

**Avance de resultados 6m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

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

+34 915 904 226

**Endurance Motive (END)**, es una pequeña compañía española con sede en Valencia, fundada en 2018 y especializada en el desarrollo y comercialización de sistemas de almacenamiento de energía eléctrica a través de baterías de Ion-Litio para la movilidad sostenible. Los sectores a los que está destinada su actividad son: i) industrial, ii) naval y iii) movilidad urbana. El equipo fundador controla el 59% del total del accionariado.

## Rdos 1S23: Positivos y en línea. Cumplen (y mejoran con fuerza) en ingresos y en márgenes

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	16,2	17,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	19,8	21,8
Número de Acciones (Mn)	9,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,44 / 2,16 / 1,62	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(3)</sup>	30,1	
Factset / Bloomberg	END-ES / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Carlos Navarro	32,1
Andrés Muelas	27,0
Free Float	40,9

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,8	9,2	9,2	9,2
Total Ingresos	6,1	8,8	11,9	14,4
EBITDA Rec.	-2,4	-1,3	-0,4	0,7
% Var.	-42,1	44,2	68,4	268,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	-3,7	22,5	25,0	15,7
Beneficio neto	-1,9	-1,2	-0,4	0,6
BPA (EUR)	-0,22	-0,13	-0,04	0,06
% Var.	6,9	38,4	67,9	247,1
BPA ord. (EUR)	-0,26	-0,13	-0,04	0,06
% Var.	-12,7	47,6	67,9	247,1
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-3,8	-2,3	-1,5	-0,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,8	5,3	6,7	6,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	9,6
ROE (%)	n.a.	n.a.	134,9	n.a.
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	14,4

**SE MATERIALIZA EL SALTO DE ESCALA EN INGRESOS (+55,3% VS 1S22)...** END consolida su capacidad de crecer (dejado atrás la crisis de suministros que lastró el 1S22) y eleva sus ingresos hasta EUR 4Mn (+55% vs 1S22; en línea con nuestras estimaciones). La cartera de pedidos a 1 de agosto para 2023 (que incluye lo facturado durante el 1S) se sitúa en EUR 8,5Mn, de los que c. 31% es de fuera de España, dando visibilidad a nuestras estimaciones (c.100% de los ingresos 2023e).

**... ACOMPAÑADO DE UNA MEJORA (SIGNIFICATIVA/ESPERADA) EN MÁRGENES.** El precio de las celdas de litio, principal componente de las baterías de END (c.60% del coste total) ha caído c.-50% (afectada por el fin de subsidios en China para la compra de vehículos eléctricos, reduciendo la demanda y disminuyendo el precio) durante los primeros 4 meses del año, disparando el Mg. Bruto 1S23 hasta el 34% (+11,8p.p. vs 1S22) pese a no haber subido los precios de sus productos. Con todo, aún resulta insuficiente para sostener los costes de estructura y mantienen el EBITDA 1S23 todavía por debajo de break-even (EUR -0,6Mn; en línea con nuestras estimaciones).

**LA CAPTACIÓN DE FINANCIACIÓN DEPENDE CASI EXCLUSIVAMENTE DE BONOS CONVERTIBLES.** En lo que va de año, END ha emitido 123 miles de acciones nuevas por valor de EUR 0,2Mn. Esperamos que hasta final de año se conviertan c. EUR 1,5Mn (a un precio de EUR 1,75/acción supondrían una potencial dilución para el accionista del 4%).

**¿MEJORA EL MOMENTUM DE END?** El negocio de END parece haber ganado momentum, confirmando la capacidad de crecer en ingresos (>40% los 2 últimos semestres) y habiendo mejorado significativamente su rentabilidad operativa (pese a estar aún por debajo de break-even). La incógnita pendiente de resolver (en la que basa su equity story) es la de continuar mejorando la rentabilidad y evitar que se trate de un hecho puntual. Los 3 factores esenciales para asegurar un Mg. Bruto >35% son: i) mejora de los procesos productivos, ii) la obtención de economías de escala y iii) contención de los costes operativos. Lo que podría indicar un cambio de paradigma ¿adelantando la superación de break-even a 2024e?. Hoy END cotiza EV/Vtas 2,2x. La financiación se mantiene como la principal restricción de su modelo de negocio.

