

Resultados 12m 2022

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. (BAIN) es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en la producción agrícola, procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (53% s/Ingresos 2021). Es referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

Rdos 12m23: Ingresos planos y caída (esperada) de márgenes. Los precios son la clave

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS (-3,8%) LIMITA EL CRECIMIENTO EN INGRESOS (INGRESOS 2022: EUR 136,1MN; +0,1%)... BAIN crece en volumen de Tn comercializadas (+3,9%; excluyendo subproductos). Y cierra 2022 con ingresos planos (+0,1% vs 2021) confirmando el mal momentum del sector por la evolución negativa en los precios de sus principales productos (nueces: -28% y almendras: -6%; c.70% s/Ingresos 2022). Las almendras pierden peso en el mix (61% vs 67% 2021) en favor de otros frutos secos (24,4% vs 21% 2021) por la mayor demanda durante el año de estos últimos.

... MIENTRAS QUE EL AUMENTO DE COSTES PRESIONA EL EBITDA REC. (EUR 0,5MN VS EUR 4MN EN 2022)... BAIN consolida un Mg. Bruto 2022 21,2% (-1p.p. vs 2021; aunque c. +5,3p.p. por encima del nivel pre-Covid). Lo que se convierte en el dato de mayor interés de los resultados de 2022. Aunque insuficiente para compensar los mayores costes de estructura (+7,9% vs 2021) derivados de la inflación y que presionan el EBITDA rec. 2022 (EUR 0,5Mn); y "lógico" dados los ingresos planos.

... Y HUNDE EL BAI (EUR -4,6MN VS EUR 0,1MN EN 2021). Por debajo del EBITDA, destacamos: i) gastos financieros (EUR 2,2Mn; c.3x 2021) por la subida de tipos y ii) menores activaciones (EUR 0,6Mn vs EUR 1,1Mn en 2021). Lastran el BAI hasta EUR -4,6Mn (vs EUR 0,1Mn en 2021; en línea con nuestras estimaciones).

ELEVANDO EL APALANCAMIENTO (DN 22: EUR 39MN VS 26,4MN; DN/FFPP 0,7X VS 0,4X EN 2021). Esencialmente, por 3 razones: i) necesidades de circulante (working capital/ventas 2022: 11,3% vs 8,6% en 2021), ii) la adquisición de 52Ha en Portugal (CAPEX 22: EUR 6,4Mn vs EUR 3,9Mn en 21) y iii) el mayor gasto financiero.

AJUSTAMOS A LA BAJA NUESTRAS ESTIMACIONES EN INGRESOS (HIPERDEPENDIENTES DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS). Tras los resultados 2022 revisamos estimaciones en ingresos: asumiendo una estabilización en los precios de los frutos secos, estimamos unos Ingresos 23e de EUR 143,7Mn (-5,1% vs estimación anterior); mantenemos estimaciones en EBITDA por: i) el mayor Mg. Bruto y ii) la capacidad de traspasar el aumento de costes a precios. El equity story de BAIN es de l/p, y está condicionado por 2 factores: i) la recuperación de los precios (que podría traducirse en un incremento de >20% en nuestras estimaciones actuales; la clave del equity story) y ii) la capacidad de integrarse verticalmente y mejorar márgenes (aún quedan c. 250Ha pendientes de entrar en producción). BAIN cotiza a un EV/Vtas de 0,8x. Lejos del sector (1,1x), por la ausencia de catalizadores a corto y medio plazo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	63,9	70,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	110,2	121,6
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,16 / 2,92 / 2,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,7	
Factset / Bloomberg	BAIN-ES / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-may	

Estructura Accionarial (%)

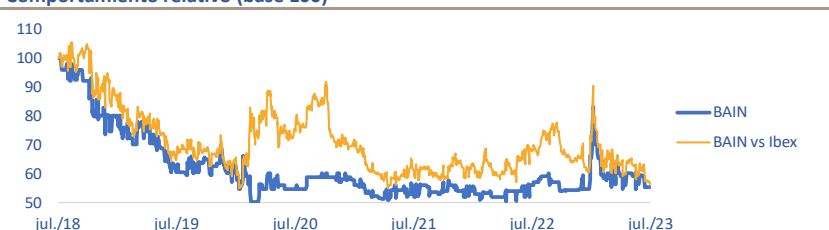
Borges International Group	89,1
Miembros del Consejo	0,2
Free Float	10,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	136,3	143,7	151,8	159,6
EBITDA Rec.	0,5	2,1	3,0	5,5
% Var.	-87,5	329,9	41,3	81,6
% EBITDA Rec./Ing.	0,4	1,5	2,0	3,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	19,8	12,7	8,5	7,1
Beneficio neto	-2,7	-2,8	-2,3	-0,3
BPA (EUR)	-0,11	-0,12	-0,10	-0,01
% Var.	n.a.	-5,6	18,9	85,6
BPA ord. (EUR)	-0,22	-0,14	-0,12	-0,02
% Var.	n.a.	35,1	18,9	85,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-11,0	-4,2	-3,4	-1,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	39,0	43,2	46,6	47,8
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	20,1	15,4	8,7
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	1,7

