

**Resultados 6m 2024**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

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

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

**Lingotes Especiales (LGT)** es una pequeña compañía industrial española (Valladolid), especializada en el diseño, fundición y mecanizado de piezas de acero para la industria de automoción, donde es líder en sistemas de freno: cuota del 12% del mercado europeo de discos de freno (>85% s/Vtas). Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	78,4	85,1
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	102,5	111,3
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,52 / 6,80 / 5,89	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(3)</sup>	6,2	
Factset / Bloomberg	LGT-ES / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Consejo de Administración	55,0
Onchena	9,4
Mallorquina de Seguros	6,0
Free Float	29,6

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	98,5	91,5	96,0	100,8
EBITDA Rec.	8,4	9,1	10,1	11,3
% Var.	4,0	9,3	10,9	11,8
% EBITDA Rec./Ing.	8,5	10,0	10,6	11,2
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	15,9	-2,7	7,6	7,4
Beneficio neto	3,2	3,2	3,7	4,6
BPA (EUR)	0,32	0,32	0,37	0,46
% Var.	2,4	-1,5	16,0	24,2
BPA ord. (EUR)	0,25	0,26	0,31	0,40
% Var.	-1,4	4,3	19,6	28,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	6,5	-0,8	3,2	3,9
Pay-out (%)	83,7	83,0	83,0	83,0
DPA (EUR)	0,27	0,26	0,31	0,38
Deuda financiera neta	9,6	12,3	11,0	8,9
DN / EBITDA Rec.(x)	1,1	1,3	1,1	0,8
ROE (%)	7,0	6,9	7,8	9,4
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	6,1	6,4	7,2	8,7

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

PER	24,3	24,7	21,3	17,1
PER Ordinario	31,5	30,2	25,3	19,6
P/BV	1,7	1,7	1,6	1,6
Dividend Yield (%)	3,4	3,4	3,9	4,8
EV/Ventas	1,04	1,12	1,07	1,02
EV/EBITDA Rec.	12,3	11,2	10,1	9,1
EV/EBIT	21,0	21,0	18,1	15,1
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	8,3	n.a.	4,1	5,0

(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 Automobiles & Parts.

(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.

**Rdos 1S24: Fuerte desaceleración de la actividad**

**CAÍDA EN INGRESOS (-8,4% VS 1S23)...** marcado por un entorno sectorial adverso con un número de entregas de vehículos inferiores a las esperadas que implica una menor producción. Todo ello, sumado a la indexación de los precios de venta a los de la energía lleva a LGT a cerrar el 1S24 con unos ingresos de EUR 46,7Mn (vs EUR 51Mn en 1S23). Por geografías, las ventas nacionales aumentan un +81,3% hasta suponer el 21% s/Ingresos 1S24 (vs 11% en 1S23) y las exportaciones minoran un -21% hasta los EUR 36,6Mn (vs EUR 45,4Mn en 1S23).

**... AUNQUE LA MEJORA DE RENTABILIDAD HACE POSIBLE DEJAR UN EBITDA REC. PLANO (+1,8% VS 1S23).** La fuerte mejora del Margen Bruto (+4,4p.p. vs 1S23) amortigua la reducción de los ingresos (-8,4%). Lo que, sumado a unos precios (especialmente de energía) normalizados han permitido registrar un EBITDA Rec. 1S24 de EUR 4,4Mn (vs EUR 4,3Mn en 1S23). Mejorando el Mg. EBITDA rec. 1S23 hasta 9,4% (vs 8,5% en 1S23; aún lejos del nivel pre-pandemia c. 15%). Manteniendo el BN positivo (con impacto reducido del aumento de tipos).

**LAS PRODUCCIÓN DE AUTOMÓVILES AÚN NO SE HAN RECUPERADO.** Según la ANFAC durante el 1S24 se habían producido 1,3Mn de vehículos (+1,1% vs 1S23) que aún se encuentra un -13,4% por debajo de las cifras prepandemia. Mientras que las exportaciones cayeron un -9%. Las ventas de vehículos 1S24 ascienden a 500Miles en España muy por debajo de las cifras pre-Covid (c. 750Miles).

**LA DN SE ELEVA HASTA EUR 14,2Mn (VS EUR 9,6Mn EN 2023).** Principalmente por el aumento del ratio de existencias/ventas hasta el 26% (+8p.p. vs 1S23) y el CAPEX (EUR 3,8Mn en 1S24 vs EUR 1,2Mn en 1S23). Nuestras estimaciones para cierre del año dejarían a LGT con un nivel de endeudamiento (DN/EBITDA rec. 2024e de 1,3x) superior al de la media histórica (c.1x) y al sector (1,1x). Pese a ello, no esperamos que tenga un efecto muy significativo sobre el BN 2024e (y, por tanto, el dividendo).