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

PER	n.a.	n.a.	n.a.	27,9
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	27,9
P/BV	14,3	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,27	2,24	1,67	1,38
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	27,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	21,2
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,1	-17,5	-39,6	-15,6	n.a.	n.a.
vs Ibx 35	-4,2	-19,8	-48,6	-26,9	n.a.	n.a.
vs Ibx Small Cap Index	-5,6	-20,0	-43,3	-25,2	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-5,3	-18,4	-49,2	-27,3	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-4,1	-18,4	-49,8	-27,6	n.a.	n.a.

(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: Europe Electrical Products.

(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.

---

## END es una compañía de BME Growth

---

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

**Avance de resultados 6m 2023**
**Avance de Resultados 1S23**

END ha publicado un avance de sus resultados 1S23 desglosando las principales partidas (no auditadas) del P&L (sin incluir información relativa al balance). Los resultados auditados de 1S23 se publicarán en octubre de 2023 (momento en el que confirmaremos las cifras).

EUR Mn	6m23	6m22	6m23 vs 6m22	2023e	2023e Real vs 2022
<b>Total Ingresos</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>55,3%</b>	<b>8,8</b>	<b>45,9%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>(1)</sup></b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>49,4%</b>	<b>-1,3</b>	<b>44,2%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-14,3%</i>	<i>-44,0%</i>	<i>29,7 p.p.</i>	<i>-15,2%</i>	<i>24,6 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>(1)</sup></b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>55,0%</b>	<b>-1,3</b>	<b>35,1%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-14,3%</i>	<i>-49,5%</i>	<i>35,1 p.p.</i>	<i>-15,2%</i>	<i>19,0 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>56,2%</b>	<b>-1,0</b>	<b>43,4%</b>
Pedidos clientes a agosto <sup>(2)</sup>	8,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

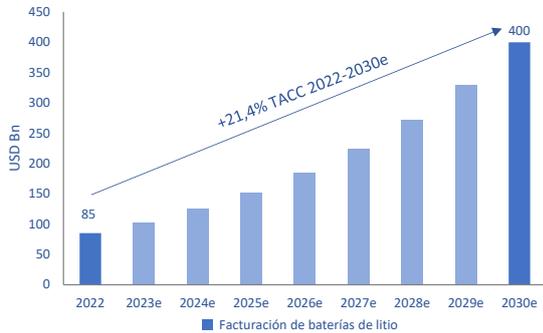
Nota<sup>(1)</sup>: EBITDA recurrente y EBITDA ajustado para excluir el impacto de: i) "Trabajos realizados por el grupo para su activo", "Deterioros" y "otros" por EUR 0,3Mn y EUR 0,4Mn en 1S23 y 1S22.

Nota<sup>(2)</sup>: Los pedidos de clientes incluyen tanto el importe "ya" facturado como pendiente de facturar en 2023.

Nota

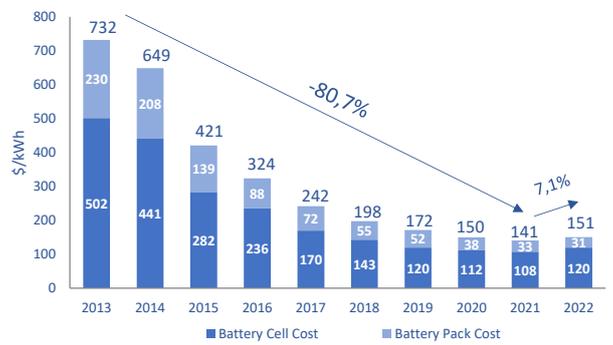
**La compañía en 8 gráficos**

**Baterías de litio: Un sector en plena fase de crecimiento ...**



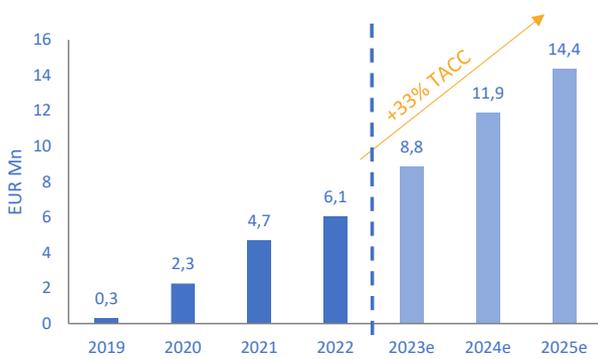
Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

