

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 1,72 (6 jun 2024)

Fecha del informe: 7 jun 2024 (11:00h)

Análisis Independiente de Compañías

**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)

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

+34 915 904 226

**Market Data**

|                                  |                    |      |
|----------------------------------|--------------------|------|
| Market Cap (Mn EUR y USD)        | 37,7               | 41,0 |
| EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup> | 41,8               | 45,5 |
| Número de Acciones (Mn)          | 21,9               |      |
| -12m (Max/Med/Mín EUR)           | 1,76 / 1,10 / 0,89 |      |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)     | n.s.               |      |
| Rotación <sup>(2)</sup>          | 2,9                |      |
| Factset / Bloomberg              | LIB-ES / LIB SM    |      |
| Cierre año fiscal                | 31-dic             |      |

## Una reserva de valor (todavía) con mucho potencial. A pesar del rally de LIB (-12M:+82%).

**2024E: AÑO ATÍPICO (E "IRRELEVANTE")...** La ausencia de ingresos por promoción convierte 2024e en un año de transición. A la espera del verdadero despegue del negocio promotor en 2025e. Ingresos consolidados 1T24 de EUR 1,0Mn (-87% vs 1T23), casi exclusivamente explicados por el negocio turístico. EBITDA en breakeven.

**... DONDE LA RECURRENCIA DE LOS INGRESOS TURÍSTICOS Y DE INVERSIONES SITUARÁN EL EBITDA REC. EN EUR 1,1MN.** Para 2024e, estimamos unos ingresos totales de EUR 7,1Mn y un EBITDA Rec. de EUR 1,1Mn (incluyendo ingresos de EUR 3,0Mn de la cartera de renta variable). Destaca el área turística con ingresos de EUR 3,5Mn (vs EUR 3,2Mn 2023). Es decir, ambas áreas son "clave" por aportar recurrencia en un año atípico, sin negocio de promoción.

**2025E-2026E: INICIO DE UN NUEVO CICLO PROMOTOR.** Toda la atención debe ponerse en el año 2025e y siguientes. Nuestras estimaciones apuntan a la recuperación de un negocio promotor recurrente con capacidad de entregar c. 56 viviendas/año en 2025e y 2026e. En 2025e, estimamos unos ingresos totales de EUR 20,6Mn, donde EUR 14,5Mn corresponderían al área inmobiliaria. Con un EBITDA Recurrente consolidado de EUR 4,2Mn (vs EUR 3,0Mn en 2023).

**BAJO RIESGO DE NEGOCIO.** Gracias a (i) la recurrencia en ingresos turísticos y patrimoniales que garantizan breakeven en EBITDA Rec., aún sin ingresos por promoción (visto en el 1T24), (ii) a una deuda neta bajo control (EUR 28Mn 1T24; DN/FF. PP. de 0,3x) y (iii) una elevada visibilidad de entregas para los próximos años.

**UNA RESERVA DE VALOR QUE SIGUE SIENDO MUY ELEVADA.** El valor neto de deuda de la cartera de inversión (EUR 35Mn) seguiría explicando c.93% de Market Cap. Si sumamos el valor presente de los activos por impuestos diferidos (EUR 12,2Mn) obtenemos un valor de 47,2Mn vs EUR 37,7Mn de Market Cap. Es decir, el negocio promotor y turístico no estaría cotizado. Lo que muestra la todavía (potencial) reserva de valor de LIB, a pesar del rally de la acción -12m: +82% absoluto, +48,0% vs Ibx 35. La compañía sigue siendo una opción atípica dentro del real estate cotizado español: 1) por la resiliencia de su modelo de negocio, 2) por ofrecer la posibilidad de "jugar" el driver turístico junto al negocio promotor y 3) porque el momentum está a las puertas de acelerarse con fuerza gracias a las entregas 2025e-2026e.

**Estructura Accionarial (%)**

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| Familia Noguera y otros accs. | 80,0 |
| Autocartera                   | 3,6  |
| Free Float                    | 16,4 |

**Datos Financieros**

| Básicos (EUR Mn)                   | 2023 | 2024e  | 2025e | 2026e |
|------------------------------------|------|--------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn)              | 21,9 | 21,9   | 21,9  | 21,9  |
| Total Ingresos                     | 13,4 | 7,1    | 20,6  | 22,3  |
| EBITDA Rec.                        | 3,0  | 1,1    | 4,2   | 5,3   |
| % Var.                             | 64,8 | -65,0  | 291,6 | 26,8  |
| % EBITDA Rec./Ing.                 | 22,7 | 15,1   | 20,3  | 23,7  |
| % Var EBITDA sector <sup>(3)</sup> | 3,4  | 8,5    | 6,4   | 5,9   |
| Beneficio neto                     | 2,3  | -0,2   | 2,3   | 3,3   |
| BPA (EUR)                          | 0,11 | -0,01  | 0,10  | 0,15  |
| % Var.                             | 54,0 | -109,8 | n.a.  | 44,1  |
| BPA ord. (EUR)                     | 0,09 | -0,01  | 0,10  | 0,15  |
| % Var.                             | 37,3 | -113,7 | 909,1 | 44,1  |
| Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup> | 3,1  | -2,0   | 4,9   | 5,7   |
| Pay-out (%)                        | 32,0 | n.a.   | 39,6  | 30,5  |
| DPA (EUR)                          | 0,03 | 0,04   | 0,04  | 0,05  |
| Deuda financiera neta              | 29,1 | 31,9   | 28,0  | 23,4  |
| DN / EBITDA Rec.(x)                | 9,5  | 29,9   | 6,7   | 4,4   |
| ROE (%)                            | 2,5  | n.a.   | 2,4   | 3,4   |
| ROCE (%) <sup>(4)</sup>            | 2,6  | 1,0    | 3,7   | 4,9   |

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

|                              |      |      |      |      |
|------------------------------|------|------|------|------|
| PER                          | 16,3 | n.a. | 16,6 | 11,5 |
| PER Ordinario                | 18,4 | n.a. | 16,6 | 11,5 |
| P/BV                         | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  |
| Dividend Yield (%)           | 2,0  | 2,3  | 2,4  | 2,7  |
| EV/Ventas                    | 3,12 | 5,92 | 2,03 | 1,87 |
| EV/EBITDA Rec.               | 13,7 | 39,2 | 10,0 | 7,9  |
| EV/EBIT                      | 13,6 | n.a. | 10,7 | 8,3  |
| FCF Yield (%) <sup>(4)</sup> | 8,3  | n.a. | 12,9 | 15,2 |

**Comportamiento relativo (base 100)**


| Comportamiento en bolsa (%)         | -1m  | -3m  | -12m | YTD  | -3Y   | -5Y   |
|-------------------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| Absoluto                            | 34,4 | 48,3 | 81,9 | 68,6 | -39,1 | 23,4  |
| vs Ibx 35                           | 28,2 | 32,1 | 48,0 | 48,9 | -51,7 | -1,1  |
| vs Ibx Small Cap Index              | 29,2 | 31,2 | 58,6 | 51,5 | -38,1 | -8,4  |
| vs Eurostoxx 50                     | 31,4 | 43,8 | 54,2 | 50,4 | -50,9 | -18,7 |
| vs Índice del sector <sup>(3)</sup> | 30,6 | 35,1 | 51,7 | 69,5 | -16,2 | 58,5  |

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

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

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

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

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

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

## Conclusiones

### Una opción de inversión con un amplio margen de seguridad potencial. Cotizando a P/BV de 0,4x (vs 1,0x de sus peers)

Los últimos resultados del 1T24 (poco significativos) mostraron: (i) un año (como se esperaba) sin negocio promotor, después de la entrega de la promoción Crisálida en 2023 (34 unidades). Convirtiendo 2024e en un año irrelevante y de transición. Donde (en el 1T24) la cartera de ventas se ha situado en EUR 19,1Mn y el stock pendiente de venta en EUR 26,5Mn (lo que aumenta significativamente la visibilidad de cara a los próximos años), (ii) un negocio turístico beneficiado por el fuerte momentum del sector, con unos ingresos de EUR 0,5Mn (+47% vs 1T23) y (iii) un valor total de la cartera de inversiones de EUR 62,8Mn (incluyendo liquidez). El peso de la Bolsa en la cartera es del 70% (vs 67% a cierre del 2023).

Por el lado del balance, la deuda neta alcanzó los EUR 28,1Mn (excluyendo el impacto de la NIIF 16). Lo que supone un múltiplo DN/FF.PP. de 0,3x. Reflejando un apalancamiento financiero muy conservador. Y todo ello, sin considerar la cartera (muy líquida) de inversiones.

