

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Media

Precio de Cierre: EUR 9,10 (21 mar 2024)

Fecha del informe: 22 mar 2024 (10:20h)

Resultados 12m 2023 - Subimos estimaciones

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Subimos estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.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 (48% s/Ingresos 2023) como en Latam (c. 43% s/Ingresos 2023).

Los resultados 2023 (en línea) avalan la historia de crecimiento, defensividad y valor

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	105,9	115,0
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	121,7	132,2
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	11,16 / 9,71 / 8,15	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	2,1	
Factset / Bloomberg	LLYC-ES / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,6	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	101,4	125,4	138,9	148,6
EBITDA Rec.	17,6	22,5	25,0	26,8
% Var.	16,1	27,5	11,2	7,5
% EBITDA Rec./Ing.	17,4	17,9	18,0	18,1
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	5,6	17,0	6,8	7,5
Beneficio neto	8,3	11,2	12,4	13,9
BPA (EUR)	0,72	0,96	1,07	1,20
% Var.	22,8	33,9	11,4	12,0
BPA ord. (EUR)	0,77	0,96	1,07	1,20
% Var.	21,9	24,8	11,4	12,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	3,9	10,1	12,6	14,2
Pay-out (%)	27,2	25,0	25,0	25,0
DPA (EUR)	0,20	0,24	0,27	0,30
Deuda financiera neta	10,5	22,9	13,1	2,0
DN / EBITDA Rec.(x)	0,6	1,0	0,5	0,1
ROE (%)	23,0	26,1	23,9	22,4
ROCE (%) ⁽⁵⁾	25,4	22,1	19,9	21,4

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	12,7	9,5	8,5	7,6
PER Ordinario	11,8	9,5	8,5	7,6
P/BV	2,8	2,2	1,9	1,6
Dividend Yield (%)	2,1	2,6	2,9	3,3
EV/Ventas	1,20	0,97	0,88	0,82
EV/EBITDA Rec.	6,9	5,4	4,9	4,5
EV/EBIT	8,5	6,5	6,0	5,5
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	3,6	9,5	11,9	13,4

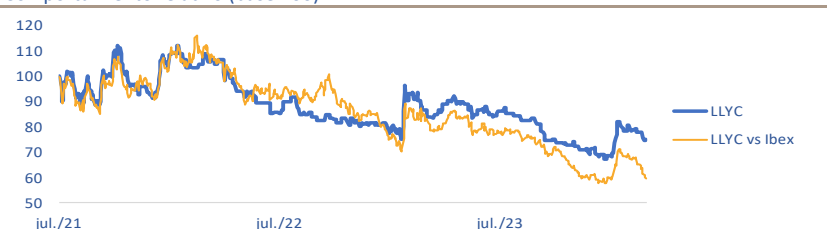
LLYC CONFIRMA LOS RESULTADOS AVANZADOS EN ENERO. Destacamos: i) crecimiento a doble dígito en Ingresos (EUR 101,4Mn; +13,3% vs 2022), especialmente en EE.UU. (por la integración de BAM; +113,1%), ii) el deep digital ya supone el 28% del EBITDA rec. 2023, que asciende a EUR 17,6Mn (vs EUR 15,2Mn en 2022), en línea con nuestras estimaciones (Mg. EBITDA rec. 17,4%; +0,4p.p. vs 2023) y iii) un Beneficio Neto de EUR 8,3Mn (+23% vs 2022).

EL M&A SITÚA LA DEUDA NETA 2023 EN EUR 10,5MN (VS CAJA NETA EUR 1,5MN EN 2022). Esencialmente por los earn-outs derivados de la adquisición de BAM. Aunque el bajo nivel de endeudamiento (DN/EBITDA rec. 2023: 0,6x) sumado a la capacidad de generación de caja (FCF rec. 2023 EUR 3,9Mn) sigue dejando la puerta abierta a (más) crecimiento no orgánico.

LA ADQUISICIÓN DE LAMBERT (FEBRERO 2024) NOS LLEVA A REVISAR NUESTRAS ESTIMACIONES AL ALZA. Adquisición estratégica que busca reforzar la presencia en EE.UU. y supone un importante salto de tamaño. Nuestro escenario central hoy apunta a unos Ingresos 2024 de EUR 125,4Mn (+12,5% vs est. anterior) y un EBITDA rec. de EUR 22,5Mn (+13,4% vs est. anterior).

¿EL M&A RESTA VALOR A LLYC? El modelo de negocio de LLYC, a día de hoy, utiliza el M&A como vía (recurrente) de crecimiento. Algo que, en nuestra opinión, no resta valor. Por tres razones: i) excelente track-record en integración de compañías (sin restar competitividad), ii) encaje estratégico de las operaciones que aportan diversificación (servicios) e internacionalización y iii) ROCE medio LLYC -3y >25%.