**... y cada vez más asequibles (lo que empujará su demanda)**

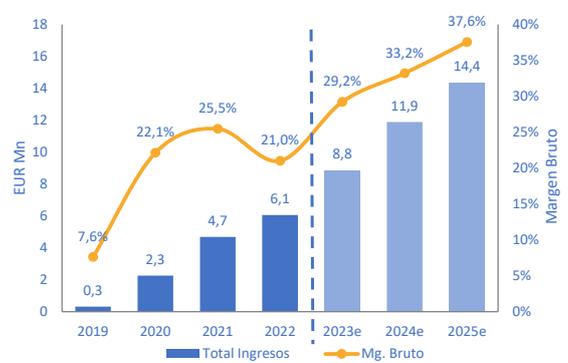


Fuentes: BNEF (BloombergNEF)

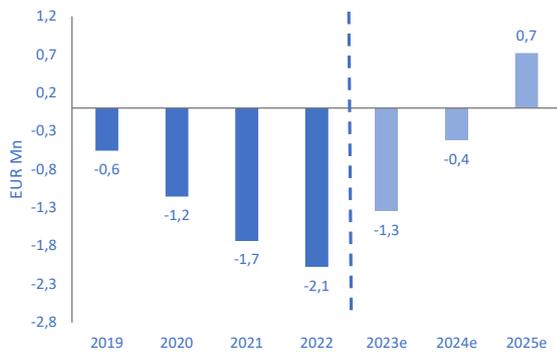
**END: Bien posicionada para acelerar su crecimiento...**



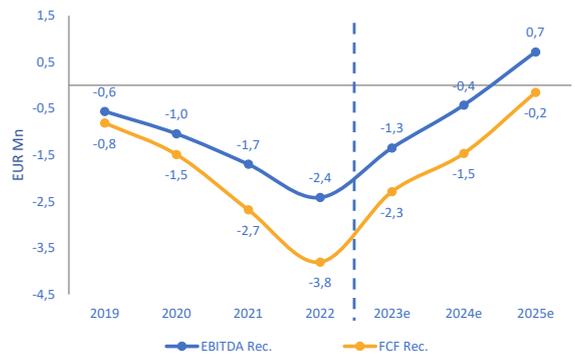
**... y capacidad para mejorar su Mg. Bruto (aún inferior al 30%)**



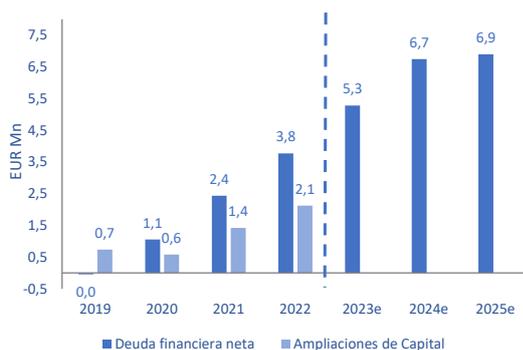
**Aunque el break-even en EBITDA no será posible, al menos, hasta 2025e**



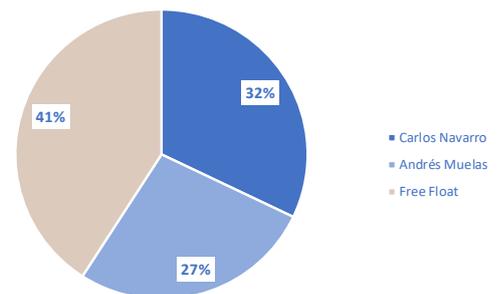
**Lo que se traducirá en un elevado consumo de caja**



**Lo que incrementará la DN hasta EUR 6,9Mn en 2025e...**



**c. 59% del capital en manos de sus fundadores**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,3)	(1,1)	0,2	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>16,2</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>3,8</b>	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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,0%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>	
Risk free rate (rf)	3,6%	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>10,8%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,6%</b>	<b>12,0%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,9%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,5%</b>	<b>10,5%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	