**Tabla 1. Resultados 1T24**

| EUR Mn            | 3m24 Real | 3m23  | 3m24 Real vs 3m23 |
|-------------------|-----------|-------|-------------------|
| Total Ingresos    | 1,0       | 7,6   | -86,5%            |
| EBITDA            | 0,0       | 1,4   | -97,4%            |
| EBITDA / Ingresos | 3,5%      | 18,0% | -14,5 p.p.        |
| EBIT              | 0,1       | 1,4   | -92,7%            |
| BN                | -0,2      | 0,8   | -129,9%           |

|                      | 3m24 Real | 2023 |       |
|----------------------|-----------|------|-------|
| Deuda Neta           | 28,1      | 29,1 | -3,5% |
| Patrimonio Neto      | 97,1      | 95,5 | 1,6%  |
| Cartera de inversión | 62,8      | 60,5 | 3,8%  |

### ¿Y ahora qué? Toda la atención debe ponerse en el año 2025e y siguientes. Que marcan el inicio de un nuevo ciclo promotor

En nuestras estimaciones 2024e-2026e, planteamos el año 2024e como año de transición, para en los dos próximos años lograr un salto tanto en ingresos como en EBITDA Recurrente (gracias al negocio de promoción inmobiliaria).

LIB cuenta con tres líneas de negocio: (i) negocio promotor, (ii) área turística e (iii) inversiones, centramos el análisis por actividad. En concreto, y por áreas, destacamos:

- **Área inmobiliaria: inicio de un nuevo ciclo promotor desde 2025e.** Para el año 2024e, estimamos unos ingresos por alquileres de oficinas y locales de c.EUR 0,6Mn. Sin impacto del negocio promotor. Aunque al cierre del 1T24 contaba con 76 viviendas vendidas, de las cuales el 55% estaban formalizadas con contratos. Es decir, LIB cuenta con una visibilidad muy elevada sobre las entregas de los próximos años. Que alcanzarían en 2025e y 2026e c.56 viviendas/año a un precio medio de c.EUR 0,3Mn. Situando los ingresos totales de esta línea de negocio en EUR 14,5Mn y 16,0Mn y el EBITDA Recurrente en EUR 1,7Mn y EUR 2,6Mn en 2025e y 2026e (sin impacto de extraordinarios), respectivamente.

**Tabla 2. Estimaciones Área inmobiliaria**

| EUR Mn                        | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
| Promoción                     | 0,0   | 14,0  | 15,5  |
| Alquileres locales y oficinas | 0,6   | 0,5   | 0,5   |
| Ingresos totales              | 0,6   | 14,5  | 16,0  |
| EBITDA Recurrente             | -1,5  | 1,7   | 2,6   |
| Unidades entregadas           | 0     | 56,0  | 60,0  |
| Precio unitario               |       | 0,3   | 0,3   |

Las promociones que “respaldarían” las entregas estimadas para 2025e y 2026e son: (i) la promoción del Paseo del Mar (30 viviendas). Que al cierre del 1T24 se encontraba al 30% de avance en obra. Y que estimamos se entregue en 2025e, (ii) Residencial Zaida (23 viviendas), también en fase de construcción, y con una entrega estimada en 2025e, (iii) Edificio Gaia (18 viviendas) y Idalia Nature (34 viviendas unifamiliares) que están en fase de comercialización, donde LIB está trabajando en la licitación de las obras y (iv) Residencial Terrazas Puig (73 viviendas plurifamiliares), en fase de comercialización desde 2024.

En definitiva, con las promociones actuales y los solares (Vesta Residencial de 18 viviendas, Residencial Pamelos de 60 viviendas y Capri IV) LIB tiene cubiertas las entregas previstas hasta 2027. Lo que confirma, aún más, que 2024e es un año de transición a la espera del despegue del negocio promotor en 2025e. Y muestra que el riesgo de negocio (cartera de promociones y ritmo de entregas) es muy reducido, dada la enorme visibilidad para los próximos años.

- **Área turística: gran fortaleza de KPI's (tanto en ocupación como en precios).** Para 2024e, estimamos unos ingresos de EUR 3,5Mn (vs EUR 3,2Mn en 2023), que alcanzarían los EUR 3,9Mn en 2026e (sin considerar incrementos de capacidad). A cierre del 1T24, LIB tenía una capacidad de 42 habitaciones de hotel y 76 apartamentos (igual que 1T23). Por lo tanto, la mejora en ingresos vendría explicada tanto por una mayor ocupación (mejora vista en el 1T24) como por el efecto precio. Situando el EBITDA Recurrente en EUR 1,2Mn y EUR 1,3Mn en 2024e y 2026e, respectivamente.

**Tabla 3. Estimaciones Área Turística**

| EUR Mn            | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|
| Ingresos totales  | 3,5   | 3,6   | 3,9   |
| EBITDA Recurrente | 1,2   | 1,2   | 1,3   |

Un dato que muestra/sustenta la mejora estimada en el Área turística es que la facturación real más las reservas a cierre del 1T24 se situó en EUR 2,0Mn (vs EUR 1,3Mn en 1T23). Es decir, un incremento del 52%.

- **Área de inversiones: marcada por el proceso de desinversión en la cartera de Private Equity (no incluido en nuestros números).** Estimamos un dividend yield c.3/4% sobre la cartera de bolsa, es decir, unos ingresos por dividendos de EUR 1,6Mn en 2024e (vs EUR 1,2Mn en 2023), que se incrementaría a los EUR 1,7Mn en 2026e. Además, en 2024e proyectamos unos ingresos por plusvalías de EUR 1,4Mn (vs EUR 1,3Mn en 2023 y el promedio de EUR 0,8Mn de los últimos 4 años). En 2025e y 2026e, estimamos una reversión a la media (EUR 0,8Mn). El EBITDA Recurrente se situaría en EUR 1,5Mn en 2024e y 2026e, respectivamente.

Por otro lado, LIB estima iniciar el proceso de desinversión en 2024e de la cartera de private equity (no reflejado en nuestros números por el carácter extraordinario de las plusvalías), con un peso en la cartera de inversión total a cierre del 1T24 del 15% (EUR 9Mn). Lo que debería añadir un extra de resultados tanto en P/L como generación de caja.

**Tabla 4. Estimaciones Área de inversiones**

| EUR Mn            | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|
| Ingresos totales  | 3,0   | 2,4   | 2,5   |
| EBITDA Recurrente | 1,5   | 1,3   | 1,5   |

En definitiva, como hemos mencionado anteriormente, toda la atención debe ponerse en el año 2025e y siguientes. Año en el que estimamos unos ingresos consolidados de EUR 20,6Mn, donde EUR 14,5Mn corresponderían al negocio promoción y alquileres. Con un EBITDA Recurrente consolidado de EUR 4,2Mn (vs EUR 3,0Mn en 2023). Que empujaría la generación del FCF Recurrente en los años 2025e y 2026e (junto al impacto positivo por variación de circulante al tener lugar las entregas de viviendas) hasta EUR 4,9Mn y EUR 5,7Mn, respectivamente.

**Tabla 5. Estimaciones consolidadas 2024e-2026e**

|                           | 2023   | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Total ingresos            | 13,4   | 7,1    | 20,6   | 22,3   |
| Cto. Total ingresos       | 16,4%  | -47,2% | 191,6% | 8,3%   |
| Margen Bruto              | 7,6    | 5,6    | 9,1    | 10,3   |
| Margen Bruto (s/Ingresos) | 56,8%  | 79,6%  | 44,2%  | 46,1%  |
| Costes de explotación     | (4,6)  | (4,6)  | (4,9)  | (5,0)  |
| % s/Ingresos              | -34,1% | -64,5% | -24,0% | -22,4% |
| EBITDA recurrente         | 3,0    | 1,1    | 4,2    | 5,3    |
| EBITDA rec. / Ingresos    | 22,7%  | 15,1%  | 20,3%  | 23,7%  |
| EBITDA                    | 3,4    | 1,1    | 4,2    | 5,3    |
| EBITDA / Ingresos         | 9,8%   | 16,3%  | 25,4%  | 15,1%  |
| EBIT                      | 3,1    | 0,8    | 3,9    | 5,0    |
| EBIT / Ingresos           | 22,9%  | 11,6%  | 19,0%  | 22,6%  |
| Beneficio ordinario       | 2,2    | (0,0)  | 2,5    | 3,5    |
| Free Cash Flow Recurrente | 3,1    | (2,0)  | 4,9    | 5,7    |

**En definitiva, a la espera del despegue del negocio promotor. Que todavía no estaría cotizando (pese a su elevada visibilidad). Ya que la cartera de inversión neta de deuda explicaría (casi) la cotización actual de LIB**

Es común ver en el mercado, que compañías que abarcan ramas muy diferentes de actividad coticen con descuento (descuento por conglomerado, penalizando la disparidad de actividades, especialmente si no son sinérgicas). Es decir, que existe una diferencia entre el valor de mercado de la empresa diversificada por negocio y la suma de los valores de mercado de sus negocios individuales. A nuestro juicio, esta disparidad de valor se da, con mucha claridad, en LIB. Todo ello a pesar del fuerte rally de la acción -12m (+81,9% absoluto, +48,0% vs Ibex 35, +51,7% vs sector). Y que mostraría que dicha disparidad estaría empezando a ser reconocida por el mercado.