**UN MOMENTUM DÉBIL PARA EL SECTOR DE LA AUTOMOCIÓN. BAJAMOS ESTIMACIONES.** Unos resultados 1S24 débiles que nos llevan a revisar nuestras estimaciones. La concentración de los fabricantes de automóviles les concede un elevado poder de negociación que presiona a los proveedores de piezas. Nuestro escenario central para 2024e hoy apunta a unos ingresos de EUR 92Mn (-11,6% est. Anterior) y un EBITDA rec. de EUR 9,1Mn (-7,5% est. anterior). La solidez del balance de LGT (DN/EBITDA 2024e: 1,3x) servirá para capear un entorno cíclico adverso como el actual. Nuestros números hoy cotizan aun EV/EBITDA 24e de 11,2x (por encima de sus comparables). Dividend Yield 2024e: 3,4%.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,0	19,5	7,8	33,1	-24,4	-38,4
vs Ibx 35	-3,3	17,5	-8,3	20,0	-41,2	-48,8
vs Ibx Small Cap Index	-1,7	14,0	1,0	23,1	-25,3	-53,1
vs Eurostoxx 50	-1,2	22,6	-2,8	23,8	-36,1	-55,3
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	0,0	36,4	11,5	34,8	-21,9	-49,6

**Resultados 6m 2024**  
**Bajamos estimaciones**
**Tabla 1. Resultados 1S24**

EUR Mn	6m24 Real	6m23	6m24 Real vs		2024e vs 2023
			6m23	2024e	
Total Ingresos	46,7	51,0	-8,4%	103,5	5,1%
Mg. Bruto	27,2	27,5	-0,9%	55,9	5,7%
Margen Bruto / Ingresos	58,3%	53,9%	4,4 p.p.	54,0%	0,3 p.p.
EBITDA (Recurrente) <sup>1</sup>	4,4	4,3	1,8%	9,9	18,2%
EBITDA Rec. / Ingresos	9,4%	8,5%	0,9 p.p.	9,5%	1,1 p.p.
EBITDA <sup>(1)</sup>	4,5	4,4	1,6%	10,7	14,2%
EBITDA / Ingresos	9,6%	8,6%	0,9 p.p.	10,3%	0,8 p.p.
EBIT	2,2	2,2	-1,9%	5,7	17,9%
BAI	1,8	1,9	-7,3%	5,1	21,4%
BN	1,3	1,4	-7,4%	3,9	19,5%
		<b>12m23</b>			
Deuda Neta	14,2	9,6	48,6%	9,0	-34,5%

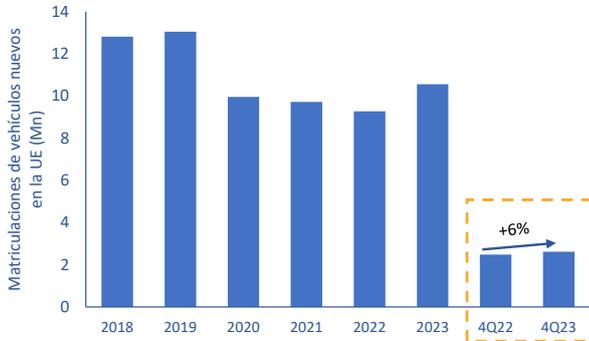
Nota 1: EBITDA Recurrente y EBITDA ajustados para excluir el impacto de gastos capitalizados.

**Tabla 2. Revisión de estimaciones**

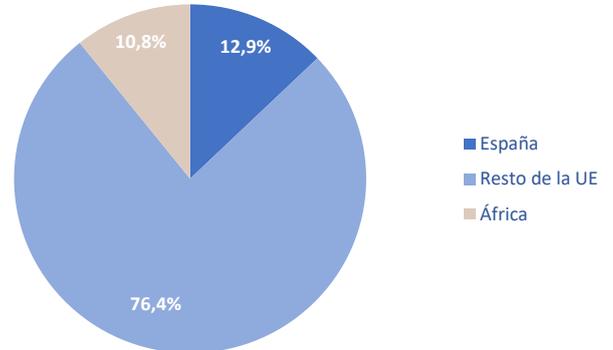
EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	91,5	-11,6%	96,0	-13,3%	100,8	-14,9%
EBITDA (Recurrente)	9,1	-7,5%	10,1	-16,1%	11,3	-24,1%
EBITDA Rec. / Ventas	10,0%	0,4 p.p.	10,6%	-0,4 p.p.	11,2%	-1,4 p.p.
EBIT	4,9	-15,0%	5,7	-27,4%	6,8	-35,3%
Beneficio Neto	3,2	-17,6%	3,7	-31,4%	4,6	-38,5%
Free Cash Flow (Rec.)	-0,8	-133,2%	3,2	-20,0%	3,9	-32,8%
Deuda Neta	12,3	37,3%	11,0	51,4%	8,9	80,1%
DN / EBITDA	1,3 x	0,4 x	1,1 x	0,5 x	0,8 x	1,4 x