BUENOS RESULTADOS 2023 QUE PONEN DE MANIFIESTO EL FOCO EN EL CRECIMIENTO RENTABLE. La "foto" -3y es reveladora, LLYC duplica ingresos (EUR 101,4Mn en 2023 vs EUR 44,7Mn en 2020) y EBITDA. Mejorando su oferta de servicios y ampliando su presencia internacional. Sin perder de vista su equity story (crecimiento y defensividad). Si elevamos la vista a 2026e, con un Mg. EBITDA 18% y un crecimiento en ingresos del +13,6% (TACC 2023-2026e), supondría un EBITDA rec. de c. EUR 27Mn. Números que, tras el comportamiento de la acción (-13,5% -12m), hoy cotizarían a EV/EBITDA 24e 5,4x y PER 9,5x (8,1x y 11,3x de comparables, respectivamente).

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-6,7	5,2	-13,0	9,0	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	-13,2	-2,2	-27,6	1,3	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	-8,7	5,6	-10,2	9,7	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-11,8	-5,8	-28,0	-2,5	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-7,6	-5,2	-30,1	-1,3	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.

Resultados 12m 2023
Subimos estimaciones
Tabla 1. Resultados 2023

EUR Mn	2023	2022	2023 vs 2022	2023e	2023 Real vs 2023e
Total Ingresos	101,4	89,5	13,3%	101,2	0,1%
Ingresos Operacionales⁽¹⁾	83,1	72,7	14,2%	83,3	-0,3%
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>82,0%</i>	<i>81,3%</i>	<i>0,7 p.p.</i>	<i>82,3%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>
EBITDA (Recurrente)⁽²⁾	17,6	15,2	16,1%	17,6	0,1%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,0%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>17,4%</i>	<i>0,0 p.p.</i>
EBITDA⁽²⁾	16,8	14,4	16,6%	17,6	-4,6%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>0,5 p.p.</i>	<i>17,4%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>
EBIT	14,3	11,7	22,2%	14,8	-3,6%
BAI	12,4	10,3	19,9%	13,9	-11,1%
BN	8,3	7,0	19,9%	8,9	-6,2%
Deuda Neta/Caja Neta⁽³⁾	10,5	-1,5	n.a.	0,2	n.a.
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>0,6 x</i>	<i>-0,1 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,0 x</i>	<i>n.a.</i>

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

(2) EBITDA recurrente y EBITDA ajustado para excluir el impacto de: i) "Trabajos realizados por el grupo para su activo" por EUR 1,3Mn y EUR 0,8Mn en 2023 y 2022, respectivamente.

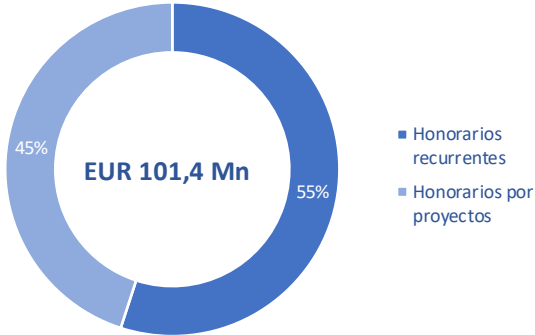
(3) La Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 6,9Mn y EUR 7,3Mn en 2023 y 2022, respectivamente).

Tabla 2. Revisión de estimaciones al alza

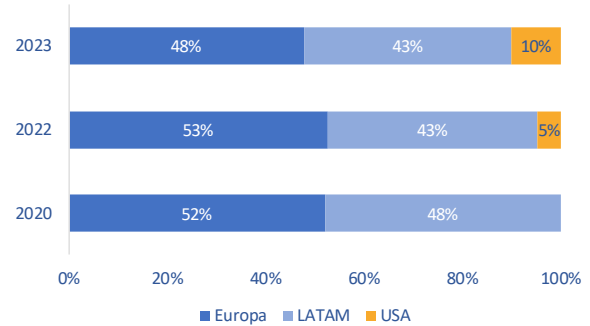
EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)
Total Ingresos	125,4	12,5%	138,9	15,4%	148,6
EBITDA (Recurrente)	22,5	13,4%	25,0	16,0%	26,8
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>27,5%</i>	<i>15 p.p.</i>	<i>11,2%</i>	<i>3 p.p.</i>	<i>7,5%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>17,9%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>18,0%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>18,1%</i>
EBIT	18,7	11,4%	20,2	10,5%	22,0
Beneficio Neto	11,2	10,0%	12,4	12,9%	13,9
Free Cash Flow (Rec.)	10,1	32,6%	12,6	52,8%	14,2
<i>DN / EBITDA</i>	<i>1,0 x</i>	<i>1,1 x</i>	<i>0,5 x</i>	<i>0,8 x</i>	<i>0,1 x</i>

