

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Media

Precio de Cierre: EUR 9,90 (20 sep 2023)

Fecha del informe: 21 sep 2023 (15:30)

Resultados 6m 2023 - Bajamos estimaciones

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 6m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

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

+34 915 904 226

LLYC es una compañía de consultoría de comunicación que desarrolla su actividad en el campo de la comunicación corporativa, el marketing digital y los asuntos públicos, combinando los servicios tradicionales de comunicación corporativa con capacidades de creatividad y tecnología. Con una posición de liderazgo tanto en España y Portugal (53% s/Ingresos 2022) como en Latam (c. 47% s/Ingresos).

Rdos 1S23: Cierta (lógica) presión en márgenes. Aunque los múltiplos siguen bajos

LLYC CONFIRMA LOS RESULTADOS 1S23 AVANZADOS EN JULIO... Destacamos: i) ligera ralentización en el crecimiento de ingresos (EUR 48,7Mn; +11,6% vs 1S22); el orgánico se sitúa en un dígito alto (+8% vs 1S22; frente a >10% en 2022) y el M&A aporta c.30% del crecimiento total, ii) un Mg. EBITDA rec. 17,4% (-1,1p.p. respecto al 1S22) por el aumento del gasto de personal (+17,2% vs 1S22) que lleva a LLYC a registrar un EBITDA rec. 1S23 de EUR 8,5Mn (vs EUR 8,1Mn en 1S22). La adquisición de BAM (ver nota en pág. 3) eleva la Deuda Neta 1S23 hasta EUR 3,6Mn.

... AUNQUE EL CONTEXTO ACTUAL Y LA PRESIÓN INFLACIONISTA HACE MELLA EN LOS MÁRGENES. Especialmente sobre los gastos de personal, que aumentan hasta el 52,8% s/Ingresos 1S23 (+2,5p.p. vs 1S22) minorando el Mg. EBITDA, principalmente por: i) la integración del BAM y ii) el sobredimensionamiento temporal de estructura en relación con el crecimiento actual de LLYC. Por debajo del EBITDA, los gastos financieros han estado impactados negativamente por el efecto del tipo de cambio (diferencias negativas de cambio, 46% s/Gastos financieros) y han presionado el BN (EUR 4,2Mn vs EUR 3,8Mn en 1S22; +9,1%).

LO QUE NOS LLEVA A AJUSTAR NUESTRAS ESTIMACIONES. Pese a la parcial recuperación de niveles de rentabilidad del 1S23 (+2,0p.p.) frente al 2S22 (Mg. EBITDA rec. 2S22 15,4%), los resultados 1S23 nos llevan a ajustar nuestras estimaciones 2023. Nuestro escenario central hoy apunta a unos Ingresos 2023e de EUR 101,2Mn (-3,1% vs estimación anterior) y un EBITDA rec. de EUR 17,6Mn (-7,7% vs estimación anterior). Con margen EBITDA Rec. 2023e 17,4% (vs 18,3% est. previa).

AÚN ASI, LOS FUNDAMENTALES Y EL EQUITY STORY SE MANTIENEN (CRECER RENTABLEMENTE): LLYC disfruta de un excelente track record en cuanto a “defender” sus niveles de rentabilidad ante situaciones adversas. Esperamos que el nivel de rentabilidad se consolide en un Mg. EBITDA 23e 17,4% (c.18% 2024e-2025e). Además, la adquisición de BAM le ha permitido aumentar su presencia un +78% (vs 1S22) en EE.UU., y asegurar su capacidad de crecer en ingresos por encima de sus comparables en 2023e (-8,8% grandes agencias de publicidad y +0,1% agencias de comunicación para 2023e). LLYC hoy cotiza a unos múltiplos 6,6x EV/EBITDA, PER 13,2x (por debajo de sus comparables de agencias de publicidad 7,5x EV/EBITDA y PER 13,2x y agencias de comunicación 8,2x EV/EBITDA y PER 14,0x).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	115,2	123,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	117,2	125,7
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	11,65 / 10,24 / 9,08	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	2,2	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