Si comparamos la capitalización actual de LIB (EUR 37,7Mn) con la cartera de inversión neta de deuda (EUR 28Mn) a cierre del 1T24 (EUR 58,6Mn excluyendo la liquidez ya considerada en el cálculo de la deuda neta), esta explicaría el c.81% del Market Cap. actual de LIB. Todo ello, sin considerar las (más que probables) plusvalías en la cartera de private equity (15% sobre la cartera total). Si asumimos un múltiplo de 1,5x sobre dicha cartera, estaríamos hablando de un valor de las inversiones de private equity de EUR 13,5Mn. Es decir, una cartera total (neta de deuda) de EUR 35,0Mn (93% del Market Cap actual). Mostrando que LIB sigue siendo una opción de inversión atípica y con mucho margen de seguridad en el real estate español.

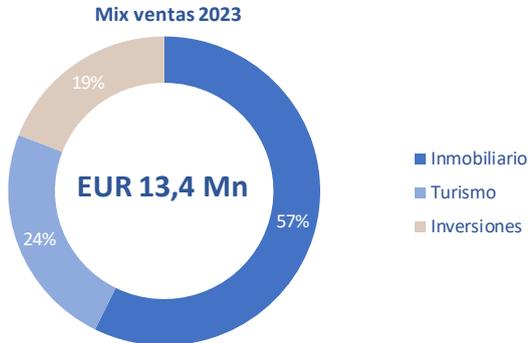
Adicionalmente, LIB a cierre del 1T24 tenía en su balance EUR 36,0Mn de activos por impuestos diferidos y EUR 15,1Mn de pasivos por impuestos diferidos, que neto quedaría en una suma de EUR 20,9Mn de activos (lo que conlleva un ahorro por la no salida de caja con relación al pago de impuestos). Si calculamos el valor presente de los activos netos por impuesto diferido (descontando los flujos hasta 2039, asumiendo una tasa impositiva del 25% y una WACC del 6,6%; ver pg. 10 de este informe) obtenemos un valor de EUR 12,2Mn. Que sumado a la cartera de inversiones (con la plusvalía en private equity) neta de deuda obtenemos un valor de c.EUR 47,2Mn vs EUR 37,7Mn de Market Cap. actual. Reforzando aún más la idea de inversión en LIB: el negocio promotor y turístico no estaría cotizado. Y el potencial teórico por estricta valoración sigue siendo, aparentemente, muy elevado.

Por otro lado, si aplicamos el múltiplo EV/EBITDA 25e de sus principales comparables cotizados del negocio promotor (13x) y de sus comparables del negocio turístico (10,1x) obtenemos un valor de EUR 22,1Mn y de EUR 12,1Mn, respectivamente. Si, adicionalmente, le sumamos (únicamente) el valor de la cartera de las empresas cotizadas (c.EUR 47Mn), excluyendo el valor de las inversiones permanentes y de private equity, obtenemos un valor total neto de deuda de EUR 53,1Mn vs EUR 37,7Mn de Market Cap. Lo que vuelve a resaltar el amplio diferencial con la capitalización actual.

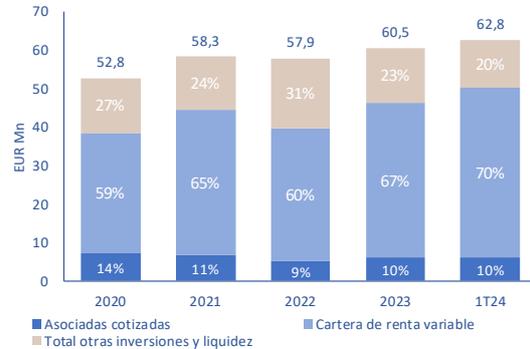
Por último, destacar el bajo riesgo de negocio de LIB: (i) con un riesgo operativo bajo, ya que la recurrencia en ingresos turísticos y patrimoniales garantiza breakeven aún sin ingresos por promoción (visto en el 1T24), (ii) sin riesgo financiero, con la deuda neta bajo control (EUR 28Mn; DN/FF. PP. de 0,3x) y (iii) la elevada visibilidad de entregas para los próximos años (con una cartera de ventas de EUR 19,1Mn y el stock pendiente de venta de EUR 26,5Mn). Que soportan la idea de un modelo de negocio con muy bajo riesgo.

**La compañía en 8 gráficos**

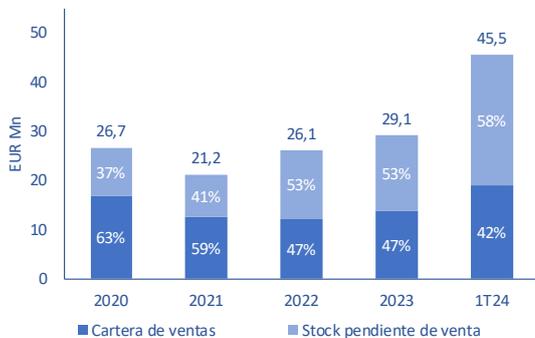
**Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera**



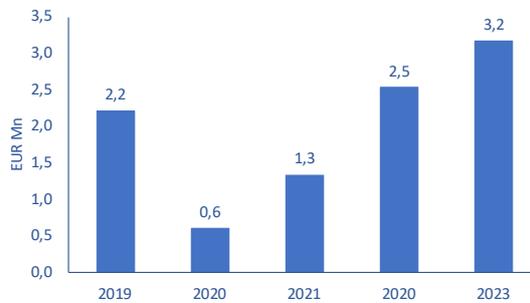
**Área de inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (que reduce el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad**



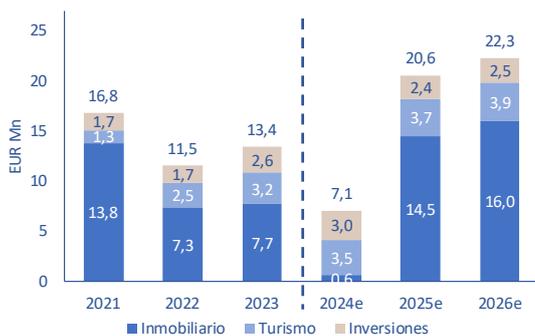
**La cartera de ventas (EUR 19,1Mn) y stock pendiente de venta (EUR 26,5Mn) dan visibilidad al negocio promotor**



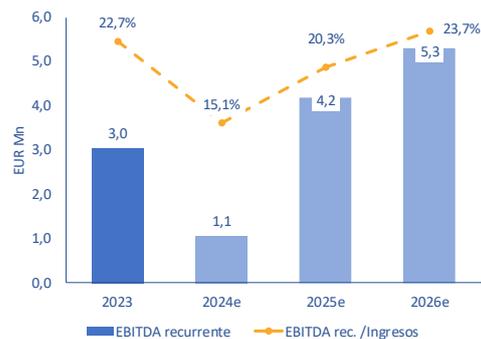
**El negocio turístico ya supera ampliamente al ejercicio 2019 (y aún cuenta con capacidad de crecimiento)**



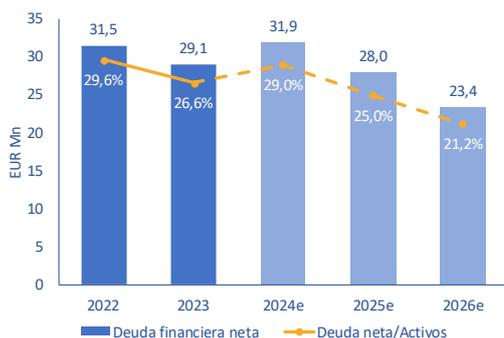
**2024e-2026e: el negocio promotor será el principal motor del crecimiento en ingresos**



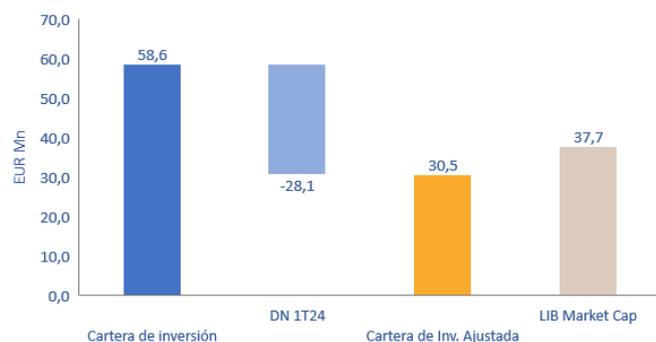
**Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente**