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,1	1,1	1,2	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,81	0,77	0,73	0,69
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	36,3	20,0
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-7,4	-6,8	-1,4	0,7	0,7	-44,8
vs Ixex 35	-9,3	-11,0	-17,7	-14,4	-24,6	-43,8
vs Ixex Small Cap Index	-8,1	-9,7	-6,1	-10,8	-22,9	-49,2
vs Eurostoxx 50	-9,9	-9,0	-19,4	-14,4	-25,5	-56,4
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-10,0	-2,3	4,1	-3,5	-10,1	-52,5

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

(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.

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.

Resultados 12m 2022
Bajamos estimaciones
Resultados 12m2023

EUR Mn	12m22 Real	12m21	12m22 Real vs 12m21	2022e	2022 vs 2022e
Total Ingresos	136,3	136,1	0,1%	141,8	-3,9%
Nueces	10,9	10,9	0,1%	8,0	36,2%
Almendras	83,1	89,9	-7,5%	94,8	-12,3%
Otros frutos secos	32,7	28,6	14,4%	30,1	8,8%
Otros productos	9,5	6,8	40,2%	8,9	6,8%
EBITDA (Recurrente)¹	0,5	4,0	-87,5%	-0,4	n.a.
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>0,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-2,6 p.p.</i>	<i>-0,3%</i>	<i>0,7 p.p.</i>
EBITDA¹	1,0	3,4	-72,0%	-0,4	n.a.
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,5%</i>	<i>-1,8 p.p.</i>	<i>-0,3%</i>	<i>1,0 p.p.</i>
EBIT	-2,5	0,9	n.a.	-3,2	23,2%
BAI	-4,6	0,1	n.a.	-4,3	-6,6%
BN	-2,7	0,0	n.a.	-3,9	31,9%
Has. Gestionadas	2.545	2.446	4,0%	2.545	0,0%
Volumen ²	29.118	28.028	3,9%	29.616	-1,7%
Tns. producidas	2.692	2.718	-1,0%	2.688	0,1%
Deuda Neta ³	39,0	26,4	47,4%	35,1	11,0%
Deuda Neta / FFPP ³	0,7 x	0,4 x	0,2 x	0,6 x	-0,1 x

Nota 1: EBITDA y EBITDA recurrente ajustado excluyen activaciones (EUR 0,6Mn en 2022 y EUR 1,1Mn en 2021).

Nota 2: Excluye subproductos.

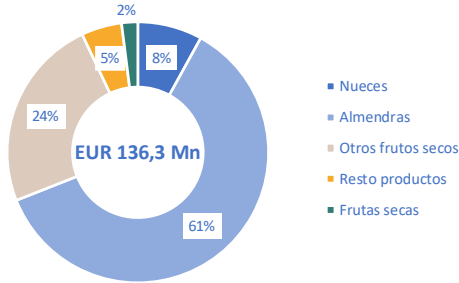
Nota 3: Deuda Neta ajustada para excluir: (i) el impacto de la NIIF 16 (EUR 8Mn y EUR 7,6Mn en 2022 y 2021, respectivamente) y (ii) Inversiones inmobiliarias mantenidas para la venta (EUR 2,7Mn en 2022 y 2021).

Tabla 1. Revisión de estimaciones

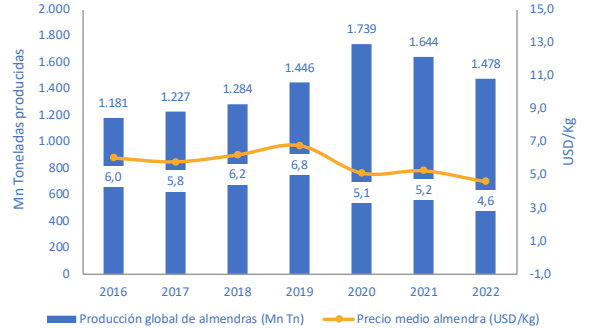
EUR Mn	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	2024e	Revisión (%)	2025e (Nuevo)
Total Ingresos	143,7	151,3	-5,1%	151,8	161,3	-5,9%	159,6
EBITDA (Recurrente)	2,1	1,8	16,9%	3,0	3,6	-15,8%	5,5
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1 p.p.</i>	<i>3,4%</i>
EBIT	-1,5	-1,2	-26,3%	-0,7	0,4	-278,1%	0,0
Beneficio Neto	-2,8	-2,5	-12,5%	-2,3	-1,0	-128,0%	-0,3
Free Cash Flow (Rec.)	-4,2	-4,7	10,4%	-3,4	-2,9	-18,1%	-1,1
<i>DN / FFPP</i>	<i>0,8 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,0 x</i>	<i>0,9 x</i>	<i>0,8 x</i>	<i>0,1 x</i>	<i>0,9 x</i>