LLYC Partners	54,3
Jose Antonio Llorente	15,6
Otros socios LLYC	9,1
Indumenta Pueri	7,5
Free Float	10,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,6	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	89,5	101,2	111,5	120,4
EBITDA Rec.	15,2	17,6	19,8	21,5
% Var.	19,6	16,3	12,3	8,7
% EBITDA Rec./Ing.	17,0	17,4	17,8	17,9
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	13,9	7,4	8,5	6,1
Beneficio neto	7,0	8,7	10,1	11,3
BPA (EUR)	0,60	0,75	0,86	0,97
% Var.	18,6	25,3	15,4	12,1
BPA ord. (EUR)	0,65	0,75	0,86	0,97
% Var.	6,4	16,1	15,4	12,1
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	4,6	5,5	7,8	8,6
Pay-out (%)	21,4	17,1	23,0	23,0
DPA (EUR)	0,13	0,13	0,20	0,22
Deuda financiera neta	-1,5	0,2	-5,3	-11,3
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,1	0,0	-0,3	-0,5
ROE (%)	22,3	23,1	22,2	21,1
ROCE (%) ⁽⁵⁾	27,0	26,4	25,6	26,2

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	16,6	13,2	11,5	10,2
PER Ordinario	15,3	13,2	11,5	10,2
P/BV	3,4	2,8	2,3	2,0
Dividend Yield (%)	1,3	1,3	2,0	2,3
EV/Ventas	1,31	1,16	1,05	0,97
EV/EBITDA Rec.	7,7	6,6	5,9	5,4
EV/EBIT	10,0	8,0	7,1	6,5
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	4,0	4,8	6,8	7,5

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,9	-5,4	-2,6	0,3	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	-6,7	-7,4	-20,5	-14,4	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	-1,7	-5,3	-10,6	-8,3	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-4,4	-3,9	-21,1	-11,0	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-8,8	-9,2	-20,6	-12,2	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: Stoxx Europe 600 Media.

(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.

(7) Otros: Autocartera 2,8%, Alejandro Romero 5,2%, Luisa García 2,1%, Adolfo Corujo 1,8%

(*) 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.

LLYC 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).

Resultados 6m 2023
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 1S23

EUR Mn	6m23 Real	6m22	6m23 Real vs		2023e vs
			6m22	2023e	2022 Real
Total Ingresos	48,7	43,6	11,6%	101,2	13,1%
Ingresos Operacionales⁽¹⁾	39,9	35,6	12,3%	83,3	14,6%
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>82,0%</i>	<i>81,6%</i>	<i>0,5 p.p.</i>	<i>82,3%</i>	<i>1,0 p.p.</i>
EBITDA (Recurrente)	8,5	8,1	4,8%	17,6	16,3%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,6%</i>	<i>-1,1 p.p.</i>	<i>17,4%</i>	<i>0,5 p.p.</i>
EBITDA	8,3	7,8	6,9%	17,6	22,5%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,9%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>17,4%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>
EBIT	7,1	6,1	16,8%	14,6	24,8%
BAI	6,1	5,6	9,1%	13,5	31,3%
BN	4,2	3,8	9,1%	8,7	25,3%
		12m22			
Deuda Neta/Caja Neta	3,6	-1,5	333,5%	0,2	n.a

*Ingresos operacionales: Ingresos totales menos refacturaciones de servicios de clientes (Mg. Bruto en nuestros números).

BAM: LLYC llegó a un acuerdo para la adquisición del 80% de BAM el 31 de marzo de 2023. Con sede en San Diego, California, BAM es una agencia de comunicación especializada en el sector de las relaciones públicas y el marketing, que presta servicios a startups y empresas tecnológicas respaldadas por capital riesgo. Esperamos que aporte al perímetro de consolidación de LLYC unos ingresos de EUR 6,4Mn (EUR 8,5Mn proforma; 9,5% s/Ingresos 2022) y EBITDA de c. EUR 1,5Mn (EUR 2Mn proforma). Una operación que esperamos que convierta a EE.UU. en el tercer mercado de LLYC por ingresos, sólo por detrás de España y México. Ver nota [aquí](#)