La compañía en 8 gráficos

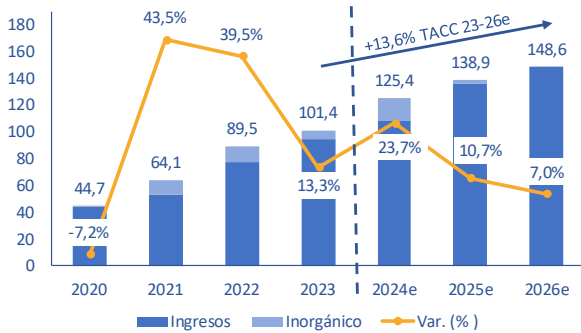
El negocio de LLYC posee una (amplia) base de ingresos recurrentes (c. 55% s/Ingresos 2023)



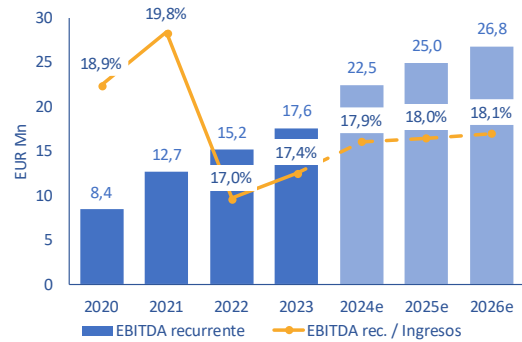
... Y presencia global (con alta exposición a emergentes)



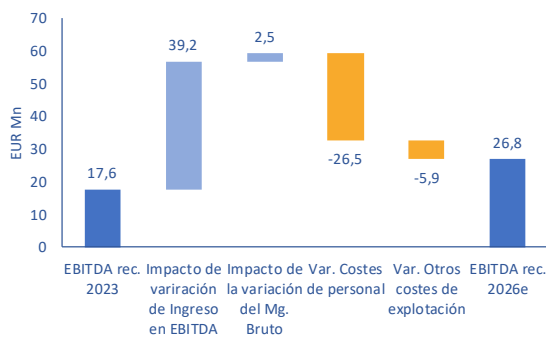
Una oferta de servicios diversificada y recurrente que le permitirá seguir creciendo (Ingresos: +13,6% TACC 23-26e)



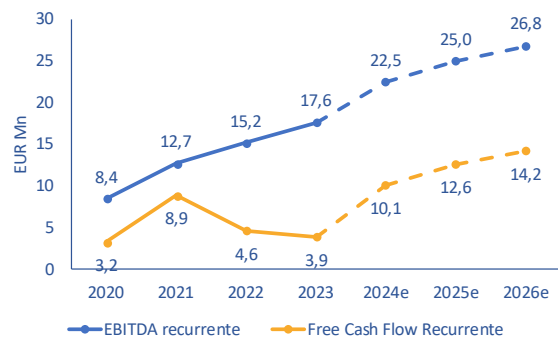
Sin perder de vista el "foco" en la rentabilidad (Mg. EBITDA 18%)



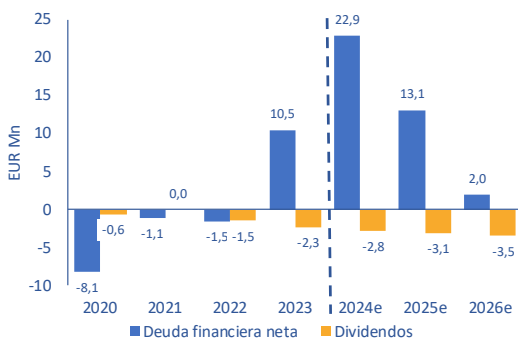
Y permitiendo traspasar la mejora de Ingresos al EBITDA (TACC 23-26e 15,1%)



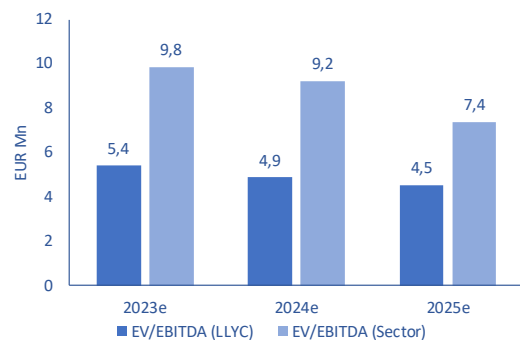
Alta capacidad de generación de caja (FCF yield 2024e: c. 10%)