**Todo ello manteniendo una posición financiera holgada (DN/activos < 30%)**



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

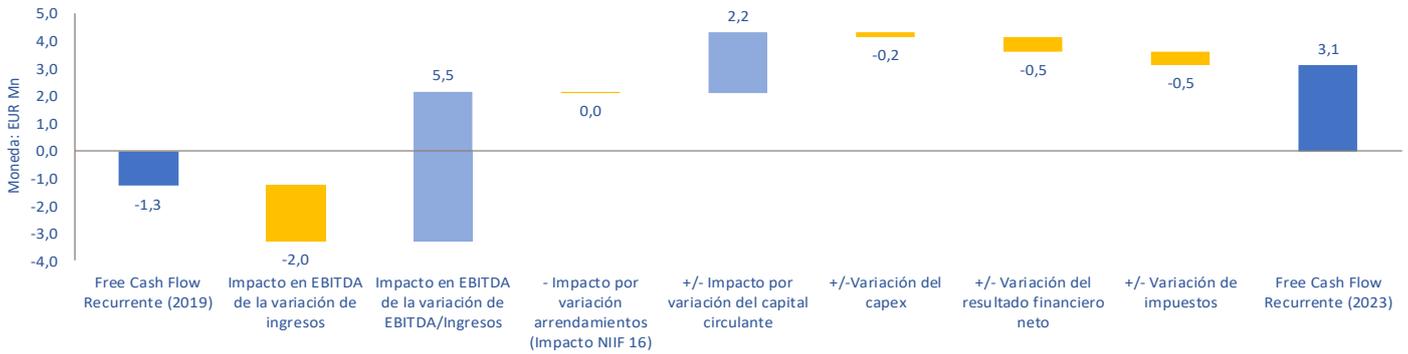
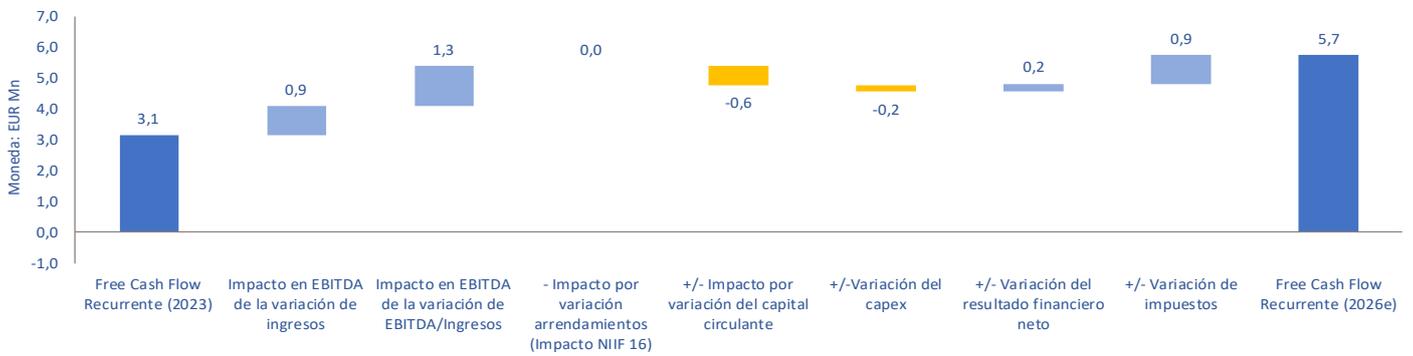