Tabla 2. Revisión de Estimaciones

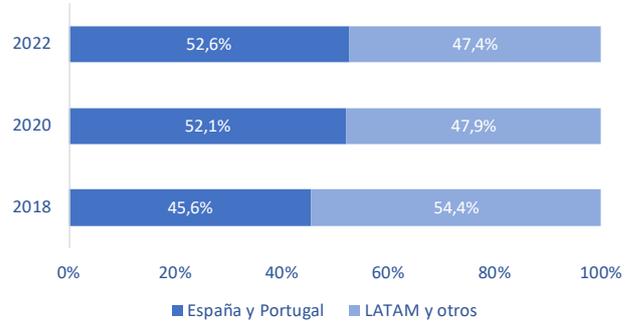
EUR Mn	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	2024e	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	2025e	Revisión (%)
Total Ingresos	101,2	104,4	-3,1%	111,5	115,9	-3,8%	120,4	126,2	-4,6%
EBITDA (Recurrente)	17,6	19,1	-7,7%	19,8	21,5	-7,9%	21,5	23,7	-9,1%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,3%</i>	<i>-1 p.p.</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,6%</i>	<i>-1 p.p.</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,8%</i>	<i>-1 p.p.</i>
EBIT	14,6	16,0	-8,6%	16,5	17,9	-7,7%	18,2	20,0	-9,2%
Beneficio Neto	8,7	9,7	-10,3%	10,1	10,9	-7,8%	11,3	12,4	-8,8%
Free Cash Flow (Rec.)	5,5	6,3	-12,4%	7,8	8,8	-11,4%	8,6	9,8	-11,8%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>0,0 x</i>	<i>0,2 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>-0,3 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>-0,1 x</i>	<i>-0,5 x</i>	<i>-0,5 x</i>	<i>-0,1 x</i>

La compañía en 8 gráficos

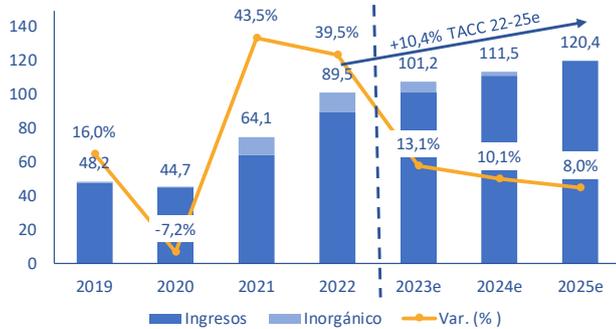
El negocio de LLYC posee una (amplia) base de ingresos recurrente (c. 55% s/Ingresos 2022)



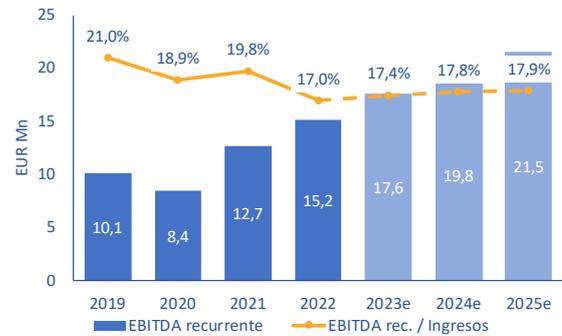
... Y presencia global (con alta exposición a emergentes)



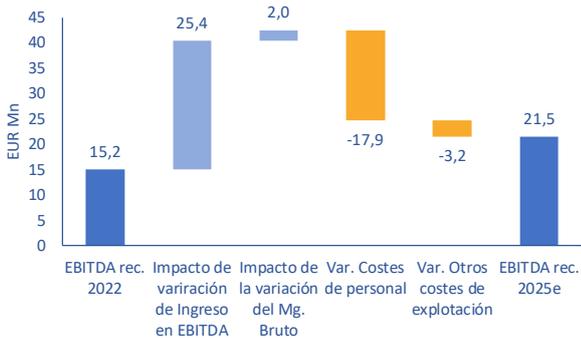
Una oferta de servicios diversificada y recurrente que le permitirán seguir creciendo (Ingresos: +10,4% TACC 22-25e)



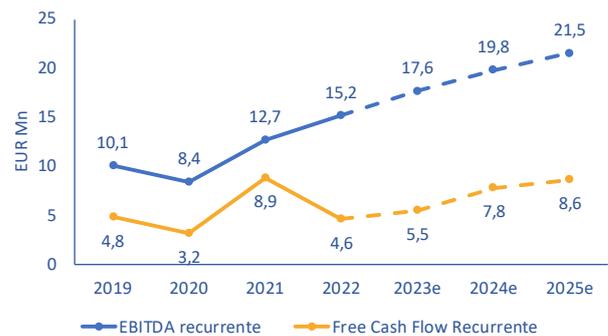
Sin perder de vista el "foco" en la rentabilidad (Mg. EBITDA 18%)



Y permitiendo traspasar la mejora de Ingresos al EBITDA (TACC 22-25e 12%)



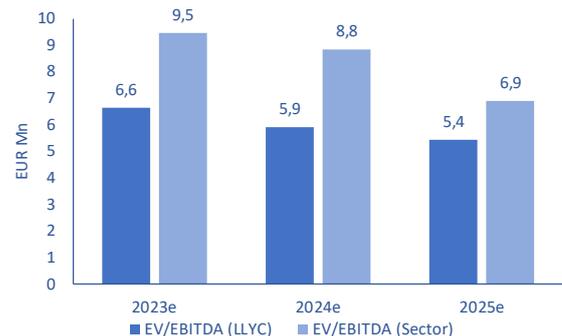
Alta capacidad de generación de caja (FCF yield 2023e: c. 5%)