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



Con bajos múltiplos al alcance de la mano (EV/EBITDA 2024e 5,4x vs 9,8x de su sector)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(9,1)	13,4	14,6	245,8			
Market Cap	105,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,2%	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	9,2%	Ke = Rf + (R * B)			8,2%	10,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	91,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	9,0%	D			=	=	
WACC	8,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,7%	9,8%	
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 Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
WPP-GB	WPP-GB	9.128,8	8,1	6,6%	6,5	3,3%	1,2	2,7%	18,0%	11,6%	19,3%
Omnicom	OMC-US	17.192,4	12,1	7,1%	8,5	4,7%	1,4	4,0%	16,6%	9,1%	11,9%
Interpublic	IPG-US	11.538,5	11,5	6,7%	8,5	4,9%	1,6	4,4%	18,4%	9,9%	7,6%
Media			11,3	6,5%	8,1	4,4%	1,5	4,0%	18,7%	9,6%	11,0%
FTI Consulting	FCN-US	6.740,2	24,8	15,9%	17,0	n.a.	1,9	5,8%	11,4%	n.a.	n.a.
Next Fifteen	NFG-GB	1.059,1	10,2	10,8%	6,8	10,5%	1,6	7,0%	23,1%	10,4%	3,3%
Hopscotch Group	ALHOP-FR	55,6	9,0	10,2%	3,7	11,9%	0,2	7,5%	5,3%	19,1%	8,6%
Agencia de Comunicación			13,6	11,9%	8,6	11,0%	1,3	6,8%	15,8%	13,3%	5,0%
LLYC	LLYC-ES	105,9	9,5	11,7%	5,4	9,3%	1,0	8,8%	17,9%	9,5%	84,2%

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	18,9%	26,2	4,6x
Central	18,0%	25,0	4,9x
Min	17,1%	23,7	5,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	1,8%	2,0%	2,2%					
26,2	14,1	13,9	13,6	➔	Max	13,3%	13,1%	12,8%
25,0	12,9	12,6	12,3		Central	12,2%	11,9%	11,6%
23,7	11,6	11,4	11,1		Min	11,0%	10,7%	10,5%