**La compañía en 8 gráficos**

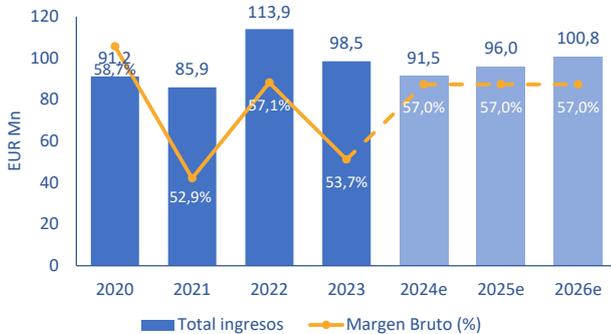
**En 2023 hemos visto una recuperación del número de matriculaciones en Europa (aunque aún lejos de niveles 2019)**



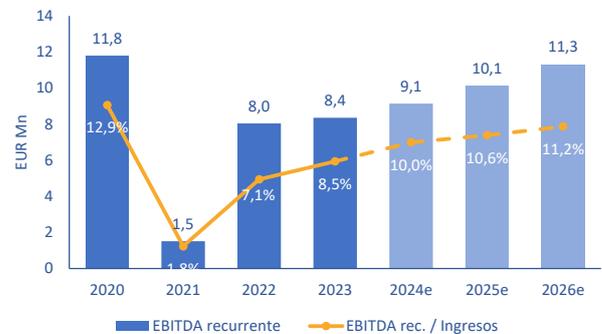
**Sus exportaciones representan el 87% de su cifra de negocio, siendo Europa su principal fuente de ingresos**



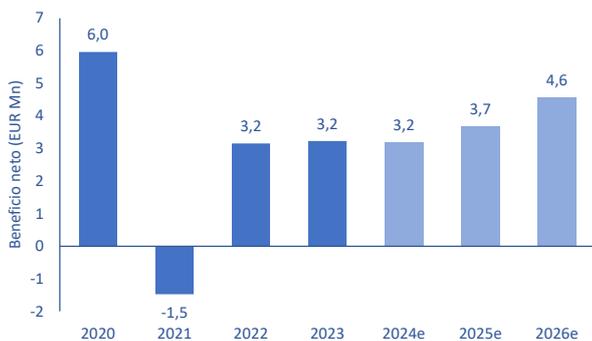
**Pese a los mayores volúmenes, los precios mermarán la capacidad de crecer en ingresos**



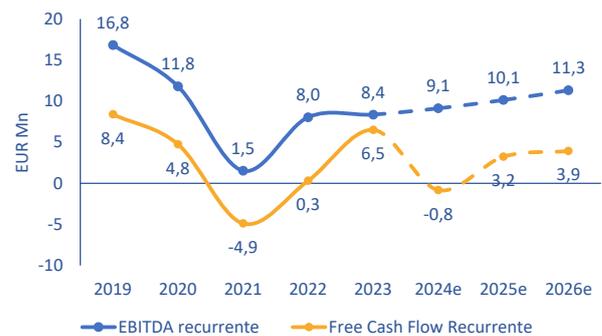
**Queda mucho recorrido en la recuperación del margen (aún muy penalizado por los elevados costes de materias primas)**



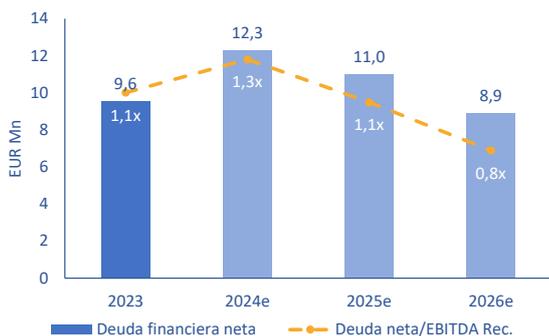
**Sin impacto significativo por gastos financieros, LGT convertirá c. 30% del EBITDA en Beneficio Neto**



**Una compañía con elevado potencial de generación de Free Cash Flow**



**La generación de caja permitirá devolver el apalancamiento a niveles de 0,8x DN/EBITDA en 2026e**



**Los resultados 2024e podrían actuar como catalizador en la medida en que harán creíble que la mejora de márgenes es posible**