La holgada posición de balance (Caja Neta) podría facilitar la búsqueda de crecimiento inorgánico



Con bajos múltiplos al alcance de la mano (EV/EBITDA 2023e 6,6x vs 9,5x de su sector)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,5	8,5	9,1	122,9			
Market Cap	115,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	30,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,6%	3,0%	
Risk free rate (rf)	3,8%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			0,9	1,1	
Coste del Equity	9,8%	Ke = Rf + (R * B)			8,7%	10,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	97,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	3,0%	D			=	=	
WACC	9,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,5%	10,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(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 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
WPP-GB	WPP-GB	9.324,3	7,9	7,3%	6,7	3,5%	1,2	3,0%	17,8%	9,9%	24,0%
Publicis	PUB-FR	18.315,5	10,6	4,1%	7,2	3,4%	1,6	3,3%	22,1%	9,3%	8,7%
Omnicom	OMC-US	13.795,6	10,2	6,9%	8,0	4,9%	1,3	3,6%	16,4%	11,2%	7,2%
Interpublic	IPG-US	10.708,3	10,2	5,4%	8,2	5,0%	1,5	5,8%	18,5%	9,9%	7,6%
Media			9,7	5,9%	7,5	4,2%	1,4	3,9%	18,7%	10,0%	11,9%
FTI Consulting	FCN-US	5.791,9	27,3	21,3%	17,2	n.a.	2,0	6,5%	11,4%	n.a.	n.a.
Next Fifteen	NFG-GB	698,6	7,1	8,2%	4,4	7,1%	1,0	6,2%	23,6%	14,7%	12,5%
Hopscotch Group	ALHOP-FR	44,1	7,7	9,8%	2,9	6,5%	0,2	3,0%	5,7%	26,3%	3,0%
Agencia de Comunicación			12,3	11,9%	7,2	6,9%	1,0	5,5%	16,1%	18,6%	9,3%
LLYC	LLYC-ES	115,2	13,2	13,7%	6,6	10,5%	1,2	9,0%	17,4%	4,8%	n.a.

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	18,7%	20,8	5,6x
Central	17,8%	19,8	5,9x
Min	16,9%	18,8	6,2x

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

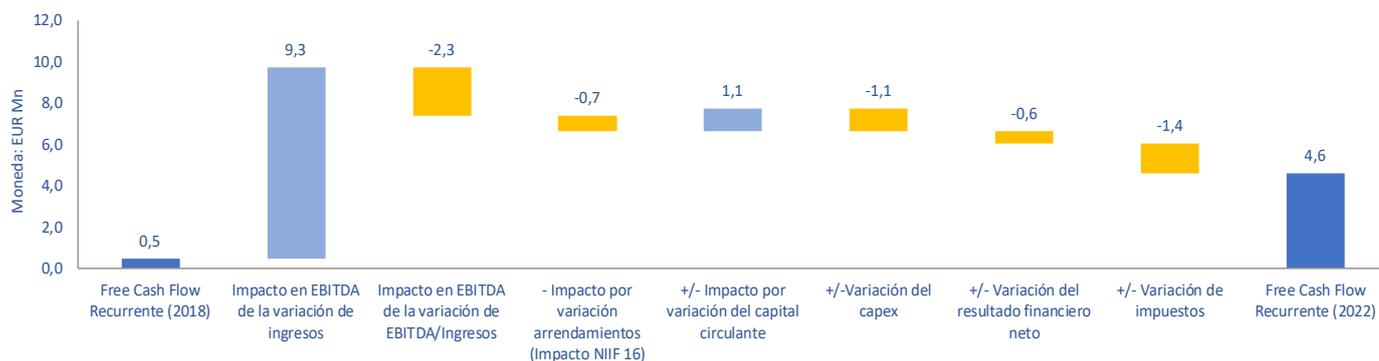
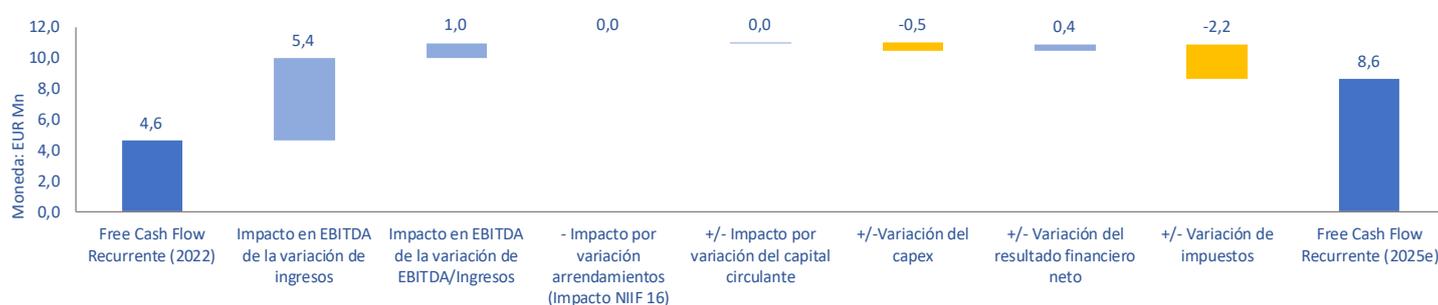
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				FCF Rec./Yield 24e			
EBITDA 24e	2,5%	2,8%	3,1%		Escenario			
20,8	9,2	8,8	8,5	➔	Max	8,0%	7,7%	7,4%
19,8	8,2	7,8	7,5		Central	7,1%	6,8%	6,5%
18,8	7,2	6,8	6,5		Min	6,2%	5,9%	5,6%