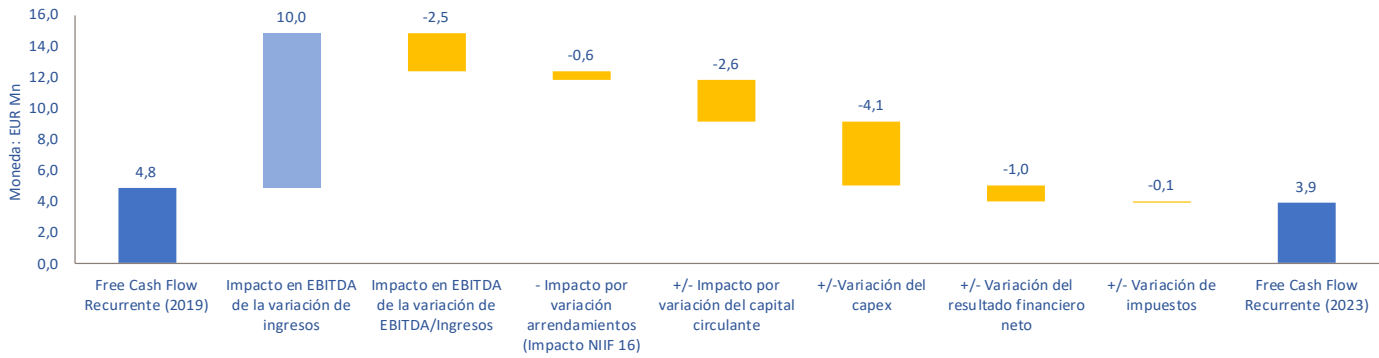
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	10,5	10,2	12,7	13,1	15,5	16,7	17,9	19,1		
Inmovilizado material	1,4	2,4	2,3	2,2	2,3	22,3	21,2	20,2		
Otros activos no corrientes	1,0	1,2	1,7	1,8	3,1	3,1	3,1	3,1		
Inmovilizado financiero	1,0	0,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	2,9	3,4	15,3	18,1	28,2	28,2	28,2	28,2		
Activo circulante	16,4	13,3	22,1	22,9	26,8	30,8	33,1	34,8		
Total activo	33,2	31,2	55,1	58,9	76,6	101,8	104,2	106,2		
Patrimonio neto	22,0	20,9	28,2	34,2	38,4	47,3	57,0	67,8		
Minoritarios	3,5	3,4	1,2	1,1	1,8	3,2	4,7	6,4		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,1	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6		
Otros pasivos no corrientes	5,3	6,2	8,1	7,4	7,0	7,0	7,0	7,0		
Deuda financiera neta	(7,3)	(8,1)	(1,1)	(1,5)	10,5	22,9	13,1	2,0		
Pasivo circulante	9,6	8,7	18,8	17,7	18,4	20,8	21,8	22,4		
Total pasivo	33,2	31,2	55,1	58,9	76,6	101,8	104,2	106,2		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	48,2	44,7	64,1	89,5	101,4	125,4	138,9	148,6	20,4%	13,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>16,0%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>43,5%</i>	<i>39,5%</i>	<i>13,3%</i>	<i>23,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>7,0%</i>		
Coste de ventas	(7,2)	(6,6)	(10,9)	(16,8)	(18,3)	(20,2)	(22,4)	(23,9)		
Margen Bruto	40,9	38,1	53,3	72,7	83,1	105,2	116,5	124,7	19,4%	14,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>85,0%</i>	<i>85,3%</i>	<i>83,1%</i>	<i>81,3%</i>	<i>82,0%</i>	<i>83,9%</i>	<i>83,9%</i>	<i>83,9%</i>		
Gastos de personal	(24,6)	(24,3)	(31,6)	(45,9)	(53,8)	(67,4)	(75,0)	(80,3)		
Otros costes de explotación	(6,2)	(5,4)	(9,0)	(11,7)	(11,7)	(15,3)	(16,6)	(17,6)		
EBITDA recurrente	10,1	8,4	12,7	15,2	17,6	22,5	25,0	26,8	14,9%	15,1%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>22,6%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>50,2%</i>	<i>19,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>27,5%</i>	<i>11,2%</i>	<i>7,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>21,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,1%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,3)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-	-	-		
EBITDA	10,1	8,1	11,2	14,4	16,8	22,5	25,0	26,8	13,7%	16,9%
Depreciación y provisiones	(0,8)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(2,8)	(3,9)	(3,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,8	1,3	1,2	1,2	1,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
EBIT	7,8	5,8	8,5	11,7	14,3	18,7	20,2	22,0	16,4%	15,6%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>66,0%</i>	<i>-25,3%</i>	<i>45,9%</i>	<i>37,6%</i>	<i>22,2%</i>	<i>31,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>16,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,5)	(1,9)	(1,5)	(1,0)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	7,3	5,1	7,9	10,1	12,4	17,2	19,1	21,5	14,1%	20,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>73,1%</i>	<i>-29,6%</i>	<i>54,4%</i>	<i>27,7%</i>	<i>21,9%</i>	<i>39,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	7,3	5,1	7,9	10,1	12,4	17,2	19,1	21,5	14,1%	20,2%
Impuestos	(2,2)	(2,2)	(2,4)	(2,9)	(3,2)	(4,6)	(5,2)	(5,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>29,9%</i>	<i>42,5%</i>	<i>30,4%</i>	<i>28,8%</i>	<i>25,8%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>		
Minoritarios	(0,9)	(0,7)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,4)	(1,5)	(1,7)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	4,3	2,3	5,3	6,8	8,3	11,2	12,4	13,9	18,3%	18,7%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>138,7%</i>	<i>-46,6%</i>	<i>134,6%</i>	<i>27,4%</i>	<i>23,0%</i>	<i>33,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	4,3	3,1	6,4	7,3	8,9	11,2	12,4	13,9	20,3%	15,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>76,8%</i>	<i>-26,9%</i>	<i>105,1%</i>	<i>14,3%</i>	<i>22,0%</i>	<i>24,8%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,0%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						22,5	25,0	26,8	14,9%	15,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,1)	(2,1)	(2,1)		
Var.capital circulante						(1,6)	(1,3)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						18,8	21,6	23,6	11,3%	24,1%
CAPEX						(2,5)	(2,8)	(3,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,5)	(1,0)	(0,6)		
Impuestos						(4,6)	(5,2)	(5,8)		
Free Cash Flow Recurrente						10,1	12,6	14,2	-5,4%	54,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(20,3)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(10,2)	12,6	14,2	-40,2%	53,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,2)	(2,8)	(3,1)		
Variación de Deuda financiera neta						12,4	(9,8)	(11,1)		