## Anexo 1. Proyecciones financieras

| <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> | <b>TACC</b>  |               |
|--|----------------|----------------|---------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Inmovilizado inmaterial                    | 2,0            | 2,2            | 2,0           | 1,7           | 1,5          | 1,5            | 1,5           | 1,5          |              |               |
| Inmovilizado material                      | 38,6           | 38,0           | 38,4          | 37,5          | 38,6         | 38,8           | 39,2          | 39,6         |              |               |
| Otros activos no corrientes                | 35,3           | 36,8           | 36,1          | 35,9          | 35,2         | 35,2           | 35,2          | 35,2         |              |               |
| Inmovilizado financiero                    | 53,6           | 43,3           | 52,0          | 51,8          | 55,8         | 55,9           | 55,3          | 54,5         |              |               |
| Fondo de comercio y otros intangibles      | 0,6            | 0,6            | 0,6           | 0,6           | 0,6          | 0,6            | 0,6           | 0,6          |              |               |
| Activo circulante                          | 16,7           | 22,0           | 15,6          | 14,8          | 12,6         | 13,4           | 15,7          | 14,3         |              |               |
| <b>Total activo</b>                        | <b>146,7</b>   | <b>143,0</b>   | <b>144,7</b>  | <b>142,2</b>  | <b>144,3</b> | <b>145,3</b>   | <b>147,5</b>  | <b>145,6</b> |              |               |
| Patrimonio neto                            | 96,1           | 87,9           | 91,5          | 92,3          | 95,5         | 94,5           | 95,8          | 98,0         |              |               |
| Minoritarios                               | -              | -              | -             | -             | -            | -              | -             | -            |              |               |
| Provisiones y otros pasivos a LP           | 13,4           | 13,4           | 13,9          | 13,9          | 14,9         | 14,9           | 14,9          | 14,9         |              |               |
| Otros pasivos no corrientes                | 2,1            | 2,2            | 2,1           | 1,7           | 1,5          | 1,5            | 1,5           | 1,5          |              |               |
| Deuda financiera neta                      | 31,3           | 34,1           | 32,6          | 31,5          | 29,1         | 31,9           | 28,0          | 23,4         |              |               |
| Pasivo circulante                          | 3,8            | 5,4            | 4,6           | 2,8           | 3,3          | 2,5            | 7,3           | 7,9          |              |               |
| <b>Total pasivo</b>                        | <b>146,7</b>   | <b>143,0</b>   | <b>144,7</b>  | <b>142,2</b>  | <b>144,3</b> | <b>145,3</b>   | <b>147,5</b>  | <b>145,6</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>5,6</b>     | <b>3,9</b>     | <b>16,8</b>   | <b>11,5</b>   | <b>13,4</b>  | <b>7,1</b>     | <b>20,6</b>   | <b>22,3</b>  | <b>24,6%</b> | <b>18,5%</b>  |
| <i>Cto.Total Ingresos</i>                  | <i>11,4%</i>   | <i>-29,3%</i>  | <i>328,4%</i> | <i>-31,6%</i> | <i>16,4%</i> | <i>-47,2%</i>  | <i>191,6%</i> | <i>8,3%</i>  |              |               |
| Coste de ventas                            | (1,4)          | (1,4)          | (12,1)        | (5,5)         | (5,8)        | (1,4)          | (11,5)        | (12,0)       |              |               |
| <b>Margen Bruto</b>                        | <b>4,2</b>     | <b>2,5</b>     | <b>4,7</b>    | <b>6,0</b>    | <b>7,6</b>   | <b>5,6</b>     | <b>9,1</b>    | <b>10,3</b>  | <b>16,1%</b> | <b>10,6%</b>  |
| <i>Margen Bruto / Ingresos</i>             | <i>75,4%</i>   | <i>64,8%</i>   | <i>28,0%</i>  | <i>51,8%</i>  | <i>56,8%</i> | <i>79,6%</i>   | <i>44,2%</i>  | <i>46,1%</i> |              |               |
| Gastos de personal                         | (2,2)          | (1,7)          | (2,0)         | (2,2)         | (2,4)        | (2,5)          | (2,7)         | (2,8)        |              |               |
| Otros costes de explotación                | (2,4)          | (1,5)          | (2,1)         | (1,9)         | (2,2)        | (2,1)          | (2,2)         | (2,2)        |              |               |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   | <b>(0,4)</b>   | <b>(0,7)</b>   | <b>0,6</b>    | <b>1,8</b>    | <b>3,0</b>   | <b>1,1</b>     | <b>4,2</b>    | <b>5,3</b>   | <b>77,9%</b> | <b>20,2%</b>  |
| <i>Cto.EBITDA recurrente</i>               | <i>-128,2%</i> | <i>-80,8%</i>  | <i>184,9%</i> | <i>217,0%</i> | <i>64,8%</i> | <i>-65,0%</i>  | <i>291,6%</i> | <i>26,8%</i> |              |               |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>              | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>3,5%</i>   | <i>16,1%</i>  | <i>22,7%</i> | <i>15,1%</i>   | <i>20,3%</i>  | <i>23,7%</i> |              |               |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. | 0,0            | (0,4)          | 1,1           | 0,0           | 0,4          | -              | -             | -            |              |               |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>(0,4)</b>   | <b>(1,1)</b>   | <b>1,7</b>    | <b>1,9</b>    | <b>3,4</b>   | <b>1,1</b>     | <b>4,2</b>    | <b>5,3</b>   | <b>82,3%</b> | <b>15,9%</b>  |
| Depreciación y provisiones                 | 0,1            | (0,0)          | 0,3           | 0,3           | (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>(0,5)</b>   | <b>(1,3)</b>   | <b>1,7</b>    | <b>1,9</b>    | <b>3,1</b>   | <b>0,8</b>     | <b>3,9</b>    | <b>5,0</b>   | <b>70,3%</b> | <b>18,0%</b>  |
| <i>Cto.EBIT</i>                            | <i>n.a.</i>    | <i>-162,3%</i> | <i>234,1%</i> | <i>14,8%</i>  | <i>58,7%</i> | <i>-73,4%</i>  | <i>380,7%</i> | <i>28,5%</i> |              |               |
| <i>EBIT / Ingresos</i>                     | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>10,0%</i>  | <i>16,8%</i>  | <i>22,9%</i> | <i>11,6%</i>   | <i>19,0%</i>  | <i>22,6%</i> |              |               |
| Impacto fondo de comercio y otros          | 2,5            | (0,1)          | 0,8           | 0,9           | 1,3          | -              | -             | -            |              |               |
| Resultado financiero neto                  | (0,6)          | (0,9)          | (0,5)         | (0,6)         | (1,2)        | (1,1)          | (1,1)         | (0,9)        |              |               |
| Resultados por puesta en equivalencia      | 0,1            | (1,7)          | (0,4)         | (0,1)         | 0,0          | 0,0            | 0,0           | 0,0          |              |               |
| <b>Beneficio ordinario</b>                 | <b>1,5</b>     | <b>(3,9)</b>   | <b>1,6</b>    | <b>2,2</b>    | <b>3,2</b>   | <b>(0,3)</b>   | <b>2,8</b>    | <b>4,1</b>   | <b>21,4%</b> | <b>8,3%</b>   |
| <i>Cto.Beneficio ordinario</i>             | <i>48,7%</i>   | <i>-359,7%</i> | <i>140,5%</i> | <i>37,9%</i>  | <i>49,5%</i> | <i>-108,7%</i> | <i>n.a.</i>   | <i>44,1%</i> |              |               |
| Extraordinarios                            | -              | -              | -             | -             | -            | -              | -             | -            |              |               |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>        | <b>1,5</b>     | <b>(3,9)</b>   | <b>1,6</b>    | <b>2,2</b>    | <b>3,2</b>   | <b>(0,3)</b>   | <b>2,8</b>    | <b>4,1</b>   | <b>21,4%</b> | <b>8,3%</b>   |
| Impuestos                                  | (0,4)          | 0,3            | (0,4)         | (0,7)         | (0,9)        | 0,1            | (0,6)         | (0,8)        |              |               |
| <i>Tasa fiscal efectiva</i>                | <i>28,8%</i>   | <i>n.a.</i>    | <i>22,4%</i>  | <i>30,6%</i>  | <i>28,5%</i> | <i>n.a.</i>    | <i>20,0%</i>  | <i>20,0%</i> |              |               |
| Minoritarios                               | -              | -              | -             | -             | -            | -              | -             | -            |              |               |
| Actividades discontinuadas                 | -              | -              | -             | -             | -            | -              | -             | -            |              |               |
| <b>Beneficio neto</b>                      | <b>1,1</b>     | <b>(3,6)</b>   | <b>1,2</b>    | <b>1,5</b>    | <b>2,3</b>   | <b>(0,2)</b>   | <b>2,3</b>    | <b>3,3</b>   | <b>21,5%</b> | <b>12,4%</b>  |
| <i>Cto.Beneficio neto</i>                  | <i>669,9%</i>  | <i>-440,0%</i> | <i>133,8%</i> | <i>23,4%</i>  | <i>54,0%</i> | <i>-109,8%</i> | <i>n.a.</i>   | <i>44,1%</i> |              |               |
| <b>Beneficio ordinario neto</b>            | <b>1,1</b>     | <b>(3,5)</b>   | <b>0,4</b>    | <b>1,5</b>    | <b>2,1</b>   | <b>(0,3)</b>   | <b>2,3</b>    | <b>3,3</b>   | <b>18,1%</b> | <b>16,9%</b>  |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>       | <i>79,5%</i>   | <i>-430,9%</i> | <i>111,0%</i> | <i>287,7%</i> | <i>37,3%</i> | <i>-113,7%</i> | <i>909,1%</i> | <i>44,1%</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>1,1</b>     | <b>4,2</b>    | <b>5,3</b>   | <b>77,9%</b> | <b>20,2%</b>  |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |                |                |               |               |              | (0,2)          | (0,2)         | (0,2)        |              |               |
| Var.capital circulante                     |                |                |               |               |              | (1,6)          | 2,4           | 2,1          |              |               |
| <b>Cash Flow operativo recurrente</b>      |                |                |               |               |              | <b>-0,8</b>    | <b>6,3</b>    | <b>7,1</b>   | <b>n.a.</b>  | <b>9,1%</b>   |
| CAPEX                                      |                |                |               |               |              | (0,1)          | (0,4)         | (0,4)        |              |               |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow    |                |                |               |               |              | (1,1)          | (1,1)         | (0,9)        |              |               |