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,8	10,5	10,2	12,7	13,1	14,0	15,0	16,0		
Inmovilizado material	3,3	1,4	2,4	2,3	2,2	9,0	10,0	10,8		
Otros activos no corrientes	1,8	2,0	2,0	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5		
Inmovilizado financiero	-	-	-	-	-	-	-	-		
Fondo de comercio y otros intangibles	3,3	2,9	3,4	15,3	18,1	18,1	18,1	18,1		
Activo circulante	14,4	16,4	13,3	22,1	22,9	25,3	27,4	28,0		
Total activo	24,6	33,2	31,2	55,1	58,9	69,0	73,0	75,4		
Patrimonio neto	16,8	22,0	20,9	28,2	34,2	41,4	49,2	57,9		
Minoritarios	3,7	3,5	3,4	1,2	1,1	1,9	2,7	3,7		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	5,3	6,2	8,1	7,4	7,4	7,4	7,4		
Deuda financiera neta	(4,6)	(7,3)	(8,1)	(1,1)	(1,5)	0,2	(5,3)	(11,3)		
Pasivo circulante	8,1	9,6	8,7	18,8	17,7	18,0	19,0	17,8		
Total pasivo	24,6	33,2	31,2	55,1	58,9	69,0	73,0	75,4		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	41,5	48,2	44,7	64,1	89,5	101,2	111,5	120,4	21,2%	10,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>7,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>43,5%</i>	<i>39,5%</i>	<i>13,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,0%</i>		
Coste de ventas	(5,1)	(7,2)	(6,6)	(10,9)	(16,8)	(17,9)	(19,0)	(20,2)		
Margen Bruto	36,5	40,9	38,1	53,3	72,7	83,3	92,5	100,1	18,8%	11,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>87,8%</i>	<i>85,0%</i>	<i>85,3%</i>	<i>83,1%</i>	<i>81,3%</i>	<i>82,3%</i>	<i>83,0%</i>	<i>83,2%</i>		
Gastos de personal	(22,2)	(24,6)	(24,3)	(31,6)	(45,9)	(52,8)	(58,8)	(63,8)		
Otros costes de explotación	(6,0)	(6,2)	(5,4)	(9,0)	(11,7)	(12,9)	(13,9)	(14,8)		
EBITDA recurrente	8,2	10,1	8,4	12,7	15,2	17,6	19,8	21,5	16,5%	12,4%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>0,9%</i>	<i>22,6%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>50,2%</i>	<i>19,6%</i>	<i>16,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>8,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>19,9%</i>	<i>21,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,8)	-	-	-		
EBITDA	7,8	10,1	8,1	11,2	14,4	17,6	19,8	21,5	16,7%	14,4%
Depreciación y provisiones	(1,7)	(0,8)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,8)	(2,1)	(2,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,8	0,9	1,0	1,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
EBIT	4,7	7,8	5,8	8,5	11,7	14,6	16,5	18,2	25,7%	15,8%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-9,2%</i>	<i>66,5%</i>	<i>-25,3%</i>	<i>45,9%</i>	<i>37,6%</i>	<i>24,8%</i>	<i>13,2%</i>	<i>10,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>11,3%</i>	<i>16,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,4)	(1,0)	(0,9)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	4,2	7,3	5,1	7,9	10,3	13,5	15,6	17,5	25,0%	19,3%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-3,7%</i>	<i>73,1%</i>	<i>-29,6%</i>	<i>54,4%</i>	<i>29,9%</i>	<i>31,3%</i>	<i>15,4%</i>	<i>12,1%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	4,2	7,3	5,1	7,9	10,3	13,5	15,6	17,5	25,0%	19,3%
Impuestos	(1,6)	(2,2)	(2,2)	(2,4)	(2,9)	(4,1)	(4,7)	(5,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>37,3%</i>	<i>29,9%</i>	<i>42,5%</i>	<i>30,4%</i>	<i>28,3%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>		
Minoritarios	(0,9)	(0,9)	(0,7)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(0,9)	(1,0)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,8	4,3	2,3	5,3	7,0	8,7	10,1	11,3	40,6%	17,5%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>20,0%</i>	<i>138,7%</i>	<i>-46,6%</i>	<i>134,6%</i>	<i>30,6%</i>	<i>25,3%</i>	<i>15,4%</i>	<i>12,1%</i>		
Beneficio ordinario neto	2,4	4,3	3,1	6,4	7,5	8,7	10,1	11,3	32,7%	14,5%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-9,1%</i>	<i>76,8%</i>	<i>-26,9%</i>	<i>105,1%</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,4%</i>	<i>12,1%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						17,6	19,8	21,5	16,5%	12,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,1)	(2,1)	(2,1)		
Var.capital circulante						(2,0)	(1,1)	(1,8)		
Cash Flow operativo recurrente						13,5	16,5	17,6	30,2%	16,3%
CAPEX						(2,8)	(3,1)	(3,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(0,9)	(0,7)		
Impuestos						(4,1)	(4,7)	(5,2)		
Free Cash Flow Recurrente						5,5	7,8	8,6	77,6%	23,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(5,8)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,3)	7,8	8,6	75,4%	30,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,5)	(2,3)	(2,6)		
Variación de Deuda financiera neta						1,8	(5,5)	(6,0)		