La compañía en 8 gráficos

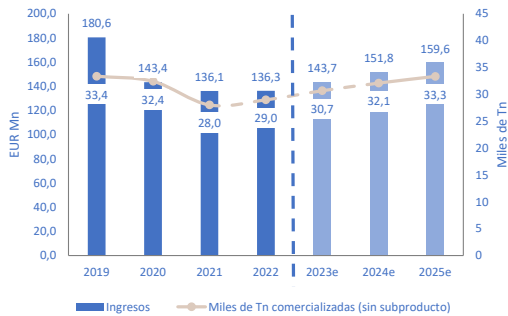
BAIN es un negocio centrado en la comercialización de frutos secos (esencialmente, almendra: 61% s/total)



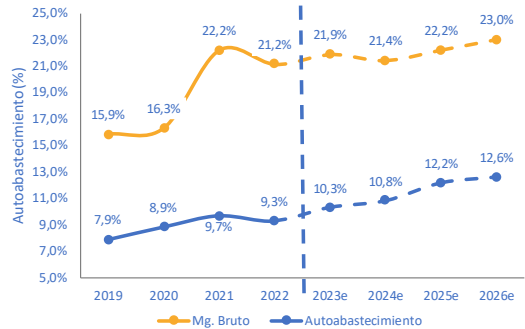
El fuerte incremento en la oferta (2016-2022) ha presionado el precio de la almendra a la baja (precio hoy: -24% vs 2016)



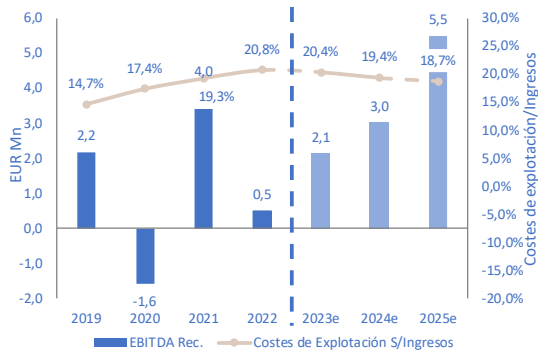
Esperamos que la recuperación del volumen (Tn comer.: TACC +4,8% 22-25e) haga posible un crecimiento en ingresos (5,4% TACC 22-25e)



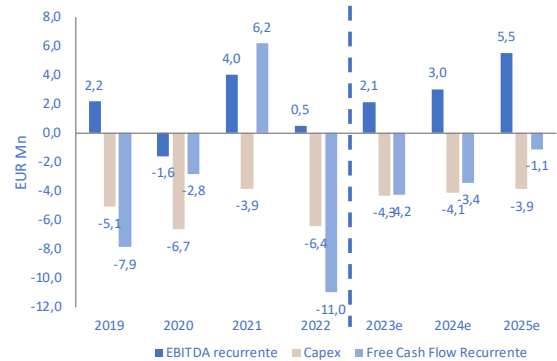
Un mayor autoabastecimiento (c.12,5% en 26e), permitirá una mejora en el margen bruto del negocio (c. 23% en 26e)



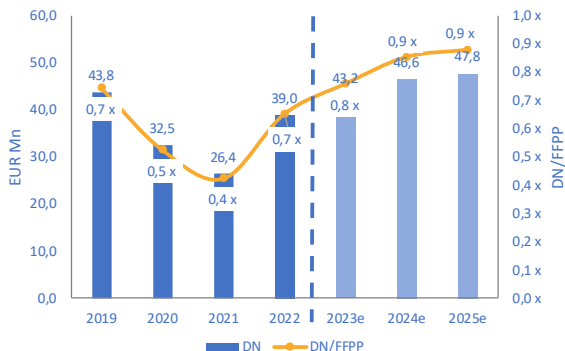
Lo que, junto al elevado componente de costes fijos mantendrá el EBITDA por encima de break-even