| Impuestos                                  |                |                |               |               |              | -              | -             | -            |              |               |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>           |                |                |               |               |              | <b>(2,0)</b>   | <b>4,9</b>    | <b>5,7</b>   | <b>45,4%</b> | <b>22,3%</b>  |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |                |                |               |               |              | -              | -             | -            |              |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones         |                |                |               |               |              | -              | -             | -            |              |               |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow   |                |                |               |               |              | -              | -             | -            |              |               |
| <b>Free Cash Flow</b>                      |                |                |               |               |              | <b>(2,0)</b>   | <b>4,9</b>    | <b>5,7</b>   | <b>8,7%</b>  | <b>20,4%</b>  |
| Ampliaciones de capital                    |                |                |               |               |              | -              | -             | -            |              |               |
| Dividendos                                 |                |                |               |               |              | (0,8)          | (1,0)         | (1,1)        |              |               |
| <b>Variación de Deuda financiera neta</b>  |                |                |               |               |              | <b>2,9</b>     | <b>(3,9)</b>  | <b>(4,6)</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>(0,7)</b> | <b>0,6</b>   | <b>1,8</b>   | <b>3,0</b>   | <b>1,1</b>   | <b>4,2</b>   | <b>5,3</b>   | <b>86,0%</b> | <b>20,2%</b> |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i>  | -80,8%       | 184,9%       | 217,0%       | 64,8%        | -65,0%       | 291,6%       | 26,8%        |              |              |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>  | <i>n.a.</i>  | 3,5%         | 16,1%        | 22,7%        | 15,1%        | 20,3%        | 23,7%        |              |              |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        |              |              |
| +/- Var. Capital circulante  | (3,7)        | 5,6          | (1,0)        | 2,7          | (1,6)        | 2,4          | 2,1          |              |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>(4,6)</b> | <b>6,0</b>   | <b>0,6</b>   | <b>5,5</b>   | <b>(0,8)</b> | <b>6,3</b>   | <b>7,1</b>   | <b>47,2%</b> | <b>9,1%</b>  |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>                                       | <i>n.a.</i>  | 229,8%       | -89,6%       | 778,3%       | -114,3%      | 908,3%       | 12,2%        |              |              |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>                                 | <i>n.a.</i>  | 35,6%        | 5,4%         | 41,0%        | <i>n.a.</i>  | 30,8%        | 31,9%        |              |              |
| - CAPEX  | (0,3)        | (0,1)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,1)        | (0,4)        | (0,4)        |              |              |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow                                  | (0,7)        | (0,7)        | (0,6)        | (1,2)        | (1,1)        | (1,1)        | (0,9)        |              |              |
| - Impuestos  | 0,3          | (0,4)        | (0,7)        | (0,9)        | -            | -            | -            |              |              |
| <b>= Free Cash Flow recurrente</b>   | <b>(5,4)</b> | <b>4,9</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>3,1</b>   | <b>(2,0)</b> | <b>4,9</b>   | <b>5,7</b>   | <b>37,2%</b> | <b>22,3%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>  | -324,1%      | 190,8%       | -117,5%      | 465,2%       | -164,7%      | 339,3%       | 18,1%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>                                      | <i>n.a.</i>  | 29,0%        | <i>n.a.</i>  | 23,4%        | <i>n.a.</i>  | 23,5%        | 25,7%        |              |              |
| - Gastos de reestructuración y otros   | (0,4)        | 1,1          | 0,0          | 0,4          | -            | -            | -            |              |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | 1,1          | (0,6)        | 2,2          | (0,2)        | -            | -            | -            |              |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| <b>= Free Cash Flow</b>  | <b>(4,7)</b> | <b>5,4</b>   | <b>1,4</b>   | <b>3,3</b>   | <b>(2,0)</b> | <b>4,9</b>   | <b>5,7</b>   | <b>39,4%</b> | <b>20,4%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i>   | -297,4%      | 215,6%       | -73,7%       | 132,7%       | -161,7%      | 339,3%       | 18,1%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>                             | <i>n.a.</i>  | 13,0%        | <i>n.a.</i>  | 8,3%         | <i>n.a.</i>  | 12,9%        | 15,2%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>  | <i>n.a.</i>  | 14,3%        | 3,7%         | 8,7%         | <i>n.a.</i>  | 12,9%        | 15,2%        |              |              |
| <b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> |              |              |
| <b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>  | <b>(1,3)</b> | <b>(5,4)</b> | <b>4,9</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>3,1</b>   | <b>(2,0)</b> | <b>4,9</b>   |              |              |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos                                    | 0,1          | (2,3)        | (0,2)        | 0,3          | (1,4)        | 2,0          | 0,3          |              |              |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos                             | (0,4)        | 3,5          | 1,4          | 0,9          | (0,5)        | 1,1          | 0,8          |              |              |
| <b>= Variación EBITDA recurrente</b>   | <b>(0,3)</b> | <b>1,3</b>   | <b>1,3</b>   | <b>1,2</b>   | <b>(2,0)</b> | <b>3,1</b>   | <b>1,1</b>   |              |              |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)                         | -            | (0,0)        | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| +/- Impacto por variación del capital circulante                                 | (4,2)        | 9,4          | (6,6)        | 3,7          | (4,3)        | 4,0          | (0,3)        |              |              |
| <b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>                            | <b>(4,5)</b> | <b>10,6</b>  | <b>(5,4)</b> | <b>4,9</b>   | <b>(6,3)</b> | <b>7,1</b>   | <b>0,8</b>   |              |              |
| +/- Variación del CAPEX  | (0,3)        | 0,3          | (0,2)        | (0,0)        | 0,1          | (0,3)        | (0,0)        |              |              |
| +/- Variación del resultado financiero neto                                      | (0,0)        | (0,0)        | 0,1          | (0,6)        | 0,1          | 0,0          | 0,1          |              |              |
| +/- Variación de impuestos   | 0,7          | (0,6)        | (0,3)        | (0,3)        | 0,9          | -            | -            |              |              |
| <b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>                                 | <b>(4,1)</b> | <b>10,3</b>  | <b>(5,7)</b> | <b>4,0</b>   | <b>(5,2)</b> | <b>6,9</b>   | <b>0,9</b>   |              |              |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>   | <b>(5,4)</b> | <b>4,9</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>3,1</b>   | <b>(2,0)</b> | <b>4,9</b>   | <b>5,7</b>   |              |              |
| <b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>     | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | TACC         |              |
| <b>EBIT</b>  | <b>(1,3)</b> | <b>1,7</b>   | <b>1,9</b>   | <b>3,1</b>   | <b>0,8</b>   | <b>3,9</b>   | <b>5,0</b>   | <b>64,4%</b> | <b>18,0%</b> |
| * Tasa fiscal teórica  | 0,0%         | 22,4%        | 30,0%        | 28,5%        | 0,0%         | 20,0%        | 20,0%        |              |              |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -            | (0,4)        | (0,6)        | (0,9)        | -            | (0,8)        | (1,0)        |              |              |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>(0,7)</b> | <b>0,6</b>   | <b>1,8</b>   | <b>3,0</b>   | <b>1,1</b>   | <b>4,2</b>   | <b>5,3</b>   | <b>86,0%</b> | <b>20,2%</b> |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,2)        |              |              |
| +/- Var. Capital circulante  | (3,7)        | 5,6          | (1,0)        | 2,7          | (1,6)        | 2,4          | 2,1          |              |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>(4,6)</b> | <b>6,0</b>   | <b>0,6</b>   | <b>5,5</b>   | <b>(0,8)</b> | <b>6,3</b>   | <b>7,1</b>   | <b>47,2%</b> | <b>9,1%</b>  |
| - CAPEX  | (0,3)        | (0,1)        | (0,2)        | (0,2)        | (0,1)        | (0,4)        | (0,4)        |              |              |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -            | (0,4)        | (0,6)        | (0,9)        | -            | (0,8)        | (1,0)        |              |              |
| <b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>                                 | <b>(5,0)</b> | <b>5,6</b>   | <b>(0,2)</b> | <b>4,4</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>5,2</b>   | <b>5,7</b>   | <b>42,3%</b> | <b>9,1%</b>  |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>                              | <i>n.a.</i>  | 212,0%       | -103,1%      | <i>n.a.</i>  | -121,2%      | 655,8%       | 10,1%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>                        | <i>n.a.</i>  | 33,0%        | <i>n.a.</i>  | 32,6%        | <i>n.a.</i>  | 25,0%        | 25,4%        |              |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | 1,1          | (0,6)        | 2,2          | (0,2)        | -            | -            | -            |              |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |              |              |
| <b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>  | <b>(3,9)</b> | <b>5,0</b>   | <b>2,1</b>   | <b>4,2</b>   | <b>(0,9)</b> | <b>5,2</b>   | <b>5,7</b>   | <b>45,5%</b> | <b>10,8%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>   | -212,1%      | 228,9%       | -58,3%       | 101,0%       | -122,2%      | 655,8%       | 10,1%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>                   | <i>n.a.</i>  | 13,3%        | <i>n.a.</i>  | 10,4%        | <i>n.a.</i>  | 12,3%        | 13,6%        |              |              |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>                                 | <i>n.a.</i>  | 11,9%        | 5,0%         | 10,0%        | <i>n.a.</i>  | 12,3%        | 13,6%        |              |              |