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	10,1	8,4	12,7	15,2	17,6	19,8	21,5	14,5%	12,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	22,6%	-16,4%	50,2%	19,6%	16,3%	12,3%	8,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	21,0%	18,9%	19,8%	17,0%	17,4%	17,8%	17,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	2,2	1,3	(1,9)	(2,0)	(1,1)	(1,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	8,0	9,3	12,4	11,2	13,5	16,5	17,6	11,7%	16,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	106,6%	15,7%	34,1%	-10,2%	20,5%	22,8%	6,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	16,6%	20,8%	19,4%	12,5%	13,3%	14,8%	14,6%		
- CAPEX	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(2,8)	(3,1)	(3,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(1,0)	(0,9)	(0,7)		
- Impuestos	(2,2)	(2,2)	(1,6)	(3,0)	(4,1)	(4,7)	(5,2)		
= Free Cash Flow recurrente	4,8	3,2	8,9	4,6	5,5	7,8	8,6	-1,5%	23,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	938,8%	-33,2%	174,4%	-47,8%	19,4%	41,8%	10,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	10,0%	7,2%	13,8%	5,2%	5,5%	7,0%	7,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,8)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(2,2)	(16,4)	-	(5,8)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	4,8	0,7	(9,0)	3,9	(0,3)	7,8	8,6	-7,0%	30,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	n.a.	-84,5%	n.a.	142,7%	-106,8%	n.a.	10,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,2%	2,8%	7,7%	4,0%	4,8%	6,8%	7,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,2%	0,6%	n.a.	3,3%	n.a.	6,8%	7,5%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,5	4,8	3,2	8,9	4,6	5,5	7,8		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,3	(0,7)	3,7	5,0	2,0	1,8	1,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,5	(0,9)	0,6	(2,5)	0,5	0,4	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	1,9	(1,7)	4,2	2,5	2,5	2,2	1,7		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	0,2	(0,2)	(0,6)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,4	2,7	(0,9)	(3,2)	(0,2)	0,9	(0,7)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,1	1,3	3,2	(1,3)	2,3	3,1	1,1		
+/- Variación del CAPEX	0,9	(2,7)	1,7	(1,0)	(0,3)	(0,3)	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,2)	0,1	(0,5)	(0,0)	0,2	0,2		
+/- Variación de impuestos	(0,6)	(0,0)	0,6	(1,5)	(1,0)	(0,6)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,4	(1,6)	5,6	(4,2)	0,9	2,3	0,8		
Free Cash Flow Recurrente	4,8	3,2	8,9	4,6	5,5	7,8	8,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	7,8	5,8	8,5	11,7	14,6	16,5	18,2	14,5%	15,8%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	29,9%	30,0%	30,0%	28,3%	30,0%	30,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,3)	(1,7)	(2,5)	(3,3)	(4,4)	(5,0)	(5,4)		
EBITDA recurrente	10,1	8,4	12,7	15,2	17,6	19,8	21,5	14,5%	12,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	2,2	1,3	(1,9)	(2,0)	(1,1)	(1,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	8,0	9,3	12,4	11,2	13,5	16,5	17,6	11,7%	16,3%
- CAPEX	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(2,8)	(3,1)	(3,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,3)	(1,7)	(2,5)	(3,3)	(4,4)	(5,0)	(5,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,2	4,3	8,4	5,4	6,3	8,5	9,1	1,2%	19,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	372,3%	-15,9%	93,7%	-36,4%	16,8%	35,2%	7,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	10,7%	9,7%	13,1%	6,0%	6,2%	7,6%	7,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(2,2)	(16,4)	-	(5,8)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	5,2	2,2	(8,0)	5,4	0,5	8,5	9,1	1,2%	19,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	243,2%	-58,1%	-467,7%	167,3%	-91,2%	n.a.	7,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	4,4%	3,7%	7,2%	4,6%	5,3%	7,2%	7,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	4,4%	1,8%	n.a.	4,6%	0,4%	7,2%	7,8%		