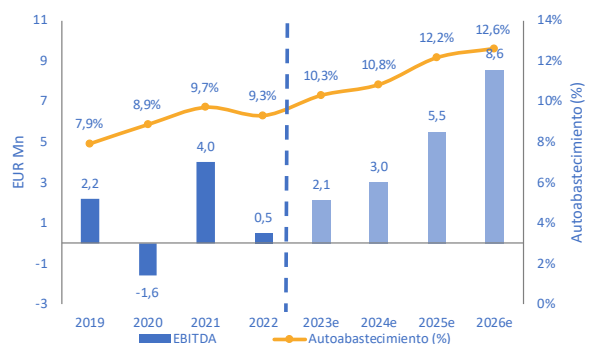
El crecimiento en EBITDA será el principal catalizador de la vuelta al FCF positivo, aunque no antes del 2026e



El consumo de caja del período 2023e-205e elevará la DN 2025e hasta EUR 47,8M (0,9x DN/FFPP 2025e)



El incremento en el autoabastecimiento hasta el 12,5% implicará un despegue en EBITDA > EUR 8Mn, pero no antes de 2026e



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,9)	(1,9)	0,9	n.a.			
Market Cap	63,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	39,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,5%	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)	0,8	B (estimación propia)			0,7	0,9	
Coste del Equity	8,3%	Ke = Rf + (R * B)			7,4%	9,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	62,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	37,9%	D			=	=	
WACC	6,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,0%	7,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Vilmorin & Cie SA	RIN-FR	1.459,8	13,6	9,6%	6,5	5,0%	1,5	3,2%	23,8%	2,2%	87,4%
Sipef NV	SIP-BE	609,4	8,7	-10,4%	4,1	-6,1%	1,5	0,0%	37,1%	6,8%	-27,8%
Greenyard NV	GREEN-BE	340,0	13,0	26,4%	4,7	6,4%	0,2	4,3%	3,6%	2,3%	n.a.
Industria Europea			11,8	8,5%	5,1	1,8%	1,1	2,5%	21,5%	3,8%	29,8%
Select Harvests	SHV-AU	305,1	n.a.	56,1%	n.a.	83,3%	7,5	40,2%	n.a.	n.a.	77,5%
Benchmark			n.a.	56,1%	n.a.	83,3%	7,5	40,2%	n.a.	n.a.	77,5%
ADM	ADM-US	41.968,0	12,1	-1,9%	8,3	-3,1%	0,5	-0,7%	6,2%	n.a.	19,7%
Jugadores Globales			12,1	-1,9%	8,3	-3,1%	0,5	-0,7%	6,2%	n.a.	19,7%
BAIN	BAIN-ES	63,9	n.a.	65,8%	n.a.	60,2%	0,8	5,4%	1,5%	n.a.	48,9%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	2,2%	3,3	33,0x
Central	2,0%	3,0	36,3x
Min	1,8%	2,7	40,4x