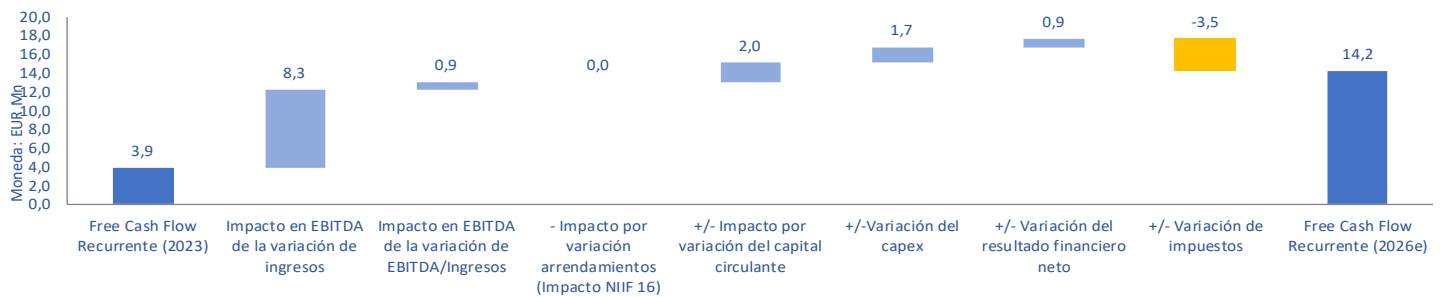
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	8,4	12,7	15,2	17,6	22,5	25,0	26,8	27,8%	15,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-16,4%	50,2%	19,6%	16,1%	27,5%	11,2%	7,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,9%	19,8%	17,0%	17,4%	17,9%	18,0%	18,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,2	1,3	(1,9)	(3,2)	(1,6)	(1,3)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	9,3	12,4	11,2	12,3	18,8	21,6	23,6	9,9%	24,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	15,7%	34,1%	-10,2%	10,3%	52,5%	14,8%	9,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	20,8%	19,4%	12,5%	12,2%	15,0%	15,5%	15,9%		
- CAPEX	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(2,5)	(2,8)	(3,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(1,5)	(1,5)	(1,0)	(0,6)		
- Impuestos	(2,2)	(1,6)	(3,0)	(2,3)	(4,6)	(5,2)	(5,8)		
= Free Cash Flow recurrente	3,2	8,9	4,6	3,9	10,1	12,6	14,2	6,2%	54,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-33,2%	174,4%	-47,8%	-16,4%	161,4%	24,7%	12,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	7,2%	13,8%	5,2%	3,8%	8,1%	9,1%	9,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,2)	(16,4)	-	(12,0)	(20,3)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,7	(9,0)	3,9	(9,0)	(10,2)	12,6	14,2	n.a.	53,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-84,5%	n.a.	142,7%	-332,4%	-13,9%	223,6%	12,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,0%	8,4%	4,4%	3,6%	9,5%	11,9%	13,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,7%	n.a.	3,6%	n.a.	n.a.	11,9%	13,4%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	4,8	3,2	8,9	4,6	3,9	10,1	12,6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	3,7	5,0	2,0	4,2	2,4	1,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,9)	0,6	(2,5)	0,4	0,7	0,1	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	(1,7)	4,2	2,5	2,4	4,9	2,5	1,9		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,2	(0,2)	(0,6)	0,0	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,7	(0,9)	(3,2)	(1,3)	1,6	0,3	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,3	3,2	(1,3)	1,2	6,5	2,8	2,0		
+/- Variación del CAPEX	(2,7)	1,7	(1,0)	(2,1)	2,1	(0,3)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,1	(0,5)	(0,5)	(0,0)	0,5	0,5		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	0,6	(1,5)	0,7	(2,3)	(0,5)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,6)	5,6	(4,2)	(0,8)	6,2	2,5	1,6		
Free Cash Flow Recurrente	3,2	8,9	4,6	3,9	10,1	12,6	14,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	5,8	8,5	11,7	14,3	18,7	20,2	22,0	34,9%	15,6%
* Tasa fiscal teórica	30,0%	30,0%	28,8%	25,8%	27,0%	27,0%	27,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(2,5)	(3,4)	(3,7)	(5,1)	(5,4)	(5,9)		
EBITDA recurrente	8,4	12,7	15,2	17,6	22,5	25,0	26,8	27,8%	15,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,2	1,3	(1,9)	(3,2)	(1,6)	(1,3)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	9,3	12,4	11,2	12,3	18,8	21,6	23,6	9,9%	24,1%
- CAPEX	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(2,5)	(2,8)	(3,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,7)	(2,5)	(3,4)	(3,7)	(5,1)	(5,4)	(5,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4,3	8,4	5,3	4,0	11,2	13,4	14,6	-2,6%	53,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-15,9%	93,7%	-37,1%	-24,1%	179,6%	18,9%	9,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	9,7%	13,1%	5,9%	4,0%	9,0%	9,6%	9,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,2)	(16,4)	-	(12,0)	(20,3)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	2,2	(8,0)	5,3	(8,0)	(9,1)	13,4	14,6	-78,5%	56,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-58,1%	-467,7%	166,6%	-250,7%	-13,6%	247,3%	9,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,6%	6,9%	4,4%	3,3%	9,2%	11,0%	12,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,8%	n.a.	4,4%	n.a.	n.a.	11,0%	12,0%		