(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

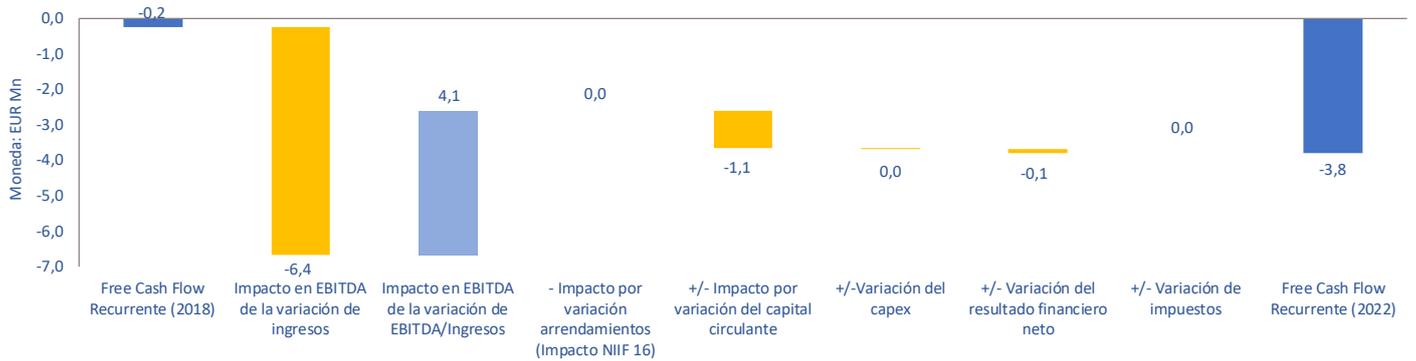
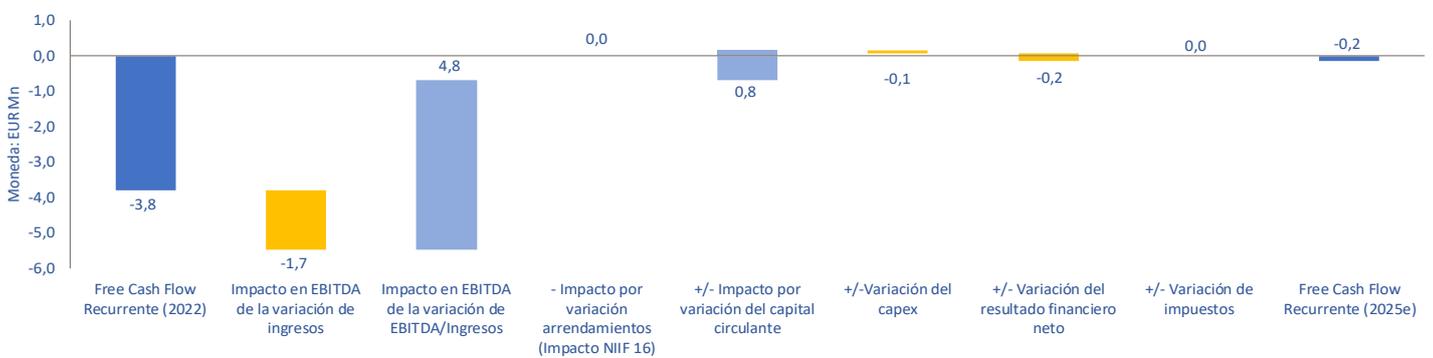
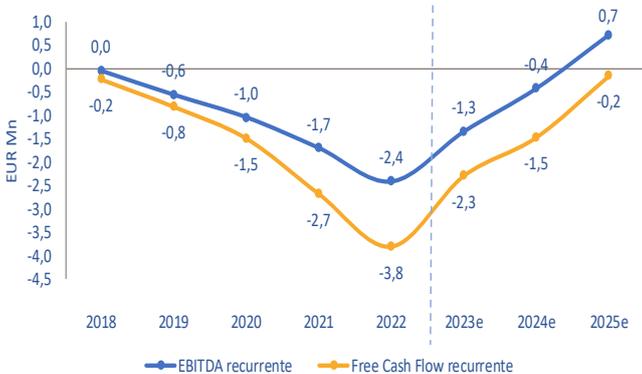
Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 23e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e	23e-25e
Varta AG	VAR1-DE	866,5	n.a.	51,3%	29,1	75,9%	1,7	9,4%	5,8%	n.a.	n.a.
Energys	ENS-US	4.024,5	14,1	12,8%	10,2	n.a.	1,3	n.a.	12,9%	4,8%	n.a.
Fluence	FLNC-US	4.611,9	n.a.	94,8%	n.a.	n.a.	1,6	36,6%	n.a.	n.a.	92,6%
Ilika	IKA-GB	82,2	n.a.	0,6%	n.a.	-2,2%	n.a.	38,0%	n.a.	n.a.	7,8%
Flux Power Holdings, Inc.	FLUX-US	79,7	n.a.	83,8%	n.a.	n.a.	1,5	30,9%	n.a.	n.a.	76,2%
<b>Lithium batteries</b>			<b>14,1</b>	<b>39,9%</b>	<b>19,6</b>	<b>36,9%</b>	<b>1,5</b>	<b>28,0%</b>	<b>9,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>50,2%</b>
END	END-ES	16,2	n.a.	57,2%	n.a.	59,1%	2,2	27,5%	n.a.	n.a.	68,4%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,2	0,6	1,2	1,6	0,8	0,8	0,8		
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,6	1,0	1,4		
Otros activos no corrientes	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	0,2	0,4	1,5	3,1	4,5	5,8	7,0	7,8		
<b>Total activo</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>		
Patrimonio neto	0,5	0,9	0,9	0,9	1,1	(0,1)	(0,5)	0,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(0,2)	(0,0)	1,1	2,4	3,8	5,3	6,7	6,9		
Pasivo circulante	0,0	0,1	0,8	1,6	1,8	2,5	3,1	3,5		
<b>Total pasivo</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>20-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>8,8</b>	<b>11,9</b>	<b>14,4</b>	<b>63,7%</b>	<b>33,3%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>613,8%</i>	<i>107,3%</i>	<i>29,3%</i>	<i>45,9%</i>	<i>34,4%</i>	<i>20,9%</i>		
Coste de ventas	(0,0)	(0,3)	(1,8)	(3,5)	(4,8)	(6,3)	(7,9)	(9,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>59,5%</b>	<b>61,8%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>25,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>29,2%</i>	<i>33,2%</i>	<i>37,6%</i>		
Gastos de personal	(0,0)	(0,2)	(0,8)	(1,7)	(2,2)	(2,3)	(2,4)	(2,5)		
Otros costes de explotación	-	(0,4)	(0,7)	(1,2)	(1,5)	(1,6)	(2,0)	(2,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-52,2%</b>	<b>31,9%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-62,9%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>44,2%</i>	<i>68,4%</i>	<i>268,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-34,0%</b>	<b>32,9%</b>
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
Gastos capitalizados	0,1	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,9</b>	<b>-54,1%</b>	<b>36,4%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-51,3%</i>	<i>-73,4%</i>	<i>-37,0%</i>	<i>43,4%</i>	<i>92,3%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-58,4%</b>	<b>32,0%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-73,5%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>35,9%</i>	<i>67,9%</i>	<i>247,1%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-58,4%</b>	<b>32,0%</b>
Impuestos	0,0	0,1	0,2	-	-	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-82,7%</b>	<b>32,0%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-54,8%</i>	<i>-130,6%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>35,9%</i>	<i>67,9%</i>	<i>247,1%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-86,3%</b>	<b>31,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-30,4%</i>	<i>-98,1%</i>	<i>-75,2%</i>	<i>45,5%</i>	<i>67,9%</i>	<i>247,1%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>20-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-52,2%</b>	<b>31,9%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,6)	(0,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-61,0%</b>	<b>28,0%</b>
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-59,8%</b>	<b>65,9%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						0,8	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(1,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-47,0%</b>	<b>64,8%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,2</b>		