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

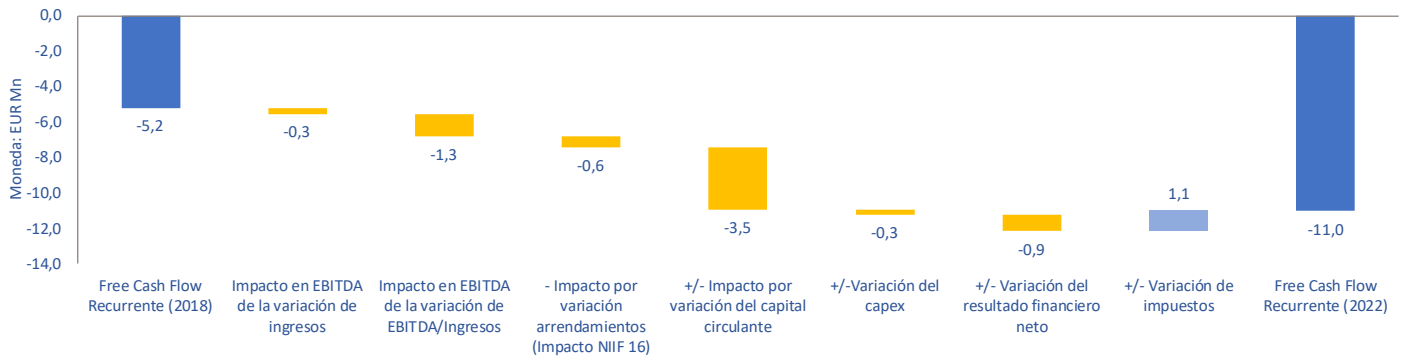
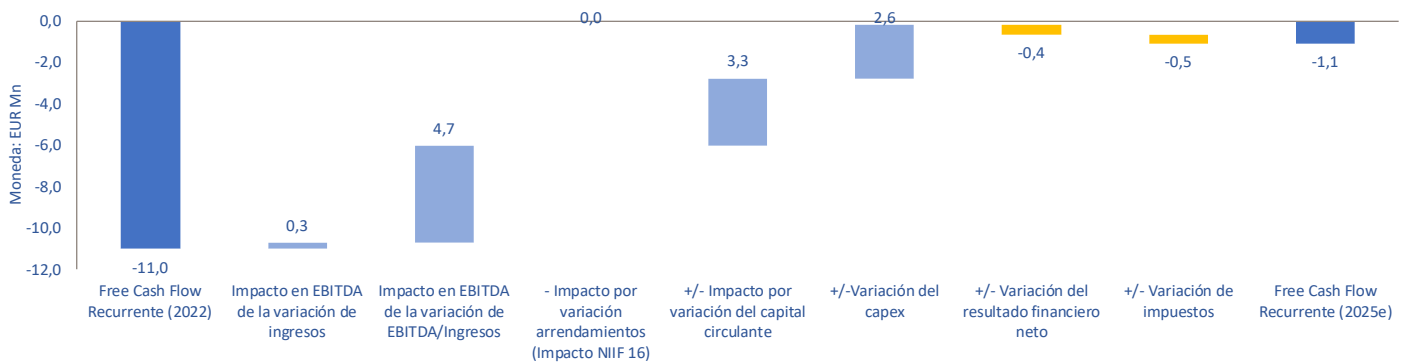
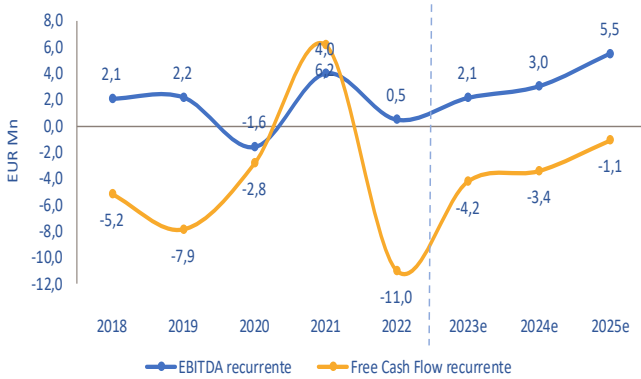
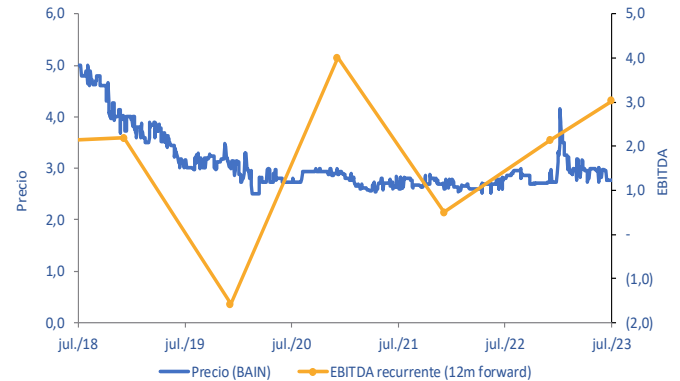
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	2,4%	2,7%	3,0%
3,3	(2,7)	(3,1)	(3,6)
3,0	(3,0)	(3,4)	(3,9)
2,7	(3,3)	(3,7)	(4,2)