**Inputs de valoración**
**Inputs de valoración por DCF**

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,3)	3,8	4,5	71,0			
<b>Market Cap</b>	<b>78,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>14,2</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>	
Risk free rate (rf)	3,3%	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)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,1	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,8%</b>	<b>10,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,4%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>8,9%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,9%</b>	<b>9,4%</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	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
CIE Automotive	CIE-ES	3.256,7	9,4	9,7%	6,4	5,6%	1,2	3,7%	18,5%	10,7%	13,1%
Gestamp	GEST-ES	1.525,8	5,0	21,0%	3,3	9,2%	0,4	4,7%	11,0%	19,5%	7,7%
Cummins	CMI-US	35.482,9	15,1	16,3%	8,9	9,8%	1,3	5,9%	15,0%	4,7%	22,6%
Voestalpine	VOE-AT	4.259,5	7,7	9,0%	3,5	3,7%	0,4	0,2%	10,4%	5,2%	-10,3%
<b>Auto-Parts</b>			<b>9,3</b>	<b>14,0%</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1%</b>	<b>0,8</b>	<b>3,6%</b>	<b>13,7%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,3%</b>
Brembo SPA	BRE-IT	3.311,4	10,7	12,3%	5,6	9,2%	1,0	6,2%	17,3%	4,1%	53,0%
Frenos			10,7	12,3%	5,6	9,2%	1,0	6,2%	17,3%	4,1%	53,0%
<b>LGT</b>	<b>LGT-ES</b>	<b>78,4</b>	<b>24,7</b>	<b>20,0%</b>	<b>11,2</b>	<b>10,5%</b>	<b>1,1</b>	<b>5,0%</b>	<b>10,8%</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	11,7%	11,2	9,2x
Central	10,6%	10,1	10,1x
Min	9,5%	9,1	11,3x

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

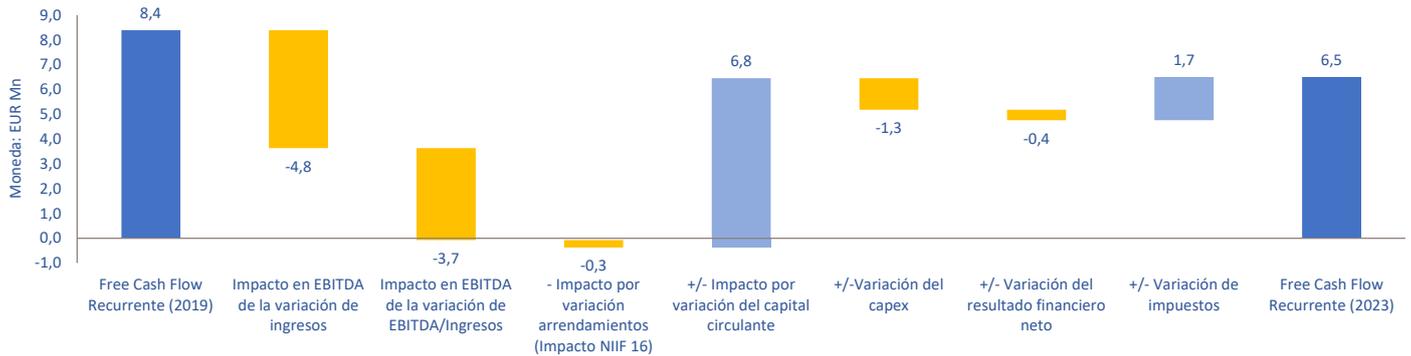
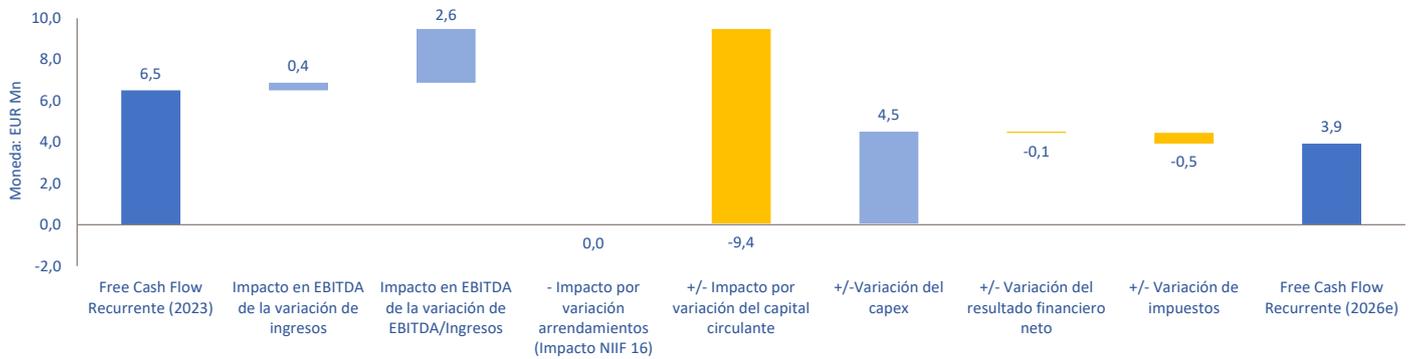
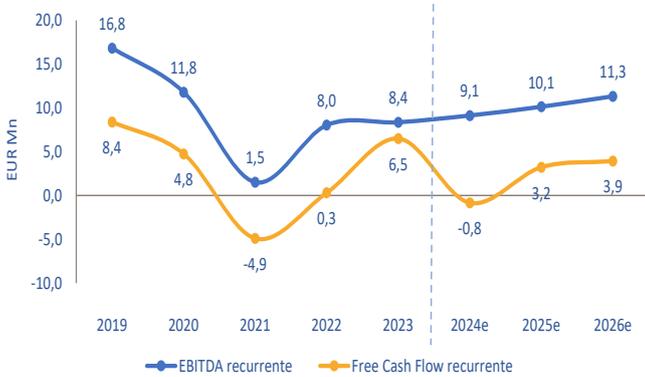
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	3,9%	4,3%		4,7%	Max	6,0%
11,2	4,7	4,3	3,9	Central	4,6%	4,1%	3,6%
10,1	3,6	3,2	2,9	Min	3,3%	2,8%	2,3%
9,1	2,6	2,2	1,8				