**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                         | 37,7        |               |
| + Minoritarios                     | -           | Rdos. 3m 2024 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 0,1         | Rdos. 3m 2024 |
| + Deuda financiera neta            | 28,1        | Rdos. 3m 2024 |
| - Inmovilizado financiero          | 1,4         | Rdos. 3m 2024 |
| +/- Otros <sup>(1)</sup>           | (22,5)      | Rdos. 3m 2024 |
| <b>Enterprise Value (EV)</b>       | <b>41,8</b> |               |

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 36,0Mn y EUR 15,1Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (c.EUR 1.5Mn)

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

| Comportamiento histórico<br>(EUR Mn) |        |        |        |        |        |         |        |         |        |        |       |         |        | TACC  |       |        |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|-------|---------|--------|-------|-------|--------|
|                                      | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018    | 2019   | 2020    | 2021   | 2022   | 2023  | 2024e   | 2025e  | 2026e | 13-23 | 23-26e |
| Total Ingresos                       | 10,1   | 9,0    | 5,7    | 5,2    | 3,7    | 5,0     | 5,6    | 3,9     | 16,8   | 11,5   | 13,4  | 7,1     | 20,6   | 22,3  | 2,9%  | 18,5%  |
| Cto. Total ingresos                  | -79,2% | -11,1% | -36,2% | -9,8%  | -28,3% | 34,6%   | 11,4%  | -29,3%  | 328,4% | -31,6% | 16,4% | -47,2%  | 191,6% | 8,3%  |       |        |
| EBITDA                               | (8,2)  | 1,4    | 0,5    | 0,3    | 0,2    | (0,0)   | (0,4)  | (1,1)   | 1,7    | 1,9    | 3,4   | 1,1     | 4,2    | 5,3   | 9,2%  | 15,9%  |
| Cto. EBITDA                          | 73,9%  | 116,9% | -62,2% | -39,7% | -44,0% | -103,7% | n.a.   | -180,8% | 256,2% | 13,4%  | 81,7% | -68,7%  | 291,6% | 26,8% |       |        |
| EBITDA/Ingresos                      | n.a.   | 15,5%  | 9,2%   | 6,1%   | 4,8%   | n.a.    | n.a.   | n.a.    | 9,8%   | 16,3%  | 25,4% | 15,1%   | 20,3%  | 23,7% |       |        |
| Beneficio neto                       | (48,6) | 0,7    | 1,2    | 0,9    | 0,3    | 0,1     | 1,1    | (3,6)   | 1,2    | 1,5    | 2,3   | (0,2)   | 2,3    | 3,3   | 7,4%  | 12,4%  |
| Cto. Beneficio neto                  | -64,7% | 101,4% | 72,8%  | -20,7% | -64,6% | -58,0%  | 669,9% | -440,0% | 133,8% | 23,4%  | 54,0% | -109,8% | n.a.   | 44,1% |       |        |
| Nº Acciones Ajustado (Mn)            | 20,9   | 20,9   | 20,9   | 20,9   | 20,9   | 20,9    | 20,9   | 20,9    | 21,0   | 21,9   | 21,9  | 21,9    | 21,9   | 21,9  |       |        |
| BPA (EUR)                            | -2,33  | 0,03   | 0,06   | 0,04   | 0,02   | 0,01    | 0,05   | -0,17   | 0,06   | 0,07   | 0,11  | -0,01   | 0,10   | 0,15  | 7,4%  | 12,4%  |
| Cto. BPA                             | -64,7% | n.a.   | 72,9%  | -20,7% | -64,6% | -58,0%  | n.a.   | n.a.    | n.a.   | 18,3%  | 54,0% | n.a.    | n.a.   | 44,1% |       |        |
| BPA ord. (EUR)                       | -2,33  | 0,03   | 0,06   | 0,04   | 0,02   | 0,01    | 0,05   | -0,17   | 0,02   | 0,07   | 0,09  | -0,01   | 0,10   | 0,15  | 7,4%  | 16,9%  |
| Cto. BPA ord.                        | -64,7% | n.a.   | 72,9%  | -20,7% | -64,6% | -64,7%  | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   | 37,3% | n.a.    | n.a.   | 44,1% |       |        |
| CAPEX                                | 0,0    | 0,0    | 0,1    | 0,1    | 0,0    | (0,2)   | (0,1)  | (0,3)   | (0,1)  | (0,2)  | (0,2) | (0,1)   | (0,4)  | (0,4) |       |        |
| CAPEX/Vtas %                         | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 4,8%    | 1,3%   | 8,7%    | 0,4%   | 1,9%   | 1,8%  | 2,0%    | 2,0%   | 2,0%  |       |        |
| Free Cash Flow                       | 10,3   | 17,8   | 4,9    | 3,7    | 3,1    | 0,9     | 2,4    | (4,7)   | 5,4    | 1,4    | 3,3   | (2,0)   | 4,9    | 5,7   | -     | 20,4%  |
|                                      |        |        |        |        |        |         |        |         |        |        |       |         |        |       | 10,8% |        |
| DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.    | 19,7x  | 16,8x  | 8,5x  | 29,9x   | 6,7x   | 4,4x  |       |        |
| PER (x)                              | n.a.   | 67,1x  | 36,3x  | 45,8x  | n.a.   | n.a.    | 29,8x  | n.a.    | 25,7x  | 12,9x  | 9,7x  | n.a.    | 16,6x  | 11,5x |       |        |
| EV/Vtas (x)                          | 2,19x  | 5,08x  | 7,12x  | 7,46x  | 9,28x  | 8,86x   | 8,01x  | 10,53x  | 2,64x  | 2,56x  | 2,32x | 5,92x   | 2,03x  | 1,87x |       |        |
| EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         | n.a.   | 32,8x  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.    | 27,0x  | 15,7x  | 9,1x  | 39,2x   | 10,0x  | 7,9x  |       |        |
| Comport. Absoluto                    | -64,9% | 135,0% | -6,4%  | 0,0%   | -0,1%  | -30,1%  | 6,4%   | -12,5%  | 12,4%  | -40,4% | 15,4% | 68,6%   |        |       |       |        |
| Comport. Relativo vs Ibex 35         | -71,1% | 126,7% | 0,8%   | 2,1%   | -7,0%  | -17,8%  | -4,8%  | 3,5%    | 4,1%   | -36,8% | -6,0% | 48,9%   |        |       |       |        |

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

| Datos                         | EUR Mn                  | Promoción inmobiliaria |             |              |         | Average | Turismo                |                  |                    | Average | LIB     |
|-------------------------------|-------------------------|------------------------|-------------|--------------|---------|---------|------------------------|------------------|--------------------|---------|---------|
|                               |                         | Metrovacesa            | Aedas Homes | Neinor Homes | Insur   |         | Playa Hotels & Resorts | PPHE Hotel Group | Pierre et Vacances |         |         |
| Mercado                       | Ticker (Factset)        | MVC-ES                 | AEDAS-ES    | HOME-ES      | ISUR-ES |         | PLYA-US                | PPH-GB           | VAC-FR             |         | LIB-ES  |
|                               | País                    | Spain                  | Spain       | Spain        | Spain   |         | Netherlands            | Netherlands      | France             |         | Spain   |
|                               | Market cap              | 1.301,4                | 981,1       | 914,6        | 158,7   |         | 1.049,2                | 669,2            | 676,2              |         | 37,7    |
| Información financiera básica | Enterprise value (EV)   | 1.505,1                | 1.485,8     | 1.107,8      | 402,4   |         | 2.046,2                | 2.112,9          | 3.875,9            |         | 41,8    |
|                               | Total Ingresos          | 675,5                  | 988,9       | 668,0        | 187,4   |         | 877,4                  | 529,4            | 1.974,9            |         | 7,1     |
|                               | Cto.Total Ingresos      | 15,2%                  | -1,8%       | 12,4%        | 33,5%   | 14,8%   | -2,4%                  | 8,8%             | 10,5%              | 5,6%    | -47,2%  |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 4,8%                   | 4,2%        | 1,2%         | -6,2%   | 1,0%    | 4,7%                   | 5,9%             | 2,5%               | 4,4%    | 77,7%   |
|                               | EBITDA                  | 68,1                   | 155,1       | 97,3         | 30,7    |         | 245,5                  | 170,8            | 171,4              |         | 1,1     |
|                               | Cto. EBITDA             | 455,1%                 | -0,9%       | -9,6%        | 64,8%   | 127,4%  | 3,5%                   | 13,5%            | -64,3%             | -15,7%  | -68,7%  |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 7,2%                   | 3,3%        | -1,6%        | -1,5%   | 1,9%    | 2,3%                   | 9,5%             | 8,2%               | 6,7%    | n.a.    |
|                               | EBITDA/Ingresos         | 10,1%                  | 15,7%       | 14,6%        | 16,4%   | 14,2%   | 28,0%                  | 32,3%            | 8,7%               | 23,0%   | 15,1%   |
|                               | EBIT                    | 62,7                   | 148,6       | 92,4         | 26,4    |         | 160,3                  | 109,7            | 107,9              |         | 0,8     |
|                               | Cto. EBIT               | 590,4%                 | -2,6%       | -7,8%        | 80,9%   | 165,2%  | -1,0%                  | 12,4%            | -49,5%             | -12,7%  | -73,4%  |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 11,7%                  | 3,8%        | -1,3%        | -2,2%   | 3,0%    | 5,3%                   | 11,6%            | 10,0%              | 9,0%    | n.a.    |
|                               | EBIT/Ingresos           | 9,3%                   | 15,0%       | 13,8%        | 14,1%   | 13,1%   | 18,3%                  | 20,7%            | 5,5%               | 14,8%   | 11,6%   |
|                               | Beneficio Neto          | 39,0                   | 98,6        | 67,1         | 12,5    |         | 69,7                   | 39,6             | 47,1               |         | (0,2)   |
|                               | Cto. Beneficio Neto     | 287,1%                 | 0,6%        | -25,9%       | 10,9%   | 68,2%   | 40,7%                  | 50,3%            | 174,6%             | 88,6%   | -109,8% |
|                               | 2y TACC (2024e - 2026e) | 11,3%                  | 7,8%        | -3,1%        | -1,5%   | 3,6%    | 21,9%                  | 24,6%            | 25,0%              | 23,8%   | n.a.    |
|                               | CAPEX/Ventas            | 3,4%                   | 15,2%       | 18,7%        | 33,0%   | 17,6%   | 8,4%                   | 13,6%            | 4,8%               | 8,9%    | 2,0%    |
| Free Cash Flow                | 116,8                   | 97,1                   | 145,1       | (6,9)        |         | 3,4     | 50,9                   | (3,4)            |                    | (2,0)   |         |
| Deuda financiera Neta         | 304,0                   | 366,2                  | 257,7       | 253,1        |         | 770,0   | 848,4                  | (42,9)           |                    | 31,9    |         |
| DN/EBITDA (x)                 | 4,5                     | 2,4                    | 2,6         | 8,3          | 4,4     | 3,1     | 5,0                    | n.a.             | 4,1                | 29,9    |         |
| Pay-out                       | 335,0%                  | 87,4%                  | 275,3%      | 47,2%        | 186,2%  | 0,0%    | 51,2%                  | 0,0%             | 17,1%              | -377,9% |         |
| Múltiplos y Ratios            | P/E (x)                 | 33,8                   | 9,7         | 13,5         | 12,1    | 17,3    | 15,1                   | 15,2             | 15,6               | 15,3    | n.a.    |
|                               | P/BV (x)                | 0,8                    | 1,0         | 1,0          | 1,0     | 1,0     | 2,0                    | 1,7              | 12,7               | 5,5     | 0,4     |
|                               | EV/Ingresos (x)         | 2,2                    | 1,5         | 1,7          | 2,1     | 1,9     | 2,3                    | 4,0              | 2,0                | 2,8     | 5,9     |
|                               | EV/EBITDA (x)           | 22,1                   | 9,6         | 11,4         | 13,1    | 14,0    | 8,3                    | 12,4             | 22,6               | 14,4    | 39,2    |
|                               | EV/EBIT (x)             | 24,0                   | 10,0        | 12,0         | 15,2    | 15,3    | 12,8                   | 19,3             | 35,9               | 22,6    | n.a.    |
|                               | ROE                     | 2,4                    | 10,7        | 7,6          | 8,0     | 7,2     | 13,4                   | 11,4             | 81,3               | 35,4    | n.a.    |
|                               | FCF Yield (%)           | 9,0                    | 9,9         | 15,9         | n.a.    | 11,6    | 0,3                    | 7,6              | n.a.               | 4,0     | n.a.    |
|                               | DPA                     | 0,86                   | 1,98        | 2,48         | 0,32    | 1,41    | 0,00                   | 0,48             | 0,00               | 0,16    | 0,04    |
|                               | Dvd Yield               | 10,1%                  | 8,8%        | 20,3%        | 3,8%    | 10,7%   | 0,0%                   | 3,0%             | 0,0%               | 1,0%    | 2,3%    |