## 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
<b>EBITDA recurrente</b>	(0,6)	(1,0)	(1,7)	(2,4)	(1,3)	(0,4)	0,7	-62,7%	31,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-62,9%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>44,2%</i>	<i>68,4%</i>	<i>268,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,0%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(0,6)	(0,6)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,3</b>	<b>-68,0%</b>	<b>28,0%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>-273,2%</i>	<i>-83,0%</i>	<i>-79,2%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>45,9%</i>	<i>47,4%</i>	<i>133,8%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,4%</i>		
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-67,5%</b>	<b>65,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>-262,6%</i>	<i>-83,9%</i>	<i>-79,8%</i>	<i>-42,0%</i>	<i>39,8%</i>	<i>36,0%</i>	<i>89,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(0,1)	(0,0)	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	0,8	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>-62,7%</b>	<b>64,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>-256,3%</i>	<i>-99,1%</i>	<i>-69,4%</i>	<i>-27,6%</i>	<i>56,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>89,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,4)	(3,4)	(1,1)	(0,5)	(1,1)	(0,5)	(0,1)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,9	3,0	0,5	(0,2)	2,2	1,4	1,2		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,0)	(0,2)	(0,5)	(0,4)	0,6	0,0	0,2		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,2)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,9</b>	<b>-53,2%</b>	<b>36,4%</b>
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,7</b>	<b>-62,7%</b>	<b>31,9%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(0,6)	(0,6)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,3</b>	<b>-68,0%</b>	<b>28,0%</b>
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>-66,3%</b>	<b>27,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>-267,9%</i>	<i>-82,2%</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-39,9%</i>	<i>44,4%</i>	<i>43,9%</i>	<i>118,0%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,4%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	0,8	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>-66,3%</b>	<b>27,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>-267,9%</i>	<i>-82,2%</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-39,9%</i>	<i>65,6%</i>	<i>9,4%</i>	<i>118,0%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>		