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	115,2	
+ Minoritarios	1,8	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	3,6	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 6m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(3,3)	Rdos. 6m 2023
Enterprise Value (EV)	117,2	

(1) Importe correspondiente al valor de mercado de la autocartera.

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	-	-	-	-	34,4	38,7	41,5	48,2	44,7	64,1	89,5	101,2	111,5	120,4	n.a.	10,4%	
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,5%	7,2%	16,0%	-7,2%	43,5%	39,5%	13,1%	10,1%	8,0%			
EBITDA	-	-	-	-	5,2	8,0	7,8	10,1	8,1	11,2	14,4	17,6	19,8	21,5	n.a.	14,4%	
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	51,8%	-2,3%	29,5%	-19,1%	37,3%	28,9%	22,5%	12,3%	8,7%			
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,2%	20,5%	18,7%	20,9%	18,2%	17,4%	17,4%	17,8%	17,9%			
Beneficio neto	-	-	-	-	1,8	1,5	1,8	4,3	2,3	5,3	7,0	8,7	10,1	11,3	n.a.	17,5%	
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-19,5%	20,0%	138,7%	-46,6%	134,6%	30,6%	25,3%	15,4%	12,1%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	-	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	11,6	11,6	11,6	11,6			
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,17	0,14	0,17	0,40	0,21	0,50	0,60	0,75	0,86	0,97	n.a.	17,5%	
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-19,5%	20,0%	n.a.	-46,6%	n.a.	18,6%	25,3%	15,4%	12,1%			
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,19	0,15	0,23	0,40	0,30	0,61	0,65	0,75	0,86	0,97	n.a.	14,5%	
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22,1%	52,5%	76,8%	-26,9%	n.a.	6,4%	16,1%	15,4%	12,1%			
CAPEX	-	-	-	-	-	(1,8)	(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(2,8)	(3,1)	(3,0)			
CAPEX/Vtas % ¹	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	4,7%	3,3%	1,1%	7,1%	2,3%	2,8%	2,8%	2,5%			
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	2,6	0,4	4,8	0,7	(9,0)	3,9	(0,3)	7,8	8,6	n.a.	30,9%	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,9x	-0,7x	-0,6x	-0,7x	-1,0x	-0,1x	-0,1x	0,0x	-0,3x	-0,5x			
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22,3x	16,5x	13,2x	11,5x	10,2x			
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,16x	1,05x	0,97x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,6x	5,9x	5,4x			
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-11,9%	0,3%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-6,8%	-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