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,1	7,2	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8		
Inmovilizado material	71,0	73,5	71,7	73,7	79,5	80,8	81,8	82,5		
Otros activos no corrientes	1,8	1,6	1,6	1,0	1,7	1,7	1,7	1,7		
Inmovilizado financiero	8,4	7,4	3,7	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	63,3	61,6	50,1	57,3	57,1	57,3	57,6	57,6		
Total activo	144,6	151,3	134,7	143,4	150,1	151,6	152,9	153,6		
Patrimonio neto	59,0	58,9	61,8	62,2	59,7	56,9	54,6	54,2		
Minoritarios	2,3	2,3	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,3	2,8	1,2	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	7,1	7,6	7,6	8,0	8,0	8,0	8,0		
Deuda financiera neta	38,4	43,8	32,5	26,4	39,0	43,2	46,6	47,8		
Pasivo circulante	41,7	36,4	31,6	45,6	42,1	42,1	42,3	42,2		
Total pasivo	144,6	151,3	134,7	143,4	150,1	151,6	152,9	153,6		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	177,8	180,6	143,4	136,1	136,3	143,7	151,8	159,6	-6,4%	5,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,2%</i>		
Coste de ventas	(149,2)	(151,9)	(120,0)	(105,9)	(107,5)	(112,2)	(119,3)	(124,2)		
Margen Bruto	28,6	28,7	23,4	30,3	28,8	31,4	32,5	35,4	0,2%	7,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,9%</i>	<i>21,4%</i>	<i>22,2%</i>		
Gastos de personal	(12,8)	(12,9)	(12,2)	(12,1)	(12,5)	(12,8)	(12,8)	(13,0)		
Otros costes de explotación	(13,7)	(13,6)	(12,8)	(14,2)	(15,9)	(16,5)	(16,7)	(17,0)		
EBITDA recurrente	2,1	2,2	(1,6)	4,0	0,5	2,1	3,0	5,5	-30,1%	n.a.
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>117,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-172,1%</i>	<i>354,1%</i>	<i>-87,5%</i>	<i>329,9%</i>	<i>41,3%</i>	<i>81,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,9%</i>	<i>0,4%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,6)	0,5	-	-	-		
EBITDA	1,9	1,7	(1,9)	3,4	1,0	2,1	3,0	5,5	-15,3%	78,7%
Depreciación y provisiones	(3,2)	(3,0)	(3,1)	(3,3)	(3,4)	(3,6)	(3,6)	(3,7)		
Gastos capitalizados	2,3	2,1	1,8	1,1	0,6	0,6	0,5	0,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
EBIT	1,0	0,4	(3,5)	0,9	(2,5)	(1,5)	(0,7)	1,7	-45,5%	38,9%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>107,1%</i>	<i>-59,4%</i>	<i>-980,4%</i>	<i>124,4%</i>	<i>-384,8%</i>	<i>39,4%</i>	<i>52,3%</i>	<i>335,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,0	(0,0)	(0,2)	(0,7)	(2,2)	(1,8)	(2,0)	(2,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,0	0,4	(3,8)	0,1	(4,6)	(3,3)	(2,7)	(0,4)	-60,2%	56,3%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>107,2%</i>	<i>-61,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>103,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>28,5%</i>	<i>18,9%</i>	<i>85,6%</i>		
Extraordinarios	2,0	-	11,7	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	3,0	0,4	7,9	0,1	(4,6)	(3,3)	(2,7)	(0,4)	-37,2%	56,3%
Impuestos	(0,7)	0,0	(2,1)	(0,1)	2,0	0,5	0,4	0,1		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>21,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>27,3%</i>	<i>87,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	0,0	(0,1)	(1,5)	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	2,4	0,3	4,2	0,0	(2,7)	(2,8)	(2,3)	(0,3)	-32,9%	50,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>116,3%</i>	<i>-86,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-99,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-5,6%</i>	<i>18,9%</i>	<i>85,6%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,0	0,8	(5,0)	0,5	(5,1)	(3,3)	(2,7)	(0,4)	-63,4%	57,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>107,1%</i>	<i>-17,8%</i>	<i>-711,3%</i>	<i>109,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>35,1%</i>	<i>18,9%</i>	<i>85,6%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						2,1	3,0	5,5	-30,1%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Var.capital circulante						(0,1)	(0,2)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						1,4	2,2	4,8	-37,2%	50,0%
CAPEX						(4,3)	(4,1)	(3,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,8)	(2,0)	(2,1)		
Impuestos						0,5	0,4	0,1		
Free Cash Flow Recurrente						(4,2)	(3,4)	(1,1)	-20,6%	53,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(4,2)	(3,4)	(1,1)	-24,0%	53,5%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						4,2	3,4	1,1		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	2,2	(1,6)	4,0	0,5	2,1	3,0	5,5	-38,9%	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	4,6%	-172,1%	354,1%	-87,5%	329,9%	41,3%	81,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	1,2%	n.a.	2,9%	0,4%	1,5%	2,0%	3,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,6)	6,8	6,8	(3,3)	(0,1)	(0,2)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,8)	4,8	10,4	(3,5)	1,4	2,2	4,8	-24,9%	50,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-179,1%	369,8%	114,8%	-133,6%	140,1%	60,9%	113,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	3,4%	7,6%	n.a.	1,0%	1,5%	3,0%		
- CAPEX	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(6,4)	(4,3)	(4,1)	(3,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,1)		
- Impuestos	(0,3)	(0,3)	0,5	0,5	0,5	0,4	0,1		
= Free Cash Flow recurrente	(7,9)	(2,8)	6,2	(11,0)	(4,2)	(3,4)	(1,1)	-11,9%	53,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-51,4%	63,9%	317,6%	-278,1%	61,6%	19,1%	67,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	4,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,6)	(1,8)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	16,5	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(7,1)	11,9	6,2	(11,0)	(4,2)	(3,4)	(1,1)	-15,6%	53,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-53,4%	266,7%	-48,0%	-278,1%	61,6%	19,1%	67,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	9,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	18,6%	9,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(5,2)	(7,9)	(2,8)	6,2	(11,0)	(4,2)	(3,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(0,4)	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(3,3)	5,5	(3,5)	1,6	0,8	2,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,1	(3,8)	5,6	(3,5)	1,6	0,9	2,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,8)	10,4	0,0	(10,1)	3,2	(0,0)	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(4,0)	6,6	5,5	(13,8)	4,9	0,8	2,5		
+/- Variación del CAPEX	1,1	(1,6)	2,8	(2,6)	2,1	0,2	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	0,0	(0,1)	(0,8)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	0,3	-	0,8	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,7)	5,0	9,0	(17,2)	6,8	0,8	2,3		
Free Cash Flow Recurrente	(7,9)	(2,8)	6,2	(11,0)	(4,2)	(3,4)	(1,1)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,4	(3,5)	0,9	(2,5)	(1,5)	(0,7)	1,7	n.a.	38,9%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	2,2	(1,6)	4,0	0,5	2,1	3,0	5,5	-38,9%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,6)	6,8	6,8	(3,3)	(0,1)	(0,2)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,8)	4,8	10,4	(3,5)	1,4	2,2	4,8	-24,9%	50,0%
- CAPEX	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(6,4)	(4,3)	(4,1)	(3,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(6,9)	(1,8)	6,2	(9,9)	(2,9)	(1,9)	0,9	-13,1%	27,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-66,6%	73,1%	437,6%	-259,3%	70,6%	36,3%	148,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	16,5	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,5)	14,7	6,2	(9,9)	(2,9)	(1,9)	0,9	-21,6%	27,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-62,4%	366,3%	-57,6%	-259,3%	70,6%	36,3%	148,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	5,7%	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	13,3%	5,7%	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