**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	16,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	3,8	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>19,8</b>	

## Anexo 4. Principales comparables 2023e

### Lithium batteries

EUR Mn		Varta AG	Enersys	Fluence	Ilika	Flux Power Holdings, Inc.	Average	END
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	VAR1-DE	ENS-US	FLNC-US	IKA-GB	FLUX-US		END-ES
	País	Germany	USA	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	866,5	4.024,5	4.611,9	82,2	79,7		16,2
	Enterprise value (EV)	1.376,0	4.769,2	2.894,2	64,5	91,5		19,8
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	820,4	3.609,0	1.774,3	2,4	60,9		8,8
	Cto. Total Ingresos	1,7%	6,8%	62,5%	6104,2%	57,8%	1543,8%	45,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,4%	n.a.	36,6%	38,0%	30,9%	28,0%	27,5%
	EBITDA	47,3	466,1	(85,2)	(7,0)	(3,6)		(1,3)
	Cto. EBITDA	78,3%	31,8%	n.a.	n.a.	72,3%	55,1%	35,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	75,9%	n.a.	n.a.	-2,2%	n.a.	36,9%	59,1%
	EBITDA/Ingresos	5,8%	12,9%	n.a.	n.a.	n.a.	9,3%	n.a.
	EBIT	(53,6)	372,3	(128,7)	(8,4)	(4,8)		(1,0)
	Cto. EBIT	34,7%	37,6%	n.a.	n.a.	65,8%	36,1%	43,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	69,7%	n.a.	86,1%	-2,5%	n.a.	51,1%	71,8%
	EBIT/Ingresos	n.a.	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	10,3%	n.a.
	Beneficio Neto	(69,2)	261,2	(116,1)	(7,0)	(6,0)		(1,2)
	Cto. Beneficio Neto	65,5%	63,1%	n.a.	n.a.	57,6%	64,3%	35,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	50,5%	n.a.	88,4%	0,2%	83,1%	46,4%	57,2%
	CAPEX/Ventas	11,4%	3,1%	0,3%	n.a.	1,3%	4,9%	1,0%
Free Cash Flow	(15,8)	194,1	(90,4)	(8,3)	(6,1)		(1,5)	
Deuda financiera Neta	501,6	n.a.	(328,2)	(8,0)	n.a.		5,3	
DN/EBITDA (x)	10,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,6	n.a.	
Pay-out	0,0%	10,0%	0,0%	0,0%	n.a.	2,5%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	n.a.	14,1	n.a.	n.a.	n.a.	14,1	n.a.
	P/BV (x)	3,7	2,4	13,1	4,0	n.a.	5,8	n.a.
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,3	1,6	n.a.	1,5	1,5	2,2
	EV/EBITDA (x)	29,1	10,2	n.a.	n.a.	n.a.	19,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	12,8	n.a.	n.a.	n.a.	12,8	n.a.
	ROE	n.a.	17,1	n.a.	n.a.	n.a.	17,1	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	4,8	n.a.	n.a.	n.a.	4,8	n.a.
	DPA	0,00	0,64	0,00	0,00	n.a.	0,16	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	n.a.	0,2%	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 IEF 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 IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF 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, IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEF 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 IEF 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 IEF 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 IEF 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
02-Ago-2023	n.a.	1,76	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
27-Abr-2023	n.a.	2,35	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
27-Oct-2022	n.a.	1,83	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
26-Abr-2022	n.a.	2,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