## 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	0,9	1,1	1,6	1,6	2,0	3,4	4,6	5,6		
Inmovilizado material	56,8	57,2	57,1	56,4	60,9	62,2	60,3	58,6		
Otros activos no corrientes	0,5	0,4	1,2	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	28,9	28,3	25,7	32,2	22,0	21,0	22,5	24,1		
<b>Total activo</b>	<b>87,7</b>	<b>87,3</b>	<b>85,9</b>	<b>91,3</b>	<b>85,4</b>	<b>87,0</b>	<b>87,7</b>	<b>88,7</b>		
Patrimonio neto	46,2	45,1	43,7	46,8	46,0	46,5	47,5	49,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	8,3	1,4	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8		
Otros pasivos no corrientes	0,2	0,1	0,2	0,1	5,5	5,5	5,5	5,5		
Deuda financiera neta	15,2	9,2	19,9	18,7	9,6	12,3	11,0	8,9		
Pasivo circulante	24,6	24,5	20,7	24,7	23,5	21,9	22,9	24,0		
<b>Total pasivo</b>	<b>87,7</b>	<b>87,3</b>	<b>85,9</b>	<b>91,3</b>	<b>85,4</b>	<b>87,0</b>	<b>87,7</b>	<b>88,7</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>114,9</b>	<b>91,2</b>	<b>85,9</b>	<b>113,9</b>	<b>98,5</b>	<b>91,5</b>	<b>96,0</b>	<b>100,8</b>	<b>-3,8%</b>	<b>0,8%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>32,7%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>		
Coste de ventas	(49,6)	(37,7)	(40,5)	(48,9)	(45,6)	(39,3)	(41,3)	(43,4)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>65,3</b>	<b>53,5</b>	<b>45,4</b>	<b>65,0</b>	<b>52,9</b>	<b>52,1</b>	<b>54,7</b>	<b>57,5</b>	<b>-5,1%</b>	<b>2,8%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>56,8%</i>	<i>58,7%</i>	<i>52,9%</i>	<i>57,1%</i>	<i>53,7%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,0%</i>		
Gastos de personal	(27,8)	(25,2)	(22,7)	(23,3)	(24,5)	(24,5)	(25,4)	(26,3)		
Otros costes de explotación	(20,6)	(16,5)	(21,2)	(33,7)	(20,0)	(18,5)	(19,2)	(19,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>16,8</b>	<b>11,8</b>	<b>1,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>-16,1%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-7,5%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>-87,2%</i>	<i>430,5%</i>	<i>4,0%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>1,8%</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	0,8	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8		
<b>EBITDA</b>	<b>16,8</b>	<b>12,6</b>	<b>2,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>	<b>12,1</b>	<b>-13,7%</b>	<b>9,1%</b>
Depreciación y provisiones	(5,5)	(4,5)	(5,1)	(5,5)	(5,6)	(6,0)	(6,1)	(6,0)		
Gastos capitalizados	0,4	0,7	1,0	1,2	1,5	1,3	1,2	1,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
<b>EBIT</b>	<b>11,7</b>	<b>8,7</b>	<b>(2,2)</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>-19,6%</b>	<b>11,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-25,8%</i>	<i>-124,9%</i>	<i>308,2%</i>	<i>8,5%</i>	<i>0,3%</i>	<i>15,9%</i>	<i>20,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,7%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>11,4</b>	<b>8,4</b>	<b>(2,5)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>-22,0%</b>	<b>12,9%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-26,7%</i>	<i>-129,6%</i>	<i>265,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>0,0%</i>	<i>16,0%</i>	<i>24,2%</i>		
Extraordinarios	-	(0,4)	0,5	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>11,4</b>	<b>8,0</b>	<b>(2,0)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>-22,0%</b>	<b>12,9%</b>
Impuestos	(2,7)	(2,1)	0,5	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>23,6%</i>	<i>25,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,1%</i>	<i>23,8%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>8,7</b>	<b>6,0</b>	<b>(1,5)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>-22,0%</b>	<b>12,4%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>-124,8%</i>	<i>313,3%</i>	<i>2,4%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>24,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>8,7</b>	<b>5,6</b>	<b>(2,9)</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>-26,9%</b>	<b>17,1%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-35,8%</i>	<i>-152,3%</i>	<i>186,0%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>19,6%</i>	<i>28,7%</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>9,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>-16,1%</b>	<b>10,7%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,4)	(0,5)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>8,2</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-14,8%</b>
CAPEX						(7,3)	(4,1)	(4,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,8)	(0,7)		