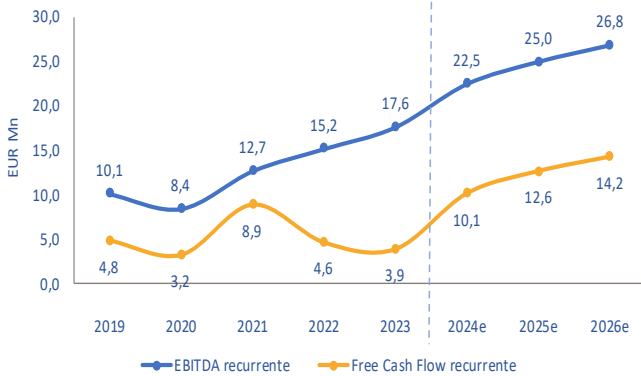
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



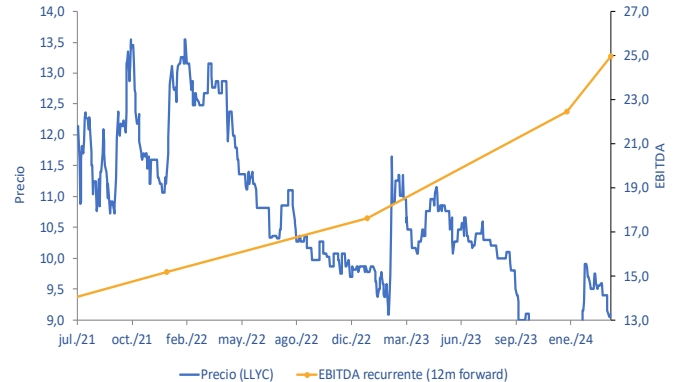
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	105,9	
+ Minoritarios	1,8	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	7,6	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	10,5	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,8	Rdos. 12m 2023
+/- Otros ⁽¹⁾	(3,2)	Rdos. 12m 2023
Enterprise Value (EV)	121,7	

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

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos				34,4	38,7	41,5	48,2	44,7	64,1	89,5	101,4	125,4	138,9	148,6	n.a.	13,6%
Cto. Total ingresos				n.a.	12,5%	7,2%	16,0%	-7,2%	43,5%	39,5%	13,3%	23,7%	10,7%	7,0%		
EBITDA				5,2	8,0	7,8	10,1	8,1	11,2	14,4	16,8	22,5	25,0	26,8	n.a.	16,9%
Cto. EBITDA				n.a.	51,8%	-2,3%	29,5%	-19,1%	37,3%	28,9%	16,6%	33,7%	11,2%	7,5%		
EBITDA/Ingresos				15,2%	20,5%	18,7%	20,9%	18,2%	17,4%	16,1%	16,6%	17,9%	18,0%	18,1%		
Beneficio neto				1,8	1,5	1,8	4,3	2,3	5,3	6,8	8,3	11,2	12,4	13,9	n.a.	18,7%
Cto. Beneficio neto				n.a.	-19,5%	20,0%	138,7%	-46,6%	134,6%	27,4%	23,0%	33,9%	11,4%	12,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				-	10,6	10,6	10,6	10,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6		
BPA (EUR)				n.a.	0,14	0,17	0,40	0,21	0,46	0,58	0,72	0,96	1,07	1,20	n.a.	18,7%
Cto. BPA				n.a.	n.a.	20,0%	n.a.	-46,6%	n.a.	27,4%	22,8%	33,9%	11,4%	12,0%		
BPA ord. (EUR)				n.a.	0,15	0,20	0,40	0,30	0,55	0,63	0,77	0,96	1,07	1,20	n.a.	15,9%
Cto. BPA ord.				n.a.	n.a.	30,9%	n.a.	-26,9%	86,5%	14,3%	21,9%	24,8%	11,4%	12,0%		
CAPEX				-	(1,8)	(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(2,5)	(2,8)	(3,0)		
CAPEX/Vtas %				0,0%	4,7%	3,3%	1,1%	7,1%	2,3%	2,8%	4,6%	2,0%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow				-	2,6	0,4	4,8	0,7	(9,0)	3,9	(9,0)	(10,2)	12,6	14,2	n.a.	53,1%
DN/EBITDA (x) (2)				-0,9x	-0,7x	-0,6x	-0,7x	-1,0x	-0,1x	-0,1x	0,6x	1,0x	0,5x	0,1x		
PER (x)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,5x	16,9x	11,6x	9,5x	8,5x	7,6x		
EV/Vtas (x)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,97x	0,88x	0,82x		
EV/EBITDA (x) (2)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,4x	4,9x	4,5x		
Comport. Absoluto				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-11,9%	-15,4%	9,0%			
Comport. Relativo vs Ibex 35				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-6,8%	-31,1%	1,3%			

