0%	1,3%			
EBITDA/Ingresos	40,8%	42,0%	51,5%	62,2%	54,4%	62,0%	69,3%	65,5%	70,3%	86,0%	69,0%	76,2%	76,1%	73,0%			
Beneficio neto	3,0	22,6	5,6	13,0	14,5	45,0	22,0	9,3	24,5	28,7	10,9	12,4	13,2	13,5	13,7%	7,4%	
Cto. Beneficio neto	21,3%	647,0%	-75,3%	134,2%	11,6%	209,4%	-51,2%	-57,9%	164,8%	17,2%	-62,0%	13,4%	6,8%	2,4%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2			
BPA (EUR)	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,95	0,40	1,06	1,24	0,47	0,53	0,57	0,58	13,7%	7,3%	
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-51,1%	-57,9%	n.a.	17,2%	-62,0%	12,9%	6,8%	2,4%			
BPA ord. (EUR)	0,13	0,97	0,24	0,56	0,63	1,94	0,37	0,43	0,40	0,36	0,45	0,47	0,50	0,55	13,3%	6,6%	
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-75,3%	n.a.	11,6%	n.a.	-81,1%	17,2%	-6,5%	-11,0%	26,7%	3,4%	7,7%	8,9%			
CAPEX	(1,8)	(0,6)	(1,4)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	9,0%	3,2%	8,4%	31,8%	182,4%	19,4%	11,7%	24,0%	7,5%	5,7%	8,5%	5,5%	5,0%	5,0%			
Free Cash Flow	1,5	3,8	(1,6)	(4,5)	(21,8)	4,3	7,5	5,4	(0,0)	22,7	6,2	14,7	13,6	13,1	15,6%	28,2%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	5,5x	7,0x	6,5x	4,9x	7,9x	6,8x	5,0x	5,2x	5,1x	2,8x	3,4x	2,4x	1,9x	1,4x			
EV/Vtas (x)	47,4x	5,1x	23,1x	14,2x	6,2x	3,2x	8,5x	16,2x	6,3x	5,4x	12,7x	11,2x	10,5x	10,2x			
EV/Vtas (x)	11,05x	11,16x	12,78x	19,08x	11,82x	14,84x	18,67x	16,35x	16,20x	15,43x	13,08x	12,56x	12,07x	11,43x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	27,1x	26,6x	24,8x	30,7x	21,7x	23,9x	26,9x	25,0x	23,1x	17,9x	19,0x	16,5x	15,9x	15,6x			
Comport. Absoluto	-3,2%	-18,8%	10,8%	44,5%	-51,7%	61,5%	-19,7%	2,1%	0,1%	-9,7%	-10,2%						
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%							

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	Colonial	Lar España	Árima	Average	CEV
EUR Mn		Properties					
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		CEV-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	5.064,1	3.132,5	586,7	171,1		138,4
	Enterprise value (EV)	9.096,5	8.924,4	992,8	225,8		279,3
Información financiera básica	Total Ingresos	493,7	389,6	93,6	14,0		22,2
	Cto.Total Ingresos	5,1%	-2,5%	-18,9%	39,0%	5,7%	4,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,7%	4,1%	5,4%	n.a.	6,1%	4,8%
	EBITDA	382,2	317,1	67,8	4,0		16,9
	Cto. EBITDA	9,8%	0,3%	n.a.	241,5%	83,9%	14,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,6%	4,9%	4,5%	n.a.	6,3%	2,6%
	EBITDA/Ingresos	77,4%	81,4%	72,5%	28,6%	65,0%	76,2%
	EBIT	356,7	310,6	67,3	(2,0)		17,0
	Cto. EBIT	3,1%	1,0%	-22,1%	31,1%	3,3%	11,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	16,5%	8,6%	4,9%	n.a.	10,0%	2,6%
	EBIT/Ingresos	72,3%	79,7%	71,9%	n.a.	74,6%	76,6%
	Beneficio Neto	274,9	175,0	57,0	(5,0)		12,4
	Cto. Beneficio Neto	429,3%	117,2%	55,0%	84,7%	171,5%	13,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	17,4%	9,9%	3,8%	n.a.	10,4%	4,6%
CAPEX/Ventas	52,6%	9,4%	12,1%	157,1%	57,8%	5,5%	
Free Cash Flow	197,5	267,8	33,1	n.a.		14,7	
Deuda financiera Neta	4.260,6	4.754,3	444,0	88,0		40,5	
DN/EBITDA (x)	11,1	15,0	6,5	22,0	13,7	2,7	
Pay-out	76,4%	83,0%	100,2%	-10,5%	62,3%	46,8%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,0	17,8	10,2	n.a.	15,3	11,2
	P/BV (x)	0,8	0,7	0,6	n.a.	0,7	0,4
	EV/Ingresos (x)	18,4	22,9	10,6	16,1	17,0	12,6
	EV/EBITDA (x)	23,8	28,1	14,6	n.a.	22,2	18,4
	EV/EBIT (x)	25,5	28,7	14,8	n.a.	23,0	16,4
	ROE	4,4	3,7	6,4	n.a.	4,8	3,2
	FCF Yield (%)	3,9	8,5	5,6	n.a.	6,0	7,8
	DPA	0,45	0,27	0,68	0,02	0,36	0,25
	Dvd Yield	4,2%	4,7%	9,7%	0,3%	4,7%	4,2%

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](https://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](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
09-May-2024	n.a.	5,95	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
03-Abr-2024	n.a.	6,50	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	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