Impuestos						(1,1)	(1,2)	(1,5)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(0,8)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-15,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,8	0,8	0,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(0,1)</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>11,1%</b>	<b>-29,4%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,7)	(2,7)	(2,6)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>2,8</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(2,1)</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>11,8</b>	<b>1,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>-10,9%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-29,9%	-87,2%	430,5%	4,0%	9,3%	10,9%	11,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,9%	1,8%	7,1%	8,5%	10,0%	10,6%	11,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,6	(1,3)	(2,5)	8,9	(0,6)	(0,4)	(0,5)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>12,3</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>16,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3%</b>	<b>-14,8%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-35,0%	-99,0%	n.a.	209,0%	-51,6%	14,0%	12,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	13,5%	0,1%	4,8%	17,2%	9,0%	9,7%	10,4%		
- CAPEX	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(8,8)	(7,3)	(4,1)	(4,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,7)		
- Impuestos	(1,8)	0,5	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,5)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>4,8</b>	<b>(4,9)</b>	<b>0,3</b>	<b>6,5</b>	<b>(0,8)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>11,0%</b>	<b>-15,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-43,4%	-202,8%	106,4%	n.a.	-112,8%	488,3%	21,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	5,2%	n.a.	0,3%	6,6%	n.a.	3,4%	3,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,8	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,5	(0,2)	5,9	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>5,6</b>	<b>(4,0)</b>	<b>0,9</b>	<b>13,4</b>	<b>(0,1)</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>33,7%</b>	<b>-29,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-36,3%	-171,2%	122,8%	n.a.	-100,4%	n.a.	17,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,1%	n.a.	0,4%	8,3%	n.a.	4,1%	5,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	7,1%	n.a.	1,2%	17,1%	n.a.	5,1%	6,0%		
<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>8,4</b>	<b>4,8</b>	<b>(4,9)</b>	<b>0,3</b>	<b>6,5</b>	<b>(0,8)</b>	<b>3,2</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(3,5)	(0,7)	0,5	(1,1)	(0,6)	0,5	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,6)	(9,6)	6,0	1,4	1,4	0,5	0,7		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(5,0)</b>	<b>(10,3)</b>	<b>6,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	-	(0,3)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	(1,9)	(1,2)	11,4	(9,5)	0,2	(0,0)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(6,6)</b>	<b>(12,2)</b>	<b>5,4</b>	<b>11,5</b>	<b>(8,7)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>		
+/- Variación del CAPEX	2,1	0,2	1,4	(5,0)	1,5	3,2	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,0)	(0,1)	0,1		
+/- Variación de impuestos	1,0	2,3	(1,5)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(9,6)</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>(7,3)</b>	<b>4,1</b>	<b>0,7</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>4,8</b>	<b>(4,9)</b>	<b>0,3</b>	<b>6,5</b>	<b>(0,8)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</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>8,7</b>	<b>(2,2)</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>-17,5%</b>	<b>11,8%</b>
* Tasa fiscal teórica	25,7%	0,0%	23,1%	23,8%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	-	(1,0)	(1,2)	(1,2)	(1,4)	(1,7)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>11,8</b>	<b>1,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>-10,9%</b>	<b>10,7%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,6	(1,3)	(2,5)	8,9	(0,6)	(0,4)	(0,5)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>12,3</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>16,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3%</b>	<b>-14,8%</b>
- CAPEX	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(8,8)	(7,3)	(4,1)	(4,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,2)	-	(1,0)	(1,2)	(1,2)	(1,4)	(1,7)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>4,6</b>	<b>(5,1)</b>	<b>0,6</b>	<b>7,0</b>	<b>(0,3)</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>15,1%</b>	<b>-14,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-46,7%	-211,6%	112,1%	n.a.	-104,9%	n.a.	17,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	5,0%	n.a.	0,5%	7,1%	n.a.	4,0%	4,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,5	(0,2)	5,9	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>4,6</b>	<b>(4,7)</b>	<b>0,4</b>	<b>12,9</b>	<b>(0,3)</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>41,1%</b>	<b>-29,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-48,9%	-201,7%	108,5%	n.a.	-102,7%	n.a.	17,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	4,5%	n.a.	0,6%	6,8%	n.a.	3,7%	4,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	4,5%	n.a.	0,4%	12,6%	n.a.	3,7%	4,3%		