	Media					Agencia de Comunicación				LLYC	
	EUR Mn	WPP-GB	Publicis	Omnicom	Interpublic	Average	FTI Consulting	Next Fifteen	Hopscotch Group		Average
Datos Mercado	Ticker (Factset)	WPP-GB	PUB-FR	OMC-US	IPG-US		FCN-US	NFG-GB	ALHOP-FR		LLYC-ES
	País	UK	France	USA	USA		USA	UK	France		Spain
	Market cap	9.324,3	18.315,5	13.795,6	10.708,3		5.791,9	698,6	44,1		115,2
	Enterprise value (EV)	16.369,9	20.502,1	18.002,6	13.628,6		6.157,1	717,2	43,4		117,2
Información financiera básica	Total Ingresos	13.830,0	12.974,0	13.633,1	8.987,9		3.136,9	695,3	261,3		101,2
	Cto.Total Ingresos	-17,1%	-8,6%	2,3%	-11,8%	-8,8%	11,0%	-16,6%	5,9%	0,1%	13,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,0%	3,3%	3,6%	5,8%	3,9%	6,5%	6,2%	3,0%	5,3%	9,0%
	EBITDA	2.459,3	2.862,0	2.237,0	1.661,8		357,9	164,4	14,9		17,6
	Cto. EBITDA	-2,3%	-0,7%	-0,8%	1,4%	-0,6%	7,2%	5,7%	11,1%	8,0%	22,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,5%	3,4%	4,9%	5,0%	4,2%	n.a.	7,1%	6,5%	6,8%	10,5%
	EBITDA/Ingresos	17,8%	22,1%	16,4%	18,5%	18,7%	11,4%	23,6%	5,7%	13,6%	17,4%
	EBIT	2.054,3	2.293,8	2.059,4	1.423,4		311,5	148,1	9,9		14,6
	Cto. EBIT	5,4%	11,3%	0,5%	2,8%	5,0%	6,9%	31,8%	4,3%	14,3%	24,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	5,2%	3,8%	5,0%	4,9%	4,7%	17,2%	7,5%	9,2%	11,3%	11,6%
	EBIT/Ingresos	14,9%	17,7%	15,1%	15,8%	15,9%	9,9%	21,3%	3,8%	11,7%	14,4%
	Beneficio Neto	1.207,9	1.517,3	1.374,3	1.033,3		222,0	55,3	5,5		8,7
	Cto. Beneficio Neto	53,0%	24,2%	11,9%	18,1%	26,8%	1,1%	n.a.	0,2%	0,6%	25,3%
2y TACC (2023e - 2025e)	6,4%	5,8%	5,1%	4,2%	5,4%	18,7%	17,4%	10,4%	15,5%	13,7%	
CAPEX/Ventas	2,2%	2,1%	0,7%	1,9%	1,7%	n.a.	1,1%	0,3%	0,7%	2,8%	
Free Cash Flow	922,7	1.697,8	1.538,5	1.058,2		n.a.	103,0	11,6		(0,3)	
Deuda financiera Neta	4.099,5	(17,7)	742,7	154,0		n.a.	44,3	(18,5)		0,2	
DN/EBITDA (x)	1,7	n.a.	0,3	0,1	0,7	n.a.	0,3	n.a.	0,3	0,0	
Pay-out	41,2%	52,0%	40,4%	44,2%	44,5%	n.a.	33,5%	23,9%	28,7%	17,1%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	7,9	10,6	10,2	10,2	9,7	27,3	7,1	7,7	14,0	13,2
	P/BV (x)	1,9	1,8	4,1	2,9	2,7	n.a.	n.a.	1,8	1,8	2,8
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,6	1,3	1,5	1,4	2,0	1,0	0,2	1,1	1,2
	EV/EBITDA (x)	6,7	7,2	8,0	8,2	7,5	17,2	4,4	2,9	8,2	6,6
	EV/EBIT (x)	8,0	8,9	8,7	9,6	8,8	19,8	4,8	4,4	9,7	8,0
	ROE	24,5	16,6	40,1	28,6	27,5	n.a.	n.a.	23,2	23,2	23,1
	FCF Yield (%)	9,9	9,3	11,2	9,9	10,0	n.a.	14,7	26,3	20,5	4,8
	DPA	0,45	3,14	2,70	1,17	1,87	n.a.	0,19	0,50	0,35	0,13
	Dvd Yield	5,2%	4,4%	3,9%	4,2%	4,4%	n.a.	2,7%	3,1%	2,9%	1,3%

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

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

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
21-Sep-2023	n.a.	9,90	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
27-Jul-2023	n.a.	10,40	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	10,27	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
31-Mar-2023	n.a.	10,17	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas
09-Mar-2023	n.a.	11,35	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
25-Ene-2023	n.a.	9,50	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
21-Sep-2022	n.a.	10,17	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	Luis Esteban Arribas
22-Jul-2022	n.a.	10,32	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2022	Luis Esteban Arribas
11-Mar-2022	n.a.	12,67	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas
20-Ene-2022	n.a.	12,58	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas
23-Dic-2021	n.a.	11,21	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