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).

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

|                                    | 2024e        | 2025e  | 2026e | Perpetuo <sup>(1)</sup> |                   |                      |  |
|------------------------------------|--------------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm"       | (0,9)        | 5,2  | 5,7   | 126,7                   |                   |                      |  |
| <b>Market Cap</b>                  | <b>37,7</b>  | A la fecha de este informe                             |       |                         |                   |                      |  |
| <b>Deuda financiera neta</b>       | <b>28,1</b>  | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)            |       |                         |                   |                      |  |
|                                    |              |  |       |                         | Inputs favorables | Inputs desfavorables |  |
| Coste de la deuda                  | 1,6%         | Coste de la deuda neta                                 |       |                         | 1,4%              | 1,9%                 |  |
| Tasa fiscal (T)                    | 20,0%        | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>Coste de la deuda neta</b>      | <b>1,3%</b>  | <b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>                |       |                         | <b>1,1%</b>       | <b>1,5%</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>10,5%</b> | <b>Ke = Rf + (R * B)</b>                               |       |                         | <b>9,3%</b>       | <b>11,7%</b>         |  |
| Equity / (Equity + Deuda Neta)     | 57,3%        | E (tomando como valor del equity su Market Cap)        |       |                         | =                 | =                    |  |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 42,7%        | D  |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>WACC</b>                        | <b>6,6%</b>  | <b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>                          |       |                         | <b>5,8%</b>       | <b>7,4%</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<br>Factset | Mkt. Cap    | PER 24e     | BPA<br>24e-26e | EV/EBITDA<br>24e | EBITDA<br>24e-26e | EV/Vtas.<br>24e | Ingresos<br>24e-26e | EBITDA/Vtas.<br>24e | FCF Yield<br>24e | FCF<br>24e-26e |
|-------------------------------|-------------------|-------------|-------------|----------------|------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------------|----------------|
| Metrovacesa                   | MVC-ES            | 1.301,4     | 33,8        | 11,0%          | 22,1             | 7,2%              | 2,2             | 4,8%                | 10,1%               | 9,0%             | -20,4%         |
| Aedas Homes                   | AEDAS-ES          | 981,1       | 9,7         | 11,2%          | 9,6              | 3,3%              | 1,5             | 4,2%                | 15,7%               | 9,9%             | n.a.           |
| Neinor Homes                  | HOME-ES           | 914,6       | 13,5        | -1,7%          | 11,4             | -1,6%             | 1,7             | 1,2%                | 14,6%               | 15,9%            | -23,5%         |
| Insur                         | ISUR-ES           | 158,7       | 12,1        | -2,5%          | 13,1             | -1,5%             | 2,1             | -6,2%               | 16,4%               | n.a.             | n.a.           |
| <b>Promoción inmobiliaria</b> |                   |             | <b>17,3</b> | <b>4,5%</b>    | <b>14,0</b>      | <b>1,9%</b>       | <b>1,9</b>      | <b>1,0%</b>         | <b>14,2%</b>        | <b>11,6%</b>     | <b>-22,0%</b>  |
| Playa Hotels & Resorts        | PLYA-US           | 1.049,2     | 15,1        | 23,8%          | 8,3              | 2,3%              | 2,3             | 4,7%                | 28,0%               | 0,3%             | n.a.           |
| PPHE Hotel Group              | PPH-GB            | 669,2       | 15,2        | 20,3%          | 12,4             | 9,5%              | 4,0             | 5,9%                | 32,3%               | 7,6%             | 37,2%          |
| Pierre et Vacances            | VAC-FR            | 676,2       | 15,6        | 18,4%          | 22,6             | 8,2%              | 2,0             | 2,5%                | 8,7%                | n.a.             | n.a.           |
| <b>Turismo</b>                |                   |             | <b>15,3</b> | <b>20,8%</b>   | <b>14,4</b>      | <b>6,7%</b>       | <b>2,8</b>      | <b>4,4%</b>         | <b>23,0%</b>        | <b>4,0%</b>      | <b>37,2%</b>   |
| <b>LIB</b>                    | <b>LIB-ES</b>     | <b>37,7</b> | <b>n.a.</b> | <b>n.a.</b>    | <b>39,2</b>      | <b>n.a.</b>       | <b>5,9</b>      | <b>77,7%</b>        | <b>15,1%</b>        | <b>n.a.</b>      | <b>n.a.</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       | 22,3%               | 4,6        | 9,1x          |
| Central   | 20,3%               | 4,2        | 10,0x         |
| Min       | 18,3%               | 3,8        | 11,1x         |

#### 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       | 1,8% | 2,0% |           | 2,2%               | Max   | Central |
| 4,6             | 5,3              | 5,3  | 5,2  | Max       | 14,1%              | 14,0% | 13,9%   |
| 4,2             | 4,9              | 4,9  | 4,8  | Central   | 13,0%              | 12,9% | 12,8%   |
| 3,8             | 4,5              | 4,4  | 4,4  | Min       | 11,9%              | 11,8% | 11,7%   |

## 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                        |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|-----------------------------|---------------------------------|
| 07-Jun-2024   | n.a.          | 1,72         | n.a.              | n.a.          | Visita a compañía           | Enrique Andrés Abad, CFA        |
| 27-May-2024   | n.a.          | 1,50         | n.a.              | n.a.          | Small & Micro Caps (España) | Alfredo Echevarría Otegui       |
| 29-Abr-2024   | n.a.          | 1,25         | n.a.              | n.a.          | Resultados 3m 2024          | Alfredo Echevarría Otegui       |
| 04-Mar-2024   | n.a.          | 1,15         | n.a.              | n.a.          | Resultados 12m 2023         | Alfredo Echevarría Otegui       |
| 27-Oct-2023   | n.a.          | 0,98         | n.a.              | n.a.          | Resultados 9m 2023          | José Miguel Cabrera van Grieken |
| 28-Jul-2023   | n.a.          | 1,08         | n.a.              | n.a.          | Resultados 6m 2023          | Alfredo Echevarría Otegui       |
| 12-Jun-2023   | n.a.          | 0,94         | n.a.              | n.a.          | Small & Micro Caps (España) | David López Sánchez             |
| 28-Abr-2023   | n.a.          | 0,85         | n.a.              | n.a.          | Resultados 3m 2023          | David López Sánchez             |
| 02-Mar-2023   | n.a.          | 0,86         | n.a.              | n.a.          | Resultados 12m 2022         | David López Sánchez             |
| 28-Oct-2022   | n.a.          | 0,93         | n.a.              | n.a.          | Resultados 9m 2022          | David López Sánchez             |
| 02-Ago-2022   | n.a.          | 1,07         | n.a.              | n.a.          | Resultados 6m 2022          | David López Sánchez             |
| 03-May-2022   | n.a.          | 1,61         | n.a.              | n.a.          | Resultados 3m 2022          | David López Sánchez             |
| 02-Mar-2022   | n.a.          | 1,33         | n.a.              | n.a.          | Resultados 12m 2021         | David López Sánchez             |
| 25-Oct-2021   | n.a.          | 1,83         | n.a.              | n.a.          | Resultados 9m 2021          | David López Sánchez             |
| 02-Ago-2021   | n.a.          | 2,13         | n.a.              | n.a.          | Resultados 6m 2021          | David López Sánchez             |
| 07-Jul-2021   | n.a.          | 2,45         | n.a.              | n.a.          | Inicio de cobertura         | David López Sánchez             |