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

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

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	78,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	10,2	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	14,2	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>102,5</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	62,1	77,8	63,3	79,5	95,6	104,2	114,9	91,2	85,9	113,9	98,5	91,5	96,0	100,8	4,7%	0,8%	
Cto. Total ingresos	n.a.	25,4%	-18,6%	25,5%	20,3%	9,0%	10,3%	-20,7%	-5,8%	32,7%	-13,6%	-7,1%	5,0%	5,0%			
EBITDA	7,7	11,5	8,7	13,2	19,0	16,7	16,8	12,6	2,0	8,9	9,3	9,9	10,9	12,1	1,9%	9,1%	
Cto. EBITDA	n.a.	49,4%	-24,2%	50,8%	44,6%	-12,1%	0,7%	-24,9%	-84,4%	350,1%	5,3%	6,2%	10,1%	10,9%			
EBITDA/Ingresos	12,4%	14,8%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	14,6%	13,9%	2,3%	7,8%	9,5%	10,8%	11,4%	12,0%			
Beneficio neto	4,0	6,7	4,0	6,7	10,5	8,9	8,7	6,0	(1,5)	3,2	3,2	3,2	3,7	4,6	-2,1%	12,4%	
Cto. Beneficio neto	n.a.	69,1%	-40,9%	69,1%	56,0%	-14,9%	-2,2%	-31,7%	-124,8%	313,3%	2,4%	-1,5%	16,0%	24,2%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0			
BPA (EUR)	0,40	0,67	0,40	0,67	1,05	0,89	0,87	0,60	-0,15	0,32	0,32	0,32	0,37	0,46	-2,2%	12,4%	
Cto. BPA	n.a.	67,3%	-40,9%	69,1%	56,0%	-14,9%	-2,2%	-31,7%	n.a.	n.a.	2,4%	-1,5%	16,0%	24,2%			
BPA ord. (EUR)	0,40	0,67	0,40	0,67	1,05	0,89	0,87	0,56	-0,29	0,25	0,25	0,26	0,31	0,40	-4,7%	17,1%	
Cto. BPA ord.	n.a.	67,3%	-40,9%	69,1%	56,0%	-14,9%	-2,2%	-35,8%	n.a.	n.a.	-1,4%	4,3%	19,6%	28,7%			
CAPEX	(3,5)	(6,1)	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(8,8)	(7,3)	(4,1)	(4,3)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	5,6%	7,9%	5,5%	7,7%	18,9%	9,6%	6,5%	6,0%	6,1%	3,4%	8,9%	8,0%	4,3%	4,3%			
Free Cash Flow	0,8	10,3	0,7	10,3	(0,3)	(0,7)	8,8	5,6	(4,0)	0,9	13,4	(0,1)	4,0	4,7	32,3%	-29,4%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	0,7x	-0,2x	0,7x	-0,2x	0,2x	0,6x	0,9x	0,7x	10,1x	2,1x	1,0x	1,2x	1,0x	0,7x			
PER (x)	5,5x	4,2x	16,6x	17,1x	14,1x	10,6x	13,8x	18,1x	n.a.	15,9x	18,2x	24,7x	21,3x	17,1x			
EV/Vtas (x)	0,56x	0,50x	1,44x	1,77x	1,91x	1,17x	1,34x	1,50x	1,60x	0,66x	0,82x	1,12x	1,07x	1,02x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	4,5x	3,4x	10,4x	10,7x	9,6x	7,3x	9,1x	10,8x	n.a.	8,5x	8,6x	10,3x	9,4x	8,5x			
Comport. Absoluto	41,1%	27,5%	133,6%	74,3%	29,0%	-36,4%	27,8%	-10,7%	3,2%	-55,0%	17,7%	33,1%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	16,2%	23,0%	151,6%	77,9%	20,1%	-25,2%	14,3%	5,6%	-4,4%	-52,3%	-4,1%	20,0%					