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	63,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	9,4	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	39,0	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	(0,6)	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	(2,7)	Rdos. 12m 2022
Enterprise Value (EV)	110,2	

(1) Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e	
Total Ingresos	1,9	2,8	2,6	66,2	197,2	195,7	177,8	180,6	143,4	136,1	136,3	143,7	151,8	159,6	53,1%	5,4%	
Cto. Total ingresos	-5,3%	44,8%	-6,9%	n.a.	197,9%	-0,7%	-9,2%	1,5%	-20,6%	-5,1%	0,1%	5,4%	5,7%	5,2%			
EBITDA	0,5	1,2	1,2	0,9	6,2	5,4	1,9	1,7	(1,9)	3,4	1,0	2,1	3,0	5,5	7,9%	78,7%	
Cto. EBITDA	-9,6%	171,5%	1,7%	-29,2%	607,4%	-13,7%	-65,2%	-11,2%	-212,8%	283,4%	-72,0%	122,5%	41,3%	81,6%			
EBITDA/Ingresos	23,4%	43,8%	47,8%	1,3%	3,2%	2,8%	1,1%	0,9%	n.a.	2,5%	0,7%	1,5%	2,0%	3,4%			
Beneficio neto	0,4	1,1	0,9	0,1	3,3	3,3	2,4	0,3	4,2	0,0	(2,7)	(2,8)	(2,3)	(0,3)	-25,4%	50,2%	
Cto. Beneficio neto	-15,7%	216,1%	-19,6%	-88,6%	n.a.	-0,3%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	-5,6%	18,9%	85,6%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,6	5,6	5,6	5,6	10,2	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1			
BPA (EUR)	0,06	0,20	0,16	0,02	0,32	0,14	0,10	0,01	0,18	0,00	-0,11	-0,12	-0,10	-0,01	-14,4%	50,2%	
Cto. BPA	-15,7%	n.a.	-19,6%	-88,6%	n.a.	-56,0%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	-5,6%	18,9%	85,6%			
BPA ord. (EUR)	0,06	0,20	0,16	-0,02	0,37	0,15	0,04	0,04	-0,22	0,02	-0,22	-0,14	-0,12	-0,02	-18,6%	57,7%	
Cto. BPA ord.	-15,7%	n.a.	-19,4%	n.a.	n.a.	-58,1%	-72,3%	-17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	35,1%	18,9%	85,6%			
CAPEX	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(3,3)	(10,0)	(10,0)	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(6,4)	(4,3)	(4,1)	(3,9)			
CAPEX/Vtas % ¹	38,7%	9,5%	11,3%	5,0%	5,1%	5,1%	3,5%	2,8%	4,6%	2,8%	4,7%	3,0%	2,7%	2,4%			
Free Cash Flow	(0,3)	(0,5)	4,2	(35,9)	(3,1)	2,3	(4,7)	(7,1)	11,9	6,2	(11,0)	(4,2)	(3,4)	(1,1)	-44,3%	53,5%	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,7x	0,6x	-2,9x	41,3x	6,4x	6,5x	20,5x	26,3x	n.a.	7,7x	40,4x	20,1x	15,4x	8,7x			
PER (x)	25,1x	5,2x	7,6x	n.a.	8,9x	38,2x	38,4x	n.a.	15,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
EV/Vtas (x)	4,97x	3,63x	1,53x	0,78x	0,55x	0,46x	0,88x	0,69x	0,68x	0,65x	0,73x	0,77x	0,73x	0,69x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	21,3x	8,3x	3,2x	n.a.	17,5x	16,7x	n.a.	n.a.	n.a.	25,9x	n.a.	n.a.	36,3x	20,0x			
Comport. Absoluto	0,0%	-34,0%	16,4%	86,4%	28,9%	87,9%	-27,3%	-24,2%	-4,0%	-9,7%	5,4%	0,7%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	4,9%	-45,6%	12,3%	100,8%	31,5%	75,0%	-14,5%	-32,2%	13,5%	-16,4%	11,6%	-14,4%					