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

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

Anexo 5. Principales comparables 2024e

		Media				Agencia de Comunicación					
EUR Mn		WPP-GB	Publicis	Omnicom	Interpublic	Average	FTI Consulting	Next Fifteen	Hopscotch Group	Average	LLYC
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	9.128,8	25.136,2	17.192,4	11.538,5		6.740,2	1.059,1	55,6		105,9
	Enterprise value (EV)	16.233,5	26.016,8	20.242,1	13.737,8		6.674,8	1.127,8	53,8		121,7
Información financiera básica	Total Ingresos	13.772,5	13.777,3	14.357,6	8.744,6		3.445,4	717,2	271,9		125,4
	Cto.Total Ingresos	-20,5%	-6,9%	6,1%	-12,8%	-8,5%	7,2%	6,0%	0,0%	4,4%	23,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	2,7%	5,0%	4,0%	4,4%	4,0%	5,8%	7,0%	7,5%	6,7%	8,8%
	EBITDA	2.478,9	3.008,1	2.384,6	1.609,0		393,2	166,0	14,5		22,5
	Cto. EBITDA	n.a.	1,8%	11,8%	0,0%	4,5%	0,5%	7,6%	n.a.	4,0%	33,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,3%	4,6%	4,7%	4,9%	4,4%	n.a.	10,5%	11,9%	11,2%	9,3%
	EBITDA/Ingresos	18,0%	21,8%	16,6%	18,4%	18,7%	11,4%	23,1%	5,3%	13,3%	17,9%
	EBIT	2.029,1	2.407,6	2.161,1	1.385,1		374,1	146,7	9,6		18,7
	Cto. EBIT	-41,7%	9,1%	11,5%	1,5%	-4,9%	7,6%	9,3%	-89,7%	-24,3%	31,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	6,1%	5,1%	5,2%	4,8%	5,3%	12,1%	11,7%	17,3%	13,7%	8,4%
	EBIT/Ingresos	14,7%	17,5%	15,1%	15,8%	15,8%	10,9%	20,5%	3,5%	11,6%	14,9%
	Beneficio Neto	1.141,6	1.617,1	1.426,3	984,7		272,6	62,8	6,1		11,2
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	23,3%	11,3%	-2,6%	10,7%	7,7%	80,8%	n.a.	44,2%	33,9%
2y TACC (2024e - 2026e)	6,6%	6,5%	5,9%	5,8%	6,2%	12,2%	29,2%	17,1%	19,5%	11,7%	
CAPEX/Ventas	2,5%	1,9%	0,7%	1,9%	1,8%	n.a.	1,2%	0,2%	0,7%	2,0%	
Free Cash Flow	1.056,6	1.985,8	1.561,8	1.142,1		n.a.	109,9	10,6		(10,2)	
Deuda financiera Neta	3.950,0	(278,4)	1.150,3	569,3		n.a.	71,9	(18,6)		22,9	
DN/EBITDA (x)	1,6	n.a.	0,5	0,4	0,8	n.a.	0,4	n.a.	0,4	1,0	
Pay-out	n.a.	54,5%	38,5%	47,1%	46,7%	n.a.	30,5%	n.a.	30,5%	25,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,1	13,6	12,1	11,5	11,3	24,8	10,2	9,0	14,7	9,5
	P/BV (x)	1,9	2,3	4,3	3,1	2,9	n.a.	n.a.	2,2	2,2	2,2
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,9	1,4	1,6	1,5	1,9	1,6	0,2	1,2	1,0
	EV/EBITDA (x)	6,5	8,6	8,5	8,5	8,1	17,0	6,8	3,7	9,2	5,4
	EV/EBIT (x)	8,0	10,8	9,4	9,9	9,5	17,8	7,7	5,6	10,4	6,5
	ROE	23,8	17,3	35,9	26,5	25,8	n.a.	n.a.	24,1	24,1	26,1
	FCF Yield (%)	11,6	7,9	9,1	9,9	9,6	n.a.	10,4	19,1	14,7	9,5
	DPA	0,45	3,51	2,76	1,21	1,98	n.a.	0,20	0,50	0,35	0,24
	Dvd Yield	5,3%	3,6%	3,2%	4,0%	4,0%	n.a.	1,8%	2,7%	2,3%	2,6%

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
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institodeanalistas.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
22-Mar-2024	n.a.	9,10	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
20-Feb-2024	n.a.	9,50	n.a.	n.a.	Noticia importante	Luis Esteban Arribas, CESGA
25-Ene-2024	n.a.	8,25	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
21-Sep-2023	n.a.	9,90	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-Jul-2023	n.a.	10,40	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
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, CESGA
09-Mar-2023	n.a.	11,35	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
25-Ene-2023	n.a.	9,50	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
21-Sep-2022	n.a.	10,17	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
22-Jul-2022	n.a.	10,32	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
11-Mar-2022	n.a.	12,67	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas, CESGA
20-Ene-2022	n.a.	12,58	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas, CESGA
23-Dic-2021	n.a.	11,21	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA