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

Datos Mercado	Auto-Parts					Frenos		
	EUR Mn	CIE		Average		Brembo SPA	LGT	
		Automotive	Gestamp	Cummins	Voestalpine			
Ticker (Factset)		CIE-ES	GEST-ES	CMI-US	VOE-AT	BRE-IT	LGT-ES	
País		Spain	Spain	USA	Austria	Netherlands	Spain	
Market cap		3.256,7	1.525,8	35.482,9	4.259,5	3.311,4	78,4	
Enterprise value (EV)		4.825,2	4.498,3	40.346,5	6.069,4	3.844,3	102,5	
Total Ingresos		4.117,5	12.399,1	30.209,0	16.644,1	3.969,0	91,5	
Cto.Total Ingresos		4,0%	1,0%	-3,7%	-0,2%	0,3%	3,1%	-7,1%
2y TACC (2024e - 2026e)		3,7%	4,7%	5,9%	0,2%	3,6%	6,2%	5,0%
EBITDA		759,9	1.362,2	4.521,4	1.731,9	685,4	9,9	
Cto. EBITDA		6,5%	0,4%	14,4%	24,7%	11,5%	13,6%	6,2%
2y TACC (2024e - 2026e)		5,6%	9,2%	9,8%	3,7%	7,1%	9,2%	10,5%
EBITDA/Ingresos		18,5%	11,0%	15,0%	10,4%	13,7%	17,3%	10,8%
EBIT		565,2	651,5	3.524,8	956,7	423,9	4,9	
Cto. EBIT		6,6%	-2,2%	17,1%	52,0%	18,4%	19,6%	0,3%
2y TACC (2024e - 2026e)		6,4%	13,7%	11,0%	6,2%	9,3%	11,8%	18,0%
EBIT/Ingresos		13,7%	5,3%	11,7%	5,7%	9,1%	10,7%	5,3%
Beneficio Neto		343,9	298,0	3.074,0	524,6	305,6	3,2	
Cto. Beneficio Neto		10,5%	6,2%	35,0%	380,0%	187,7%	0,2%	-1,5%
2y TACC (2024e - 2026e)		9,8%	22,4%	1,9%	9,2%	10,8%	12,6%	20,0%
CAPEX/Ventas		5,4%	7,2%	3,8%	7,5%	6,0%	8,9%	8,0%
Free Cash Flow		349,0	298,3	1.680,2	221,9	135,2	(0,1)	
Deuda financiera Neta		978,7	1.998,9	3.834,5	1.677,8	426,4	12,3	
DN/EBITDA (x)		1,3	1,5	0,8	1,0	0,6	1,3	
Pay-out		32,5%	29,7%	29,0%	31,8%	30,8%	32,1%	83,0%
P/E (x)		9,4	5,0	15,1	7,7	9,3	10,7	24,7
P/BV (x)		2,1	0,7	3,8	0,5	1,8	1,5	1,7
EV/Ingresos (x)		1,2	0,4	1,3	0,4	0,8	1,0	1,1
EV/EBITDA (x)		6,4	3,3	8,9	3,5	5,5	5,6	11,2
EV/EBIT (x)		8,5	6,9	11,4	6,3	8,3	9,1	21,0
ROE		22,3	13,2	25,4	6,9	17,0	13,5	6,9
FCF Yield (%)		10,7	19,5	4,7	5,2	10,1	4,1	n.a.
DPA		0,93	0,15	6,29	0,97	2,09	0,30	0,26
Dvd Yield		3,4%	5,8%	2,4%	4,1%	3,9%	3,0%	3,4%

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
25-Jul-2024	n.a.	7,84	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	6,74	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
29-Feb-2024	n.a.	6,47	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
03-Ago-2023	n.a.	7,24	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	7,50	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
01-Mar-2023	n.a.	7,71	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
31-Oct-2022	n.a.	5,63	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Ago-2022	n.a.	6,61	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
01-Abr-2022	n.a.	10,37	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
02-Mar-2022	n.a.	9,87	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
03-Ago-2021	n.a.	10,61	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2021	n.a.	10,06	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
30-Oct-2020	n.a.	10,11	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
28-Jul-2020	n.a.	10,60	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	11,84	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
28-Oct-2019	n.a.	11,98	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
22-Jul-2019	n.a.	12,78	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
13-May-2019	n.a.	13,26	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
01-Mar-2019	n.a.	12,87	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	David López Sánchez
22-Nov-2018	n.a.	12,87	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