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 2023e

		Industria Europea				Benchmark	Jugadores Globales	
		Vilmorin & Cie					BAIN	
EUR Mn		SA	Sipef NV	Greenyard NV	Average	Select Harvests	ADM	BAIN
Datos Mercado	Ticker (Factset)	RIN-FR	SIP-BE	GREEN-BE		SHV-AU	ADM-US	BAIN-ES
	País	France	Belgium	Belgium		Australia	United States	Spain
	Market cap	1.459,8	609,4	340,0		305,1	41.968,0	63,9
	Enterprise value (EV)	2.790,6	627,7	836,6		556,5	46.479,0	110,2
Información financiera básica	Total Ingresos	1.804,4	416,3	4.890,9		73,8	90.306,5	143,7
	Cto.Total Ingresos	13,7%	-17,0%	4,3%	0,3%	-38,6%	-1,9%	5,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,2%	0,0%	4,3%	2,5%	40,2%	-0,7%	5,4%
	EBITDA	429,5	154,4	176,9		(41,6)	5.585,1	2,1
	Cto. EBITDA	21,5%	-27,8%	28,6%	7,4%	-456,1%	31,0%	122,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,0%	-6,1%	6,4%	1,8%	83,3%	-3,1%	60,2%
	EBITDA/Ingresos	23,8%	37,1%	3,6%	21,5%	n.a.	6,2%	1,5%
	EBIT	151,7	96,4	71,6		(58,2)	3.992,8	(1,5)
	Cto. EBIT	54,0%	-42,7%	97,5%	36,3%	n.a.	19,9%	39,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	7,4%	-8,7%	11,4%	3,4%	61,5%	-1,0%	76,7%
	EBIT/Ingresos	8,4%	23,2%	1,5%	11,0%	n.a.	4,4%	n.a.
	Beneficio Neto	105,3	67,9	25,9		(45,3)	3.529,3	(2,8)
	Cto. Beneficio Neto	14,2%	-34,0%	231,1%	70,4%	n.a.	-10,3%	-5,6%
2y TACC (2023e - 2025e)	9,7%	-10,4%	26,9%	8,7%	56,1%	-5,9%	65,8%	
CAPEX/Ventas	15,7%	19,4%	1,6%	12,2%	21,5%	1,3%	3,0%	
Free Cash Flow	31,5	41,7	7,8		(20,0)	1.989,5	(4,2)	
Deuda financiera Neta	932,5	(7,6)	422,8		151,9	4.259,1	43,2	
DN/EBITDA (x)	2,2	n.a.	2,4	2,3	n.a.	0,8	20,1	
Pay-out	39,7%	29,0%	40,7%	36,5%	0,0%	25,8%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	13,6	8,7	13,0	11,8	n.a.	12,1	n.a.
	P/BV (x)	1,0	0,7	0,7	0,8	1,2	1,9	1,1
	EV/Ingresos (x)	1,5	1,5	0,2	1,1	7,5	0,5	0,8
	EV/EBITDA (x)	6,5	4,1	4,7	5,1	n.a.	8,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	18,4	6,5	11,7	12,2	n.a.	11,6	n.a.
	ROE	7,0	8,2	5,0	6,8	n.a.	16,1	n.a.
	FCF Yield (%)	2,2	6,8	2,3	3,8	n.a.	4,7	n.a.
	DPA	1,83	1,89	0,21	1,31	0,00	1,62	0,00
Dvd Yield	2,9%	3,3%	3,2%	3,1%	0,0%	2,1%	0,0%	

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

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<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 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
31-Jul-2023	n.a.	2,76	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
27-Feb-2023	n.a.	3,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
01-Ago-2022	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Mar-2022	n.a.	2,68	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Ago-2021	n.a.	2,60	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
17-Jun-2021	n.a.	2,72	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
12-Abr-2021	n.a.	2,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2021	n.a.	2,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
04-Ene-2021	n.a.	2,88	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
03-Ago-2020	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
04-Jun-2020	n.a.	2,98	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
31-Mar-2020	n.a.	2,50	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2020	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
16-Oct-2019	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
01-Ago-2019	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
25-Abr-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

